

UNIVERSITÀ DI PISA



DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E MANAGEMENT

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN
FINANZA AZIENDALE E MERCATI FINANZIARI**

*Le strategie acquisitive delle imprese italiane dal
2011 al 2014*

Relatore:
Prof. Giovanna Mariani

Candidato:
Veronica Mandoli

Anno Accademico 2013/2014

**Alla
mia famiglia**

Indice

Introduzione	1
Capitolo primo. Le operazioni di M&A come strumento di crescita	5
1.1 Introduzione.....	5
1.2 Le tipologie di operazioni di merger & acquisition.....	6
1.3 Le operazioni di fusione e acquisizione come strumento per la crescita esterna.....	12
1.3.1 Crescita interna e crescita esterna.....	16
1.3.2 Perché è importante acquisire?.....	20
1.3.3 Le strategie di acquisizione.....	22
1.3.4 Crescita esterna e creazione di valore.....	25
1.3.5 Le fonti di creazione di valore.....	29
1.4 Il mercato M&A italiano.....	31
1.4.1 Il mercato italiano M&A dopo la crisi.....	32
1.4.2 Il fenomeno dell'internazionalizzazione.....	35
1.4.3 Le operazioni cross border.....	38
Capitolo secondo. Il processo di acquisizione	41
2.1 Introduzione.....	41
2.2 Analisi e valutazione strategica preventiva.....	42
2.2.1 Impostazione strategica del problema.....	42
2.2.2 Definizione degli obiettivi e identificazione del profilo della target.....	43
2.2.3 La ricerca delle alternative.....	45
2.3 La negoziazione.....	47
2.3.1 Identificazione e selezione delle imprese target.....	49
2.3.2 Valutazione finanziaria, dal valore al prezzo.....	51
2.3.3 La formazione del prezzo nelle operazioni di M&A.....	54
2.4 Integrazione ex post.....	59
2.4.1 Problemi che si possono presentare nella fase di integrazione.....	63

2.5 Il finanziamento delle acquisizioni.....	66
2.5.1 Le modalità di finanziamento.....	68
2.5.2 Il finanziamento nelle acquisizioni italiane.....	71
2.6 Le modalità di pagamento di un'operazione M&A.....	73
2.6.1 Le modalità di pagamento in Italia.....	77
Capitolo terzo. Andamento del mercato M&A dal 2011 al 2013, secondo il rapporto KPMG.....	79
3.1 Introduzione.....	79
3.2 Il mercato mergers and acquisitions, secondo un'ottica globale.....	81
3.3 Il mercato mergers and acquisitions, secondo un'ottica europea.....	92
3.4 Il mercato mergers and acquisitions in Italia.....	98
3.4.1 Andamento generale del mercato M&A italiano.....	98
3.4.2 Andamento dell'attività cross border svolta dalle imprese italiane.....	101
3.4.3 Analisi per settore di appartenenza delle imprese target.....	107
Capitolo quarto. Analisi empirica del trend di M&A activity in Italia dal 2011 ad primo trimestre del 2014.....	111
4.1 Introduzione.....	111
4.2 La ricerca delle informazioni.....	112
4.3 L'analisi del campione.....	113
4.4 Andamento generale del campione.....	115
4.5 L'attività domestic e cross border.....	118
4.6 Strategia utilizzata dalle imprese del campione, in base al settore di appartenenza dell'impresa target.....	135
4.7 Le "top ten" del campione.....	141
4.7.1 Le operazioni cross border e domestic delle imprese "top ten".....	142
4.7.2. La strategia utilizzata dalle imprese "top ten".....	147
Conclusioni.....	149
Bibliografia.....	155
Sitografia.....	159

Introduzione

Negli ultimi decenni il fenomeno delle mergers and acquisition ha raggiunto dimensioni di rilievo, sia a livello globale che europeo, rappresentando una modalità di crescita dimensionale per le imprese.

Questo fenomeno ha iniziato ad assumere dimensioni considerevoli, in Europa, dal secondo dopoguerra. Lo stesso non è possibile dirlo per l'Italia, in quanto, il mercato italiano fino agli anni '50 era dominato da pochi grandi gruppi, a conduzione familiare, con la diffusa presenza dello Stato nel capitale di molte imprese e inoltre, i mercati finanziari erano ancora arretrati. Solo negli ultimi anni si è assistito ad una crescita dei processi di concentrazione nel nostro Paese, grazie ad una maggiore apertura dei mercati, ad uno sviluppo dei processi di globalizzazione e alla crescente integrazione dell'economia europea.

La severa crisi che ha colpito i mercati finanziari a livello mondiale e italiano, nel 2008, ha determinato un rallentamento dell'attività M&A. Di conseguenza, dopo un picco elevato registrato nel 2007, negli anni successivi si sono ridotti notevolmente i valori circa le operazioni merger and acquisition. Nonostante ciò, rimane alto l'interesse nelle operazioni di M&A. Grazie ad esse, infatti, è possibile sviluppare una crescita dimensionale dell'azienda, la quale avviene in tempi brevi perché si ottiene l'immediata disponibilità di un'impresa già operante sul mercato, inoltre si ha la possibilità di accedere velocemente a risorse, capacità e competenze utili a fronteggiare la competitività e a superare le barriere all'entrata in nuovi mercati.

Il presente lavoro fornisce una panoramica circa le operazioni di mergers and acquisition definendo le caratteristiche principali, i motivi che spingono un'impresa a effettuare operazioni di M&A e le principali fasi che caratterizzano il processo di acquisizione. Dopo di che viene illustrato l'andamento del mercato M&A secondo un'ottica globale, europea e italiana.

Infine, nell'ultima parte di questo lavoro viene presentata un'analisi empirica relativa ad un campione di 135 imprese italiane quotate sulla Borsa Italiana. L'obiettivo di questo lavoro è analizzare l'andamento del mercato M&A in un arco temporale in cui i mercati sono ancora instabili a causa della crisi finanziaria iniziata nel 2008, mettendo in evidenza le strategie che hanno adottato le imprese italiane del campione durante questo periodo di crisi.

Nel primo capitolo di questo elaborato, dopo aver definito le peculiari caratteristiche relative al concetto di acquisizione e di fusione, viene esposto il concetto di crescita dimensionale, in particolare la crescita esterna e la conseguente creazione di valore, evidenziando i vantaggi che porta una crescita esterna piuttosto di una crescita interna.

La parte finale di questo capitolo viene dedicata al mercato M&A italiano, mettendo in risalto gli aspetti principali che lo hanno caratterizzato negli anni precedenti alla crisi che ha colpito i mercati finanziari nel 2008 e negli anni successivi, dove si è assistito ad un rallentamento dell'economia reale e delle operazioni di M&A a livello globale, facendo particolare attenzione al fenomeno dell'internazionalizzazione, il quale sembra essere una risposta per la ripresa dell'economia italiana.

Nel secondo capitolo viene illustrato il processo di acquisizione, mostrando le principali fasi che lo caratterizzano, partendo da una valutazione strategica preventiva fino all'integrazione ex-post. Sono state evidenziate le variabili da non sottovalutare in quanto possono determinare il buon esito o meno dell'operazione di acquisizione.

Il terzo capitolo prende in considerazione l'andamento generale dell'attività M&A a livello mondiale, europeo e italiano, secondo il rapporto di KPMG, facendo particolare riferimento agli anni 2011, 2012 e 2013. In particolare viene evidenziato l'andamento del mercato, l'andamento dell'attività cross

border e i settori di appartenenza delle imprese target, secondo le tre diverse ottiche.

Nell'ultimo capitolo, viene fatta un'analisi di natura empirica circa un campione di 135 aziende italiane quotate in modo continuo dal 2005 al 2014. Di queste aziende appartenenti al campione, si provvederà, in un primo momento, a fare una distinzione tra le imprese che hanno concluso operazioni di M&A e quelle che, invece, non ne hanno realizzate. Lo studio farà sempre riferimento alle sole imprese del campione che hanno svolto operazioni di acquisizione. L'obiettivo di questo studio riguarda l'individuazione delle strategie acquisitive delle imprese del campione, determinate in base a quali settori sono andate ad acquisire; i mercati, se esteri o domestici, evidenziando in quali Paesi sono state concluse le operazioni di M&A. Infine, vengono evidenziate le prime 10 imprese più attive del campione, con le relative scelte strategiche attuate.

Capitolo primo. Le operazioni di M&A come strumento di crescita

1.1 Introduzione

Le operazioni di M&A, in inglese ‘mergers and acquisitions’, sono operazioni di finanza straordinaria, dove le imprese fanno ricorso per realizzare uno sviluppo dimensionale (Napolitano, 2003). Tali operazioni, fusione e acquisizione, differiscono per alcuni aspetti peculiari, infatti, si parla di fusione quando una società, detta *acquirer*, intende fondersi con un’altra, detta *target*, dando vita ad una nuova entità, è considerata una vera e propria integrazione tra le società coinvolte. Si parla di acquisizione, invece, quando la società *acquirer* acquista una partecipazione di controllo¹, un complesso aziendale o parte di esso, dietro corrispettivo di un prezzo, in questo caso avviene un passaggio di proprietà².

Secondo la letteratura anglosassone, le acquisizioni e fusioni sono esaminate e considerate unitamente, facendo riferimento all’attività di M&A e identificandole come una modalità di crescita per via esterna.

In realtà, come accennato sopra, rappresentano forme assai diverse di concentrazione di imprese, ognuna delle quali ha caratteristiche diverse a seconda del grado di concentrazione e della tipologia di transazioni poste in essere, le fusioni, ad esempio, costituiscono la forma di concentrazione che presuppone il massimo grado di integrazione tra le due, o più entità, che partecipano (Cortesi, 2000).

Seppure dal punto di vista strategico le due operazioni possono essere accumulate, esse presentano ulteriori differenze, legate al persistere o meno di una indipendenza giuridica.

¹ La partecipazione di controllo può essere totalitaria o di maggioranza. Nel caso in cui sono coinvolte imprese molto grandi, la cui proprietà è dispersa tra numerosi azionisti si può parlare di acquisizione anche se le azioni acquisite non rappresentano la maggioranza.

² Fonte: <http://it.adviseonly.com/blog/risparmio/fusioni-acquisizioni-impatto-su-risparmiatori/#. VFCsGmfd2Sp>

L'acquisizione è il processo attraverso cui la bidder entra in possesso, in tutto o in parte, del capitale sociale dell'impresa target, mantenendo la sua indipendenza giuridica in seguito all'operazione. L'acquisizione si definisce totale se il bidder ottiene l'intero capitale della target, parziale se riguarda solo una sua quota azionaria.

Per quanto riguarda *la fusione* intendiamo la formazione di una sola unità economica derivante da 2 o più precedenti imprese, una vera e propria integrazione tra le attività delle imprese in considerazione. Qui le imprese perdono la loro individualità giuridica per confluire in un'unica struttura organizzativa (Caiazza, 2011).

1.2 Le tipologie di operazioni di merger & acquisition

Le acquisizioni possono aver luogo con due modalità diverse: contestualmente o tramite scalata ostile; quest'ultima è possibile solo se la società target è quotata e nessun azionista controlla la maggioranza assoluta delle azioni, azienda ad azionariato diffuso.

Le operazioni ostili rappresentano un vero e proprio attacco agli azionisti e una minaccia al management della target in quanto portano significativi cambiamenti nella strategia e nella struttura organizzativa. In questo caso si ha un contrasto elevato tra il management delle due società e l'impresa acquirente, invece di cercare approvazione presso la direzione dell'impresa target, si rivolge direttamente ai possessori del capitale azionario. Questo può rivelarsi estremamente rischioso sia per il buon esito della transazione, sia per il prezzo da corrispondere per ottenere il controllo³ e sia per le implicazioni negative sulla successiva fase di integrazione (Cortesi, 2000).

³ In situazioni di ostilità il rischio di pagare prezzi più elevati, rispetto ad un contesto amichevole, può dipendere da tre fattori: la possibilità che intervengano delle offerte concorrenti, l'impossibilità di conoscere il reale valore dell'impresa target, in quanto non siamo in grado di reperire informazioni ulteriori rispetto a quelle pubbliche, e le pressioni per la conclusione della trattativa, le quali portano a trascurare aspetti importanti come quello del reale valore della target.

Talvolta però, operazioni che nascono come ostili si trasformano successivamente in operazioni amichevoli, o quasi amichevoli, questo perché si presenta un interesse comune a far sì che l'operazione si svolga limitando al minimo i danni.

Quando parliamo invece di acquisizioni amichevoli, solitamente, l'impresa acquirente si rivolge al management della target, cercando una sua approvazione all'operazione.

In linea generale, i vertici di entrambe le società, acquirente e target, cercano di collaborare per trovare un accordo sui termini dell'operazione e sulle modalità di gestione a seguito dell'acquisizione. In alcune ipotesi il management della target può percepire addirittura l'acquisizione come fonte di creazione di nuova ricchezza e di opportunità.

Il clima che si instaura è improntato sul rispetto e sulla collaborazione anche se ciò non significa che in futuro non si potranno verificare situazioni di contrasto o problemi di coabitazione (Cortesi, 2000).

L'acquisizione del controllo di un'impresa può essere attuata attraverso diverse modalità:

- acquisto del complesso aziendale, acquisizione di azienda, si acquistano tutte le singole attività e passività dell'impresa target;
- acquisto di una partecipazione, di una quota, che rappresenta il capitale, con successivo scambio in contanti, altre azioni o altri titoli;
- acquisto di rami aziendali;
- acquisto di alcune specifiche attività.

I rami aziendali. Sempre più frequenti sono i casi in cui si attuano modalità di acquisizione di tipo parziale, acquisizione dei cosiddetti rami aziendali, ovvero parti o settori aziendali che vengono ceduti a un soggetto economico interessato ad inglobarli all'interno della propria struttura organizzativa (Conca, 2010).

L'ideologia che sta alla base del mercato dei rami aziendali risiede nel fatto che ciò che non interessa più a una singola impresa può al contrario interessare ad altri soggetti economici. Tale ragionamento dimostra che il valore di alcuni rami aziendali può essere valutato in maniera soggettiva, in maniera differente da soggetto a soggetto, in base alle esigenze e necessità di ogni operatore. Infatti, sono frequenti i casi in cui attività aziendali attualmente poco remunerative per un'impresa, possono avere un valore significativo per altri operatori.

L'acquisizione di rami aziendali riguarda:

- prodotti singoli o famiglie di prodotti;
- divisioni;
- impianti di produzione specifici;
- reti commerciali;
- combinazioni parziali delle precedenti attività.

Naturalmente, oltre all'interesse manifestato dal compratore di rami aziendali deve corrispondere anche la condizione per cui è possibile effettuare la scorporazione dell'attività da cedere, cosa che non sempre è facile da ottenere.

Secondo le stime dell'Osservatorio M&A della Bocconi, negli ultimi anni il mercato dei rami aziendali ha assunto una dimensione rilevante per numerosità di attività cedute, raggiungendo, nel 2008, il 12 per cento del mercato complessivo.

Nei vantaggi di questa operazione rientrano la velocità nella realizzazione del progetto, il conseguimento di sinergie produttive e commerciali, il basso rischio d'insuccesso e il limitato esborso finanziario (Conca, 2010).

Per quanto riguarda la fusione di più società, invece, si può eseguire mediante la costituzione di una nuova società o mediante l'incorporazione di una o più aziende in un'unica società.

Le principali tipologie di fusione possono essere:

- **Fusione propria.** Due o più imprese si uniscono in un unico organismo, solitamente sono società di persone che vogliono diventare società di capitali, in questo caso le unità di partenza cessano di esistere, concludono quindi la loro precedente esistenza legale. Si crea un'entità societaria completamente nuova, dove le imprese oggetto di fusione ne vanno a far parte. Il patrimonio è costituito dall'insieme dei patrimoni delle società fuse. Ai soci delle società di partenza saranno attribuite, sulla base di un determinato rapporto di cambio, azioni o quote emesse dalla nuova società in cambio dei loro vecchi titoli. Viene utilizzata quando i rapporti tra le aziende sono di tipo paritario, è comunque una forma di fusione poco utilizzata.
- **Fusione per incorporazione.** In questo caso ci sono una o più imprese, chiamate incorporate, che vengono assorbite in un unico organismo detto incorporante, qui non avviene l'estinzione di tutte le unità coinvolte, ma solo di quelle incorporate, l'impresa incorporante, infatti, mantiene il suo nome e la sua identità, mentre le società incorporate cessano di esistere come attività di impresa a sé stante. Ai soci delle società incorporate saranno attribuite, in base ad un rapporto di cambio, azioni o quote emesse dalla incorporante, che andranno ad aumentare quindi il proprio capitale sociale, sono annullati invece i titoli della incorporante. Questa tipologia viene utilizzata quando vi è un soggetto dominante, un'impresa leader. Qui avviene la successione della incorporante nei diritti e negli obblighi delle società incorporate. Questa è la forma di fusione più diffusa (Ross, et al., 1996).

Se da un lato le fusioni sono una modalità di aggregazione aziendale alternativa rispetto ad accordi contrattuali e joint venture, dall'altro possono essere la naturale conseguenza di un processo di rafforzamento delle stesse (Caiazza, 2011).

Ci possono essere dei vantaggi e svantaggi della fusione rispetto all'acquisizione (Ross, et al., 1996). Tra i vantaggi rientrano:

- La fusione risulta essere più lineare e meno costosa rispetto all'acquisizione;
- Si preferisce la fusione nel caso in cui si va a ricercare una forte integrazione economico-produttiva;
- Si può attuare un processo di concentrazione con un limitato esborso monetario;
- Con la fusione si mantiene il coinvolgimento nella gestione della vecchia proprietà dell'impresa acquisita.

Gli svantaggi, invece, possono essere:

- La fusione deve essere approvata dalle assemblee degli azionisti di entrambe le imprese;
- La procedura di approvazione può essere lunga e dispendiosa;
- Può richiedere grosse difficoltà di effettiva integrazione;
- Ha un iter procedurale più complesso.

Ogni operazione di M&A coinvolge due soggetti economici, che operano all'interno della stessa negoziazione ma con obiettivi differenti, pertanto, ciò che è acquisizione per l'uno diventa cessione per l'altro, rappresentano le due facce della stessa medaglia.

Le operazioni di M&A rientrano, come già affermato, nell'ambito dei processi di gestione strategica dell'impresa. Devono essere valutate, almeno

in una prima approssimazione, come opzioni di sviluppo alternative a differenti soluzioni di crescita per via esterna e per via interna (Cortesi, 2000).

Possono essere molteplici i motivi per cui si intende acquisire, ma allo stesso tempo ci possono essere altrettante alternative come evidenziate in tabella 1.1.

Tabella 1.1. Alternative strategiche alle acquisizioni

MOTIVO DELL'ACQUISIZIONE	OPZIONI ALTERNATIVE
Sviluppo delle vendite	Joint venture, sviluppo dall'interno
Miglioramento della profittabilità	Disinvestimenti, misure interne per il recupero di efficienza
Riduzione della dipendenza dal business	Sviluppare dall'interno nuove aree di attività
Investire in liquidità in eccesso	Rimborsare agli azionisti il capitale in eccesso
Migliorare il management dell'impresa obiettivo	Ruolo più attivo del Consiglio di amministrazione, ricorso a consulenti esterni

Fonte: ns elaborazione

1.3 Le operazioni di fusione e acquisizione come strumento per la crescita esterna

Le operazioni di acquisizione e fusione costituiscono le più importanti forme di ristrutturazione aziendale e settoriale (Rossi, 1999).

Il termine acquisizione non deve essere inteso esclusivamente come un investimento finanziario, bensì deve essere considerato come un investimento strategico per lo sviluppo dell'impresa (Marangoni, 2000).

Fusioni e acquisizioni rientrano nelle decisioni strategiche dell'impresa, perciò, la decisione di acquisire dovrebbe essere il risultato di un'attività di pianificazione che, attraverso la crescita esterna, porti al raggiungimento di determinati obiettivi. Sotto questo aspetto le operazioni di crescita esterna rappresentano uno strumento efficace per la realizzazione di strategie. Non dobbiamo dimenticare però, che gli obiettivi possono essere perseguiti, più o meno efficacemente, sia attraverso lo sviluppo interno sia attraverso le operazioni di crescita esterna (Capasso, 1990).

Attraverso le operazioni di acquisizione le aziende intraprendono un percorso di crescita per via esterna rilevando la partecipazione di controllo di un'altra società o il complesso aziendale della stessa. Si tratta di operazioni effettuate con una certa regolarità e rientrano in una normale strategia di crescita, in quanto consentono, per esempio, di:

1. espandersi in altri mercati;
2. acquisire una tecnologia o un prodotto;
3. aumentare la massa critica, come fatturato, margini e profitti;
4. eliminare un possibile concorrente, inglobandolo;
5. ottenere alti benefici di natura finanziaria.

Per crescita esterna in senso stretto si intendono le operazioni realizzate attraverso l'acquisizione di quote azionarie o di attività di altre imprese, il cui controllo passa ad un nuovo soggetto, l'acquirente.

La crescita rappresenta un fattore fisiologico presente nel DNA delle imprese e del management, il motivo principale è che l'individuo si sente realizzato soprattutto quando affronta progetti sfidanti, che incorporano interessanti prospettive future, progetti ad elevato rischio ma di potenziale successo. In questo processo le componenti di natura psicologica, che influenzano i processi decisionali, giocano un ruolo fondamentale (Conca, 2010).

Il meccanismo dell'orientamento alla crescita comporta una forma di materialismo nei confronti delle proprie capacità, alle quali vengono posti limiti sempre più spinti e avanzati, il desiderio e l'ambizione di raggiungere posizioni di successo rappresentano una leva fondamentale in molti individui.

Se da un lato la pressione competitiva conduce a ricercare con costanza nuove opportunità di sviluppo per aumentare la distanza dai principali competitors, dall'altro la struttura stessa del mercato spinge a dimensioni sempre più crescenti, in assenza delle quali risulterebbe difficile raggiungere posizioni dominanti e risultati significativi.

A volte la crescita può essere interpretata come una necessità indilazionabile piuttosto che una scelta strategica razionale e volontaria, in ogni caso, non rappresenta un modello di comportamento di validità generale, anche se a lungo termine è difficile pensare a situazioni aziendali nelle quali il successo possa essere raggiunto senza rispondere a stimoli di crescita.

Lungo il ciclo di vita di ogni impresa si susseguono fasi di evoluzione e di rivoluzione con cadenze varie e discontinue, esistono momenti nei quali ci troviamo ad operare in contesti di difficoltà e di crisi, affrontabili con interventi di ristrutturazione o di revisione complessiva dell'assetto strategico, ma anche in questi momenti, nonostante l'obiettivo sia volto al

recupero di una situazione problematica, le decisioni sono prese in funzione di obiettivi di crescita e sviluppo successivo.

La spinta alla crescita è collegata al cambiamento dello scenario economico di riferimento, che in alcuni momenti impone la necessità di effettuare una revisione dei modelli strategici, portando le imprese a un repentino cambiamento. Questo è avvenuto proprio negli ultimi anni dove sono radicalmente cambiati i criteri basilari per poter competere con successo: basta pensare alla sostituzione del modello dell'impresa materiale, impresa-fabbrica, con il modello dell'impresa dematerializzata, impresa che progetta, dove quest'ultima valorizza principalmente le competenze.

Inoltre il successo dell'impresa è sempre più condizionato da fattori di natura immateriale, infatti, assume importanza la capacità di sapersi muovere in coerenza con il dinamismo del mercato e la capacità di allocare le risorse secondo nuovi schemi.

La crescita, inoltre, comporta la necessità di dover riorganizzare l'impresa verso nuovi obiettivi, come:

- sviluppo di nuovi prodotti/servizi e di particolari soluzioni applicative;
- gestione della relazione con il cliente e il mercato;
- introduzione di logiche distributive alternative;
- presidio e sfruttamento della variabile tecnologica;
- utilizzo di competenze operative e logistiche;
- ampliamento del raggio d'azione a livello internazionale.

Queste rappresentano le condizioni fondamentali per la crescita.

In ogni caso, le operazioni di crescita esterna risultano essere molto delicate, raramente si osservano operazioni di M&A svolte con estrema semplicità.

La complessità è collegata a numerosi fattori:

- difficoltà di valutazione dell'opzione nel piano strategico complessivo dell'impresa;
- delicatezza di alcune fasi tipiche del processo;
- problemi di negoziazione con le controparti;
- difficoltà di gestione dopo l'acquisizione;
- altri fattori esogeni talvolta difficili da valutare.

Di fronte ad un elevato interesse delle imprese per le operazioni di crescita esterna, è importante vedere le motivazioni che le ispirano e la loro efficacia strategica. È stato dimostrato che le sinergie ottenibili, dopo la fase di integrazione, possono accrescere il valore complessivo delle imprese coinvolte, ma è necessario inoltre stabilire se queste operazioni siano in definitiva vantaggiose per le imprese acquirenti. Da un lato, risulta facile stabilire se un'operazione di crescita è in grado di generare nuovo valore economico, basta considerare i possibili effetti sinergici che si possono realizzare, dall'altro lato però, non sempre risulta semplice individuare i meccanismi che regolano la distribuzione del valore creato fra l'impresa acquirente e i proprietari dell'impresa acquisita, e stabilire quindi se l'operazione è vantaggiosa o meno per l'acquirente.

È importante quindi analizzare gli aspetti economici e finanziari delle fusioni e acquisizioni in modo tale da stabilire se queste operazioni si dimostrano uno strumento efficace per accrescere il valore economico dell'impresa.

I campi da tenere in considerazione sono:

1. gli effetti della crescita esterna sulla posizione competitiva e sulla redditività operativa dell'impresa;
2. gli effetti delle fusioni e acquisizioni aziendali sul costo del capitale per l'impresa;

3. il ruolo del mercato delle imprese nel determinare la formazione del prezzo della transazione e la distribuzione dell'eventuale valore economico creato fra impresa acquirente e proprietari dell'impresa acquisita (Capasso, 1990).

Un altro aspetto da considerare rientra nel fatto che in momenti di crisi e di difficoltà le imprese di maggiori dimensioni mostrano una capacità maggiore di sopravvivenza rispetto alle imprese minori.

Gli obiettivi di crescita possono essere raggiunti, oltre che tramite una crescita esterna, anche attraverso un investimento interno. Può accadere però, che le imprese non abbiano né il tempo né le competenze interne necessarie per raggiungere tali obiettivi nelle modalità desiderate, per questo motivo all'investimento interno, spesso, si affianca l'opzione alternativa della crescita esterna, la quale risulta essere la più utilizzata (Conca, 2010).

1.3.1 Crescita interna e crescita esterna

Come appena citato sopra, le varie strategie possono avere una duplice direzione: per via interna e per via esterna; l'opzione della crescita esterna si pone spesso in contrapposizione alle decisioni di investimento interno (Conca, 2010). Per chiarire meglio il concetto di crescita esterna e crescita interna è utile mettere in evidenza le caratteristiche peculiari di entrambe le opzioni.

La crescita per via interna consiste nella realizzazione diretta di nuovi investimenti e nello sviluppo di nuove attività, utilizzando capacità, competenze e risorse umane, tecnologiche e finanziarie che si trovano già all'interno dell'azienda. Tuttavia, è sempre più presente la consapevolezza circa l'impossibilità delle imprese di poter utilizzare e sfruttare

congiuntamente tutte le risorse, capacità e competenze necessarie per competere con successo ad una crescita interna, a causa dell'elevata complessità ambientale in cui si trova ad operare. Solitamente, la crescita interna, comporta l'ampliamento della struttura già esistente, consente una variazione graduale della dimensione, permettendo di dilazionare le scelte decisive su un arco temporale più ampio, al contrario, la modalità di crescita esterna comporta una variazione dimensionale repentina (Caiazza, 2011).

La crescita esterna riguarda l'acquisizione di complessi aziendali già esistenti e funzionanti e i vantaggi legati ad essa riguardano la maggior velocità di attuazione, il minor costo che può comportare l'acquisto di una struttura funzionante piuttosto di una creazione ex-novo, la maggior possibilità di ottenere finanziamenti e la possibilità di sviluppare sinergie (Zanetti, 2000). Tuttavia, nel valutare l'attrattività della strategia acquisitiva, è necessario considerare che non tutte le risorse e le attività dell'impresa acquisita possono essere funzionali al conseguimento del vantaggio strategico dell'acquirente (Gozzi, 1991).

La scelta interna, d'altro canto, dà luogo a una molteplicità di alternative, ognuna delle quali incorpora specifiche soluzioni operative, mette a disposizione diverse opzioni perseguibili e di conseguenza il processo di scelta non risulta vincolato dalla scarsità o dall'unicità delle soluzioni possibili, come invece spesso accade per la crescita di tipo esterno. Infatti, nella crescita esterna può accadere che un'impresa che vuole avviare un processo di acquisizione si trovi a dover scegliere entro un limitato numero di imprese target (Conca, 2010).

Ci possono essere altri profili da tenere in considerazione, il primo sicuramente, importante e da non sottovalutare, è relativo al grado di rischio, in quanto, parliamo di progetti aventi un grado di rischio completamente diverso. L'altro profilo, invece, riguarda la reversibilità della scelta, dove, l'alternativa interna è sicuramente caratterizzata da una maggior flessibilità

in quanto può essere reversibile e comporta dei costi d'uscita sopportabili, al contrario, l'alternativa esterna implica l'avvio di un'iniziativa irreversibile, almeno nel breve periodo, con costi in uscita a volte talmente elevati da sconsigliarne la decisione (Conca, 2010).

Naturalmente, per evitare che le decisioni di *make or buy* siano prese senza avere la possibilità di individuare e soppesare gli elementi che successivamente potranno condizionare l'esito, viene fornita una lista dei fattori che orientano la scelta. E' opportuno considerare, non solo i singoli fattori, ma soprattutto, gli effetti che essi portano in entrambe le alternative; come primo passo è interessante valutare in base alle aree aziendali: fronte finanziario, fronte tecnologico e fronte organizzativo.

Sul fronte finanziario, si rileva che, il vantaggio della scelta interna riguarda il fatto che si ha la possibilità di utilizzare esclusivamente le risorse necessarie alla realizzazione del progetto, per questo motivo viene considerata la scelta più flessibile. Al contrario, nella scelta esterna, il management non può intervenire, o comunque può farlo in maniera molto limitata, nella decisione dell'esborso finanziario. Inoltre, può succedere, che l'operazione comporti l'acquisizione di attività o beni strumentali non funzionali o di scarso interesse per l'acquirente ma dai quali non si può prescindere; questa limitazione influenza anche il prezzo, lasciando in molti casi modesti margini di manovra sul fronte della negoziazione finanziaria. Questa alternativa è sicuramente la più rigida, e sotto il profilo finanziario si va quindi a preferire l'investimento interno.

Anche sul fronte tecnologico la scelta interna comporta vantaggi di maggiore flessibilità, perché consente al management di scegliere il livello di tecnologia più funzionale all'iniziativa che si vuole realizzare. Dal punto di vista di crescita esterna non abbiamo gli stessi vantaggi, in quanto ci possiamo trovare ad acquisire imprese già funzionanti le quali dispongono di una tecnologia non adeguata alle esigenze del compratore.

Sul fronte organizzativo invece, l'aspetto importante da considerare riguarda il lay-out, il quale alle volte assume un ruolo determinante. Nell'investimento interno solitamente, i problemi di integrazione dell'investimento con la struttura preesistente vengono risolti facilmente, non si presentano problemi di riorganizzazione produttiva, cosa che invece si presenta nella soluzione di crescita esterna obbligando anche a ristrutturazioni necessarie per rendere compatibili le due unità produttive (Conca, 2010).

Da un punto di vista decisionale, il percorso classico dell'investimento interno non comporta rischi che ne possano ostacolare l'iter, mentre nella crescita esterna il percorso decisionale è complesso e delicato, infatti sul piano formale le decisioni di acquisizione devono essere approvate dall'assemblea ordinaria e i tempi si allungano nel caso in cui l'impresa bidder sia quotata in Borsa. I tempi appaiono lunghi anche per quanto riguarda la fase di integrazione organizzativa delle realtà interessate, l'integrazione delle procedure e delle culture aziendali non è cosa facile né veloce da realizzare (Zanetti, 2000).

In realtà, le imprese possono fare ricorso anche ad una terza opzione, in certi versi simile alla crescita esterna ma non perfettamente coincidente, si tratta della cosiddetta "crescita contrattuale", definita come un'alleanza strategica.

Capita spesso che le imprese si sentano deboli sotto il profilo competitivo e manifestino la necessità di ridurre il gap strategico che le separa dai principali competitors. Per soddisfare questa necessità solitamente la scelta esterna viene privilegiata in quanto offre al management molteplici possibilità di realizzazione, come ad esempio: acquisizioni, fusioni, investimento minoritario, joint venture; mentre nella scelta interna mancano risorse e competenze interne per poter effettuare un "salto di qualità".

Molte imprese tendono ad operare in modo bidirezionale, ovvero affiancano le acquisizioni con operazioni di investimento interno (Conca, 2010).

1.3.2 Perché è importante acquisire?

Le operazioni di M&A, quindi la crescita per via esterna, possono aiutare le imprese bidder a conquistare posizioni sul mercato con una rapidità che il semplice sviluppo interno non potrebbe consentire (Nieddu, 2002).

Come punto di partenza è utile chiarire i possibili motivi che spingono un'impresa a effettuare un'operazione di acquisizione, questi possono riguardare (Marangoni, 2000):

- il consolidamento della posizione competitiva;
- la diversificazione delle aree di business;
- l'internazionalizzazione;
- l'ottenimento di competenze tecnologiche, gestionali e commerciali.

Valutando solamente gli effetti positivi che derivano dalla scelta d'investimento interno, non andremo mai, o comunque solo in delimitati casi, a prendere in considerazione la scelta esterna, che sembra essere la meno conveniente. Ma allora perché il fenomeno delle acquisizioni è così diffuso?

Una prima spiegazione può riguardare gli effetti indotti dalla crescita esterna, i quali sembrano essere più convincenti dei fattori negativi, visti prima. Ciò significa che i vantaggi hanno un peso maggiore rispetto agli svantaggi.

Non vi è dubbio che la portata dei benefici potenziali della crescita esterna è molto rilevante, per questo motivo la rende particolarmente interessante e attrattiva, nonostante l'elevata esposizione al rischio (Conca, 2010).

Attraverso la crescita esterna l'impresa acquirente può rafforzare la propria posizione sul mercato, in modo da potenziare o integrare le proprie capacità distintive. Può inoltre estendere la propria attività, migliorando e completando l'offerta di prodotti o servizi, infine è possibile entrare in nuovi mercati (Napolitano, 2003).

Tra i vantaggi di una crescita esterna, quelli che attraggono maggiormente, sono: gli obiettivi conseguibili in tempi rapidi, il superamento di barriere all'ingresso, la possibilità di acquisire competenze scarse (come ad esempio il know-how tecnologico), la riduzione dei tempi di accesso ai fattori di mercato (quote di mercato, prodotti o canali distributivi), la possibilità di investire in imprese che operano in settori molto innovativi e cogliere, quindi, le opportunità che si manifestano in determinati settori.

Per poter sfruttare tali vantaggi è importante chiarire le azioni strategiche che l'impresa intende realizzare. È stato verificato che le imprese operanti in settori più attrattivi e innovativi, tendono a effettuare acquisizioni di tipo correlato, mentre quelle operanti in settori con bassa redditività preferiscono acquisire in settori non correlati nel tentativo di elevare la propria redditività⁴ (Cortesi, 2000). Nel paragrafo successivo sono descritte dettagliatamente le diverse strategie di acquisizione.

Una volta considerate le motivazioni di natura strategico-competitiva, si affiancano altri effetti positivi valutabili a livello aziendale e a livello personale. Influente sono infatti gli effetti sull'immagine dell'impresa bidder, oltre agli elementi che influenzano la psicologia del decisore.

⁴Christensen e Montgomery, *Corporate Economic Performance: diversification strategy versus market structure*, Strategic Management Journal, 1981.

In altri casi, gli operatori possono essere influenzati dalla consapevolezza che l'operazione di acquisizione consente:

- il raggiungimento di una notorietà e la conseguente possibilità di accedere a centri di potere altrimenti non raggiungibili, la cosiddetta visibilità sociale;
- l'affermazione del prestigio e dell'ego personale.

1.3.3 Le strategie di acquisizione

Come prima cosa è opportuno dare una definizione di strategia, anche se questa può essere definita come un concetto multidimensionale, che comprende tutte le principali attività dell'azienda. La strategia è infatti un modello decisionale coerente, unitario e integrato. Attraverso di essa è possibile determinare lo scopo dell'azienda in termini di obiettivi di lungo periodo, programmi d'azione e priorità di allocazione delle risorse. La strategia è inoltre la definizione del territorio competitivo dell'azienda, in quanto è ormai noto da tempo che uno degli elementi fondamentali di essa è la definizione dei business in cui l'impresa opera o intende operare. Ma non solo, è la risposta alle minacce e alle opportunità esterne nonché ai punti di forza e di debolezza interni al fine di conseguire un vantaggio competitivo, nel lungo periodo, rispetto ai principali concorrenti dell'impresa (Hax et al., 1991).

Le strategie di acquisizione devono stimolare l'impresa acquirente a ottenere una maggior visibilità sul fronte dell'evoluzione tecnologica, a migliorare il processo di sviluppo interno, ad acquisire licenze di produzione know how e a sfruttare le competenze trasferibili dall'impresa acquisita. Infatti le strategie di M&A consentono all'impresa di accedere a risorse e competenze di cui essa non disponeva. Questo non consente solamente la creazione di valore e

il consolidamento del patrimonio di risorse e competenze ma un'opportunità per la creazione di nuove capacità e competenze (Napolitano, 2003). Solo in questo modo possono contribuire ad accrescere il valore dell'impresa.

Nell'ambito delle operazioni di M&A, una prima suddivisione viene svolta in base agli obiettivi strategici che intendono realizzare le imprese acquirenti, nell'acquisire una determinata azienda, con riferimento al settore di appartenenza. La distinzione fondamentale è quella fra operazioni correlate e non correlate; nel primo caso le imprese coinvolte operano in settori che presentano collegamenti più o meno stretti sotto il profilo tecnologico, produttivo o di mercato; viceversa, nel secondo caso, non sono presenti tali collegamenti (Capasso, 1990).

Le operazioni correlate si possono suddividere a loro volta in acquisizioni orizzontali e verticali.

A tal proposito, quando l'acquisizione riguarda un'impresa operante nello stesso settore, essa è chiamata acquisizione **orizzontale**, o strategia di concentrazione, solitamente le due imprese, acquirente e acquisita, prima dell'acquisizione sono in concorrenza l'una con l'altra nel mercato dei prodotti (Ross et al., 1996). L'impresa vuole quindi preservare la posizione competitiva acquisita, rendendo più difficile l'ingresso nel settore a nuovi potenziali concorrenti.

Questo tipo di operazione porta ad un aumento del tasso di concentrazione del mercato nonché ad una conseguente riduzione del tasso di competitività del medesimo. L'effetto immediato di una acquisizione orizzontale è quello di aumentare la quota di mercato dell'impresa acquirente dal momento che, come è facilmente intuibile, essa andrà ad assorbire la quota dell'impresa acquisita, rafforza così la propria posizione ed il proprio potere di mercato. Inoltre L'aggregazione orizzontale tra imprese omogenee consente quindi di aver maggior potere contrattuale nei confronti dei fornitori o sull'offerta finale. Lo sviluppo di un'impresa attraverso la strategia di concentrazione

viene attuata quando l'impresa acquirente decide di crescere nel settore in cui opera sfruttando le competenze ed esperienze già acquisite.

Questa tipologia di M&A è tra le più comuni poiché si ritiene che quando due imprese operano in uno stesso settore, è relativamente più semplice realizzare un'integrazione tra le due strutture, i tempi di attuazione risultano essere minori e per gli organi imprenditoriali risulta più semplice tenere sotto controllo i rischi.

L'obiettivo dell'integrazione orizzontale è quello di aumentare la quota di mercato relativa detenuta dall'impresa rafforzando così la propria posizione ed il proprio potere di mercato.

L'acquisizione di un'impresa che, invece, opera ad un livello differente della medesima filiera produttiva, per esempio l'acquisizione di un cliente o di un fornitore, o di un'azienda che produce prodotti complementari, è chiamata acquisizione **verticale**, o strategia di integrazione. In questo caso le imprese coinvolte svolgono fasi diverse del processo di produzione e di distribuzione di uno stesso prodotto. Per integrazione si intende l'internalizzazione di alcune attività aziendali che interessano l'azienda a monte e/o a valle, in altri termini l'impresa acquirente attraverso una strategia di integrazione può svolgere un'attività che prima era commissionata a terzi. In questo caso abbiamo un'estensione delle attività in avanti verso i mercati di collocamento finale dei prodotti, o all'indietro verso stadi antecedenti nel percorso di creazione del valore.

Questa tipologia di operazioni permette all'acquirente di avere un maggior controllo di alcune delle variabili e degli elementi presenti nella filiera produttiva, riducendo gli sprechi, i rischi e i costi⁵ e aumentando il suo potere di mercato, in quanto aumentano le opportunità di entrata in nuovi business a monte o a valle e aumenta la possibilità di poter usufruire di nuove forme tecnologiche per i business già esistenti.

⁵ Tra i costi possono rientrare i costi di transazione derivanti dal trasferimento fisico dei prodotti, dall'erogazione di servizi e dalla stipulazione dei contratti con fornitori esterni. *Fonte: Hax et. al., La gestione strategica dell'impresa, 1991*

Dall'altro lato però ci sono alcuni aspetti negativi, come la ridotta flessibilità di diversificazione e la minore possibilità di rivolgersi a distributori e fornitori diversi (Hax, et. al., 1991). Questa strategia irrigidisce l'azienda.

A differenza della tipologia precedente, questa risulta meno diffusa a causa delle maggiori difficoltà che si presentano per la sua realizzazione.

Infine, nelle operazioni non correlate rientrano le acquisizioni **conglomerati**, o di pura diversificazione, per indicare l'unione tra due imprese con un portafoglio di attività non direttamente correlato, in altre parole, si tratta della fusione tra imprese non provenienti dal medesimo settore. Se l'impresa acquirente ha le risorse necessarie per effettuare una strategia di diversificazione, questa diventa l'opzione che più di altre può ridare slancio all'impresa bidder.

Attraverso questo tipo di operazione, l'impresa acquirente ha la possibilità di diversificare la produzione di mercato, realizzare economie di scala ed economie di scopo e acquisire tecnologie nuove ed avanzate. Naturalmente in questo ambito è necessario valutare l'attrattività dei settori in cui si intende diversificare, i costi e i benefici che ne derivano e la capacità del management di gestire queste nuove attività. Molto spesso, la mancanza di esperienza e familiarità dell'acquirente, rispetto al nuovo portafoglio di attività dell'acquisita, rende questo tipo di operazione più rischiosa e anche meno diffusa.

La gran parte delle M&A è stata di tipo orizzontale (Capasso, 1990).

1.3.4 Crescita esterna e creazione di valore

“Affinché ci sia sviluppo, tramite crescita esterna, è necessario che vi sia creazione di valore..” (Lanzavecchia et al., 2001). La crescita non è di per se perseguibile se non è accompagnata dalla possibilità di creare valore, il tema

del valore è quindi l'elemento centrale nell'analisi delle strategie di crescita (Conca, 2010).

La teoria di creazione di valore afferma che le probabilità dell'impresa di avere successo sono strettamente collegate con la sua capacità di accrescere la ricchezza e di conquistare un vantaggio competitivo sostenibile nel tempo. Le acquisizioni di imprese o di rami aziendali, rappresentano importanti strumenti di sviluppo, possono contribuire a migliorare la posizione competitiva e i livelli di economicità dell'impresa acquirente (Nieddu, 2002).

Un'acquisizione crea valore quando il valore aggiunto dell'operazione di M&A è maggiore rispetto al premio per il controllo pagato dall'azienda acquirente, per formalizzare questa idea è utile introdurre il concetto di valore aggiunto netto, NVA (net value added).

Valore aggiunto netto NVA = valore ricevuto totale – valore pagato totale

Se la differenza tra il valore totale ricevuto⁶ dall'acquirente, valore intrinseco del business ceduto più il valore derivante dall'integrazione, e il valore complessivamente pagato dall'acquirente è positivo, significa che il valore aggiunto netto è positivo, pertanto, l'operazione di acquisizione ha creato valore per l'azienda acquirente (Lanzavecchia et al., 2001).

L'impresa crea nuovo valore economico nel momento in cui ottiene dagli investimenti realizzati un rendimento maggiore rispetto al proprio costo del capitale. Creazione di valore economico significa quindi remunerare, per un periodo di tempo medio-lungo, le risorse utilizzate nell'impresa con un rendimento maggiore rispetto a quello che le stesse risorse potrebbero avere se impiegate diversamente (Capasso, 1990).

⁶ Per valore ricevuto totale si intende, in altri termini, il valore stand alone dell'impresa acquisita più il valore delle sinergie attese a seguito dell'operazione di acquisizione.

Secondo alcuni autori, l'indicatore più significativo della qualità della gestione d'impresa e della sua capacità di generare ricchezza, è il valore del capitale azionario. Soprattutto nella realtà anglosassone si prende in riferimento l'indicatore del valore di borsa delle azioni, questo perché è caratterizzata fortemente dalla presenza di aziende quotate e da un mercato dei capitali molto attivo (Cortesi, 2000).

Come prima cosa devono essere considerati gli strumenti di gestione per la creazione di valore, è necessaria una ricerca sistematica e continua di tutte le opportunità per accrescere il valore dell'impresa. Andiamo quindi a prendere in considerazione il modello delle "leve del valore", nel quale si individuano sei aree specifiche di possibile intervento, in ognuna delle quali si pone l'attenzione su specifiche iniziative operative, che rappresentano le soluzioni percorribili, le leve, per creare valore.

Le principali leve per la creazione di valore delle imprese, come detto sopra, si trovano in sei aree specifiche⁷:

1. Area degli obiettivi:

- cura dell'efficienza
- rafforzamento della competitività
- ottimizzazione del portafoglio di attività
- gestione della capacità finanziaria
- controllo del profilo di rischio
- diffusione della consapevolezza del valore

2. Area della gestione efficiente delle risorse:

- rafforzamento della redditività operativa
- controllo del capitale investito
- controllo dei flussi di liquidità
- controllo dei costi e dei rischi finanziari

⁷ Fonte: G. Brugger, "l'analisi delle strategie di creazione del valore delle imprese", *Italia oggi*, n. 20, 1994.

3. Area della gestione dello sviluppo:

- individuazione delle opportunità
- acquisizioni e fusioni
- joint venture e alleanze
- individuazione delle opportunità di investimento

4. Area della gestione dei mezzi finanziari:

- programmazione dello sviluppo dei mezzi propri
- ottimizzazione della struttura finanziaria

5. Area della gestione dei rischi aziendali:

- gestione del profilo di redditività nel tempo
- rafforzamento dei fattori interni ed esterni di stabilità

6. Area della gestione dei rapporti con gli operatori finanziari:

- politica delle relazioni economiche con gli investitori
- politica delle comunicazioni

Si può osservare che il modello risulta essere molto articolato e, tra le varie alternative, propone anche opzioni di acquisizione e fusione nell'ambito relativo alla gestione dello sviluppo.

Lo spettro delle iniziative disponibili in ogni area specifica delinea una traccia operativa di riferimento, la possibilità di ricorrere all'utilizzo di più opzioni contemporanee aumenta la probabilità di generare valore. Il modello dimostra la sua razionalità, obbliga inizialmente a uno screening più strategico per passare poi alle scelte di livello più operativo.

Naturalmente esistono anche altri modelli, applicati nell'ottica di creazione di valore, meno articolati, ma altrettanto utili per la loro semplicità e chiarezza, come ad esempio il modello McKinsey, il famoso pentagono ideato dalla società di consulenza statunitense McKinsey, il quale è stato senza dubbio

innovatore e interessante da un punto di vista applicativo, oltre che scientifico; il modello PriceWaterhouseCoopers (PWC), il quale ha uno stampo più aziendalista; oppure EVA, il quale, per valutare la performance aziendale, mette in relazione il capitale investito con il differenziale di rendimento che interviene tra il rendimento sul capitale investito ROIC e il costo medio ponderato del capitale WACC (Conca, 2010).

1.3.4 Le fonti di creazione del valore

Lo sviluppo dimensionale raggiunto attraverso le acquisizioni e fusioni è finalizzato a realizzare differenti benefici.

Nel processo di acquisizione, le diverse fonti di creazione di valore possono riguardare (Napolitano, 2003):

- gli incrementi di efficienza inteso come riduzione dei costi complessivi;
- il rafforzamento del potere di mercato e quindi la possibilità di imporre prezzi superiori ai concorrenti e ottenere maggiori profitti;
- l'acquisizione di risorse e competenze specifiche.

Il raggiungimento di dimensioni rilevanti che consentono lo sfruttamento di economie dimensionali è considerato uno dei principali determinanti delle strategie di crescita (Zanetti, 2000).

I risparmi di costo che si possono ottenere, a seguito di un ampliamento di dimensione, riguardano le economie di scala e le economie di scopo.

Le economie di scala dipendono dalla relazione tra costi e volumi produttivi e non riguardano solamente la produzione ma anche altre attività come ricerca e sviluppo, marketing, logistica, distribuzione e amministrazione e finanza. Si hanno economie di scala quando i costi medi di produzione diminuiscono all'aumentare della dimensione dell'impresa. Solitamente le

economie di scala assumono un ruolo primario nei settori caratterizzati da una rilevante dimensione e una struttura rigida dei costi.

Per economie di scopo, invece, si intende l'utilizzo di risorse comuni in differenti ambiti, le risorse condivise tra le diverse attività possono essere di natura tangibile come materie prime, impianti, processi produttivi, o intangibili come know how, marchi e brevetti (Napolitano, 2003).

Il beneficio derivante dall'utilizzo comune delle risorse crea valore quando consente all'impresa di migliorare la sua posizione competitiva e rafforzare la sua base di risorse e competenze (Napolitano, 2003).

Tra le fonti di creazione di valore, l'incremento del potere di mercato è quella che, solitamente, ha suscitato maggiore interesse. Con potere di mercato si intende la possibilità per un'impresa di esercitare un grado di controllo sui propri mercati di sbocco tale da consentirle di praticare prezzi più elevati (Capasso, 1990).

La capacità di ottenere prezzi più elevati dipende dalla quota di mercato, dalle barriere all'entrata e dalla differenziazione del prodotto.

La crescita esterna può contribuire ad accrescere il potere di controllo che l'impresa esercita sul mercato in due casi:

- quando, per effetto dell'operazione, l'impresa raggiunge una quota di mercato talmente elevata da esercitare un potere monopolistico;
- quando il numero delle imprese operanti nel settore si riduce a poche unità, per cui l'elevato grado di interdipendenza delle singole imprese può portare a comportamenti collusivi.

Naturalmente, affinché ci sia un incremento della quota di mercato, l'impresa acquisita deve operare nello stesso settore dell'impresa acquirente, deve essere un'acquisizione orizzontale (Napolitano, 2003).

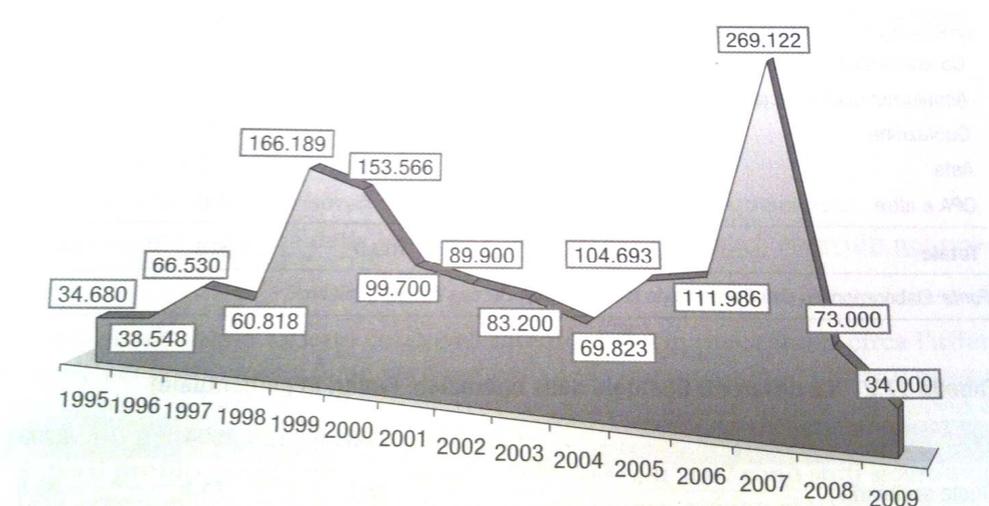
Da tenere in considerazione anche le barriere all'entrata, difatti le imprese che operano in settori protetti da elevate barriere all'entrata, fanno ricorso alla crescita esterna per:

- rafforzare le posizioni di mercato, mediante l'acquisizione degli attuali concorrenti;
- difendere lo status quo;
- rilevare imprese in difficoltà o notoriamente in vendita.

1.4 Il mercato italiano delle M&A

Le statistiche di lungo periodo sul trend delle acquisizioni dimostrano che il mercato italiano rispecchia lo schema delle *merger wave*. Dal 1995 ad oggi le operazioni di M&A hanno registrato in Italia un andamento ciclico, ovvero un alternarsi di periodi con tassi di crescita positivi a periodi negativi. Un picco negativo si è registrato nel 2009, con un decremento del 52 per cento rispetto al 2008, a seguito della crisi finanziaria che colpisce ancora oggi il nostro Paese (Conca, 2010).

Grafico 1.1 Valore delle operazioni di acquisizioni dal 1995 al 2009 (milioni di euro)



Fonte: Osservatorio M&A, Università Bocconi

Sotto il profilo quantitativo, il biennio 1999-2000 e l'anno 2007 sono stati sicuramente anni eccezionali e difficilmente ripetibili per quanto riguarda il valore complessivo realizzato dalle operazioni di acquisizione, come dimostra il grafico 1.1 (Conca, 2010).

Nel periodo 2005-2007 il mercato delle M&A italiano è stato caratterizzato da un trend positivo grazie alla fiducia delle imprese e al miglioramento delle condizioni economiche. Uno degli elementi caratteristici di questa merger waves è stato proprio il carattere cross border delle principali operazioni, avvenute in quel periodo, che ha evidenziato da un lato, la volontà delle imprese di assumere una dimensione internazionale e dall'altro l'attrattività del Paese in alcuni settori. Per affrontare le sfide dei nuovi scenari competitivi globali, le imprese italiane hanno realizzato circa 300 acquisizioni all'estero nel triennio preso in considerazione (Caiazza, 2011).

1.4.1 Il mercato italiano M&A dopo la crisi

Il mercato M&A ha prosperato, quindi, fino alla metà del 2007, dopo di che il valore totale delle transazioni è calato drasticamente. Con i primi segnali di crisi, le banche e i fondi divennero avversi nel finanziare le grandi operazioni e rivolsero l'attenzione verso deal più piccoli, le operazioni aumentarono quantitativamente ma con un taglio medio inferiore. Alla fine del 2008 la crisi degenerò e fino ad aprile 2009 l'attività di finanza straordinaria sostanzialmente cessò (Gagliardi, 2011).

In ogni caso, nel difficile contesto in cui le imprese italiane si trovano ad operare, non possono restare estranee al circuito delle acquisizioni. Secondo alcune statistiche europee si dimostra che nei momenti di crisi le opportunità sbocciano, naturalmente per ottenere un'operazione di M&A di successo,

deve essere anticipato il processo di integrazione che si vuole realizzare e allocare all'iniziativa le adeguate risorse (Gagliardi, 2013).

Con un mercato italiano che si contrae e diventa sempre più competitivo, molti imprenditori credono che una valida opzione sia uscire dal Paese e iniziano così a guardare speranzosi oltre frontiera, se non addirittura fuori dal continente. Il modo più rapido nel farlo è proprio andare ad acquisire un'impresa, o un ramo aziendale, già operante nel Paese obiettivo.

Andare a creare ex novo un'attività fuori dall'Italia implica diversi problemi come un investimento iniziale importante, un gap di conoscenza della nuova realtà nazionale e necessità di accreditarsi verso stakeholder locali. Talvolta, anche andare ad acquisire un'impresa già esistente porta dei problemi, infatti è un'operazione rischiosa e molto costosa, ma allo stesso tempo è veloce e permette di cogliere velocemente e chiaramente le caratteristiche chiave del Paese verso cui si punta.

Osservare, studiare e confrontare una realtà già esistente è più agevole che inventare, ed è un modo efficiente per modificare rapidamente il proprio posizionamento strategico (Gagliardi, 2013).

Come accennato precedentemente, le operazioni di acquisizione e fusione, oltre che essere considerate come operazioni finanziarie, vengono considerate come una vera e propria leva strategica per la creazione di valore (Conca, 2010). Negli ultimi anni il sistema economico italiano si sta riprendendo ed ha iniziato a seguire questa linea di tendenza.

In effetti, alcune imprese hanno saputo interpretare la crisi come un'opportunità unica per trasformare la propria posizione di mercato. Hanno posto l'attenzione verso operazioni pensate secondo una prospettiva di lungo termine che ha privilegiato l'affinità e la complementarietà strategica rispetto al semplice miglioramento operativo e alle sinergie a breve termine. Naturalmente le società sane, con un rapporto d'indebitamento ancora

sostenibile e un modello di business solido avranno meno difficoltà ad affrontare questo momento storico di crisi rispetto alle imprese finanziariamente più deboli (Gagliardi, 2011).

I principali fattori che distinguono i processi di acquisizione più recenti del nostro mercato rispetto alle ondate precedenti sono:

- il consolidamento del core business, attraverso l'integrazione con i concorrenti per incrementare le quote di mercato, per ridurre i costi e per sfruttare le aree sinergiche,
- la rilevanza delle operazioni cross border,
- disinvestimenti in chiave strategica,
- la maggior frequenza di operazioni di grandi dimensioni,
- la maggior consapevolezza da parte delle PMI di poter concretamente perseguire strategie di sviluppo per linee esterne,
- il crescente ruolo degli investitori istituzionali,
- la disponibilità di risorse finanziarie a supporto dell'acquisizione,
- l'accresciuta maturità delle imprese e dei partner finanziari coinvolti nel processo.

Il mercato italiano riflette le tendenze evolutive in atto e la crescita delle imprese è ormai un dato di fatto, giustificato dai volumi, dal grado di organizzazione e dalle modalità operative presenti sul mercato.

Rispetto ad altri mercati però le operazioni avvenute in Italia sono in parte diverse se consideriamo il ruolo marginale delle operazioni takeover ostile, la scarsa rilevanza di operazioni di leveraged buy out e le difficoltà a finanziare le operazioni mediante il ricorso al mercato mobiliare.

Il motivo principale della tipicità delle operazioni svolte in Italia riguarda i modelli di proprietà dell'impresa italiana, ancora fortemente chiusi, oltre al fatto che gli operatori nazionali hanno una mentalità più industriale che finanziaria.

Inoltre, il nostro sistema, anche se in rapida crescita, risulta essere sempre immaturo, assai frammentato e poco trasparente. È basato su un grande numero di imprese ma di piccole dimensioni.

La carenza di informazioni e la poca trasparenza sugli attori e sulle modalità di svolgimento del processo limitano eventuali studi statistici, rendendo difficile organizzare ricerche sistematiche a livello empirico e la possibilità di effettuare confronti a livello internazionale.

Nonostante ciò, si sta ampliando la tendenza all'internazionalizzazione, in quanto si intravede sia un adattamento al comportamento dei mercati più avanzati, sia un maggior ricorso a operazioni cross border (Conca, 2010).

1.4.2 Il fenomeno dell'internazionalizzazione

Durante questi ultimi decenni, si è espanso il processo di globalizzazione dei mercati, dove con tale termine si intende l'eliminazione di alcuni vincoli e delle barriere che impedivano la libera circolazione delle merci e la libera concorrenza fra gli operatori. Questo comporta una migliore possibilità di comunicazione e una maggiore apertura dei mercati, di conseguenza sorge la necessità, anche per le imprese che hanno operato principalmente sul mercato interno italiano, di partecipare al fenomeno dell'internazionalizzazione e di far sentire così la loro presenza anche su mercati esteri. Nel senso più generale, per internazionalizzazione, si intende essere presenti sui vari mercati internazionali con i propri prodotti, ma può anche voler dire disporre nei vari mercati esteri di una propria rete di vendita, ed infine può significare acquisire direttamente le unità produttive nei mercati esteri, in modo tale da curare direttamente i rapporti con i nuovi clienti. Naturalmente l'entrata in un mercato estero dovrà essere preparata con cura e aver chiari gli obiettivi che si vogliono raggiungere, inoltre dovrà essere valutata la potenziale domanda

esistente per il tipo di prodotto che si intende vendere e i concorrenti che operano già su quel mercato (Gulisano, 2014).

Il ruolo delle imprese italiane sui mercati esteri è tradizionalmente sottostimato, in realtà, secondo alcune ricerche, emerge che le imprese italiane esprimono un interesse verso i mercati oltrefrontiera e non si arrendono di fronte alle sfide competitive che si possono presentare (De Luca, 2014).

La letteratura economica ha evidenziato l'esistenza di una relazione positiva tra competitività e grado di internazionalizzazione delle imprese, infatti a forme più complesse di internazionalizzazione è associata una miglior performance individuale, espressa in termini di produttività, redditività e crescita dimensionale (Causo, et. al., 2014). Da qui emerge la necessità di monitorare e sostenere la presenza all'estero da parte di quelle imprese che hanno già intrapreso un percorso di internazionalizzazione.

In questi ultimi anni, condizionati dalla crisi finanziaria del 2008, si sostiene che l'uscita dell'economia italiana dallo stato di crisi sarà favorita grazie al crescente numero di imprese italiane presenti su mercati internazionali con adeguati piani strategici, inoltre, l'accesso a nuovi mercati costituisce una rilevante opportunità di crescita per le aziende. L'internazionalizzazione delle imprese sembra essere una risposta alla ripresa dell'economia in Italia e dei mercati ancora turbolenti (Papperini, 2013).

Tuttavia per poter sfruttare al meglio le opportunità che si presentano, le imprese italiane devono apportare un cambiamento di mentalità (aziende prevalentemente a conduzione familiare), per questo motivo stanno nascendo dei servizi di consulenza volti a identificare le linee guida per l'avvio del processo di internazionalizzazione, e a consigliare l'individuazione del mercato più idoneo in cui effettuare investimenti (De Luca, 2014).

I principali vantaggi che si possono manifestare grazie ad una strategia di internazionalizzazione sono (Sinedi, 2013):

- Aumento del fatturato, potendo offrire i propri prodotti/servizi a un numero di clienti potenzialmente molto superiore a quelli presenti nel mercato domestico;
- Diversificazione del rischio di impresa, derivante dall'operare in Paesi che possono essere caratterizzati da cicli economici in fasi differenti;
- Sfruttamento delle economie di scala, avendo la possibilità di "assorbire" i costi fissi su un fatturato più elevato, con un conseguente aumento della redditività;
- Accesso ad esperienze e conoscenze innovative;
- Incremento della competitività globale dell'organizzazione, derivante dai diversi processi migliorativi che si innescano a seguito dell'internazionalizzazione stessa.

La vera partita che le imprese italiane dovrebbero giocare, tuttavia, è aumentare l'attività acquisitiva verso i mercati emergenti piuttosto che nei mercati stranieri tradizionali, per fare ciò può essere utile ricercare nicchie di mercato da presidiare, le quali, alle volte, sono in grado di fornire condizioni di mercato più favorevoli e interessanti (Sinedi, 2013).

Relativamente ai Paesi emergenti, nel 2001 venne coniato da Jim O'Neill il termine BRIC, il quale raggruppava i quattro Paesi emergenti: Brasile, Russia, India e Cina. Nel 2010 è avvenuta l'aggiunta della "S" all'acronimo originale BRIC, questo significa che una quinta economia entra a far parte del gruppo dei Paesi emergenti, il Sudafrica.

I Paesi BRICS registrano tassi di crescita elevati, numerose risorse finanziarie e materie prime. Nel 2010, quando la crisi economica globale continuava a farsi sentire, hanno partecipato per il 60% alla crescita economica mondiale (Mancini, 2011).

1.4.3 Le operazioni cross border

Le operazioni di scambio possono avvenire:

- all'interno del mercato italiano = *operazioni domestiche*;
- tra imprese italiane e straniere = *operazioni cross border*.

Il mercato italiano è caratterizzato principalmente da operazioni di tipo domestico, ovvero da acquisizioni effettuate tra imprese italiane, alle quali si aggiungono poi le operazioni cross border, che coinvolgono soggetti di nazionalità italiana e straniera.

Per quanto riguarda quest'ultima tipologia di operazioni è necessario fare una distinzione tra le acquisizioni effettuate da imprese italiane verso imprese estere e, le acquisizioni di imprese straniere in Italia.

In linea generale, le operazioni cross border sono transazioni che implicano l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari negoziati in mercati non domestici oppure la partecipazione di controparti residenti in paesi diversi. Negli ultimi anni si è assistito ad un aumento sia del numero che del volume delle transazioni cross border. Tra i diversi fattori che hanno contribuito a questa crescita, è possibile citare il progresso tecnologico e l'aumento della dimensione dei mercati finanziari dovuto, da un lato, alla liberalizzazione dei movimenti internazionali dei capitali e, dall'altro alla deregolamentazione che ha portato ad un ampliamento della gamma di prodotti e servizi finanziari offerti⁸ (Il Sole 24 ore).

La prima grande merger wave, ondata di fusioni, la possiamo collocare in Europa a partire dalla seconda metà degli anni ottanta, dove c'è stato un forte incremento delle operazioni cross-border (Rossi, 1999).

Un'impresa con più esperienza in un mercato estero può sviluppare capacità organizzative adatte a quel mercato. Le esperienze di investimento all'estero

⁸ Fonte : <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/cross-border.html>

possono contribuire allo sviluppo di nuove conoscenze e permettono ad un'impresa di ridurre le incertezze e le minacce, potendo così aumentare le possibilità di successo nei mercati stranieri. Quando un'azienda acquista per la prima volta un'impresa target in un mercato estero, spesso incontra difficoltà di integrazione, cosa che invece non succede con imprese che hanno maggiori esperienze, sono più abili e più propense ad effettuare acquisizioni (Caiazza, 2011).

Attraverso l'acquisizione di altre imprese è possibile conseguire vantaggi legati alle sinergie tra risorse complementari oppure l'accesso a risorse non disponibili a costi inferiori. In particolare, il carattere globale del mercato ha incrementato il livello di competizione imponendo alle imprese di ricercare nei processi acquisitivi di imprese estere la strada per implementare un duraturo vantaggio competitivo su scala internazionale. Le operazioni cross border danno così la possibilità di internalizzare risorse provenienti da diverse parti del mondo altrimenti difficili da reperire e di creare nuove sinergie altrimenti impossibili da realizzare.

Si osserva che le operazioni Estero su Italia, prevalgono, in quasi tutti gli anni, su quelle Italia su Estero, come evidenzia la tabella 1.2.

Tabella 1.2 Andamento delle operazioni di tipo domestico e cross border in termini percentuali (1999-2008)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Estero su Italia	20	15	18	20	17	27	24	28	24	18
Italia su estero	20	20	15	14	10	11	11	17	19	16
Mercato interno	60	65	67	66	73	62	65	55	57	66
Totale	100									

Fonte: Conca, Le acquisizioni, 2010.

Il mercato interno copre, in media, oltre la metà delle operazioni concluse, mentre le acquisizioni dall'estero prevalgono in quasi tutti gli anni rispetto alle cross border italiane. Nel 2008 si registrano 124 acquisizioni all'estero, effettuate prevalentemente nei paesi europei e USA.

Le imprese italiane, nonostante tutto, dimostrano finalmente di potersi integrare nel contesto competitivo internazionale. Si possono ricordare alcuni casi di successo come: Campari, ENI, Finmeccanica e Luxottica (Conca, 2010).

Capitolo secondo. Il processo di acquisizione

2.1 Introduzione

Acquisire un'impresa è qualcosa di molto articolato e ben diverso rispetto alla gestione corrente, non è come trattare una fornitura o comprare un impianto, un'azienda è una realtà complessa con aspetti negoziali molteplici e aspetti finanziari e strategici articolati e non sempre chiari (Marangoni, 2000).

Esistono procedure strutturate e fasi più o meno standardizzate in tutte le operazioni di acquisizione, ma l'esperienza insegna che l'effettiva articolazione del processo può variare significativamente secondo le caratteristiche delle controparti, oltre che dell'impresa target (Marangoni, 2000).

Il processo di acquisizione si può descrivere attraverso tre macrofasi, ognuna delle quali è articolata in ulteriori sottofasi, che evidenziano i principali problemi che devono essere superati per procedere nella decisione. Ogni fase necessita di competenze specifiche, per questo motivo è assegnato a ognuna di esse un team di risorse particolarmente qualificato e adatto al compito da assolvere (Conca, 2010).

FASE 1	Analisi e valutazione strategica preventiva
FASE 2	Negoziazione
FASE 3	Integrazione ex post

2.2 Analisi e valutazione strategica preventiva

Il processo ha inizio con la fase di analisi strategica, nella quale l'impresa deve assicurarsi che l'acquisizione che andrà a effettuare rappresenti la risposta corretta ai problemi che deve risolvere (Conca, 2010).

L'acquisizione di un'azienda è un investimento che incide notevolmente sull'evoluzione futura dell'impresa acquirente, è opportuno, quindi, dedicare la massima attenzione alla fase di valutazione affinché si abbia un'idea corretta dell'effettivo contributo che l'impresa target offre in termini di valore (Bianchi, 1996).

Le sottofasi che compongono questa prima fase di analisi riguardano:

1. impostazione strategica del problema;
2. definizione degli obiettivi dell'acquisizione e identificazione del profilo ideale della target;
3. la ricerca delle alternative.

2.2.1 Impostazione strategica del problema

Come punto di partenza deve essere valutato il quadro strategico complessivo di riferimento, dando importanza all'analisi del settore, della concorrenza e delle variabili competitive in modo da capire adeguatamente il contesto in cui opera l'impresa acquirente. Oltre a considerare lo status quo, al momento in cui si affronta il problema, è importante e fondamentale valutare le conseguenze future che il progetto andrà a determinare nel sistema competitivo, facendo particolare attenzione alle eventuali reazioni dei concorrenti e al mutamento dei rapporti con fornitori e clienti.

Dopo di che è utile valutare attentamente i punti di forza e di debolezza attuali, dai quali si devono ricavare gli elementi necessari per definire il profilo ideale del candidato e avviare una prima attività di screening, di verifica. La fattibilità del progetto dipenderà dalla dinamica evolutiva del settore e dal grado di concentrazione attuale e prospettico, tenuto conto della numerosità delle imprese che rispecchiano i requisiti essenziali per l'acquisizione.

La determinazione del profilo ideale rifletterà i giudizi del management in merito alle sinergie potenzialmente conseguibili, ecco così che risulta necessario porre attenzione alle possibili sinergie. Gli errori di valutazione effettuati in questa fase possono ripercuotersi sul risultato finale dell'operazione, aggirando gli obiettivi predeterminati e andando così a distruggere valore piuttosto che crearlo.

L'analisi delle sinergie deve essere effettuata sulla base dei punti di debolezza emersi precedentemente in modo da colmare, attraverso l'acquisizione, le lacune e i punti deboli (Conca, 2010).

2.2.2 Definizione degli obiettivi e identificazione del profilo della target

Il secondo punto di questa prima macrofase riguarda la definizione degli obiettivi dell'acquisizione e il profilo ideale della target. Deve essere quindi "disegnato" il modello delle società ideali da acquisire.

Devono essere approfondite le caratteristiche dell'impresa target come ad esempio la sua posizione competitiva, la quota di mercato, la qualità del management, la disponibilità di tecnologie, lo stato di manutenzione degli impianti, le sue performance economico-finanziarie non solo con riferimento ai dati storici ma considerando anche le prospettive future. Deve essere considerato inoltre, il timing dell'operazione, il livello di investimento

complessivo, il prezzo limite di offerta e le implicazioni sul piano economico finanziario (Conca, 2010).

Sulla base delle informazioni acquisite è possibile effettuare una valutazione di massima dell'azienda target (Marangoni, 2000). Il processo sta entrando in una fase più operativa, e una prima indicazione utile riguarda in modo particolare la sopportabilità finanziaria dell'operazione.

Avendo ben presenti le caratteristiche essenziali dell'impresa target è opportuno valutare in modo congiunto il possibile timing dell'operazione e le implicazioni sul piano finanziario, anche per poter programmare le forme di copertura più opportune.

L'impatto finanziario complessivo dipende:

- dal prezzo della transazione;
- dagli investimenti necessari per portare l'acquisita agli standard operativi desiderati.

Questi due fattori sono fondamentali per la determinazione del prezzo. Per evitare che il management, responsabile dell'operazione, possa essere personalmente coinvolto, è buona norma fissare a priori un livello massimo di prezzo a cui attenersi. Questa fissazione di un prezzo target presenta numerosi vantaggi, come:

- limita l'esborso finanziario;
- favorisce la programmazione dei flussi e la compatibilità finanziaria del progetto;
- obbliga il negoziatore a motivare in modo chiaro e convincente eventuali richieste di prezzo superiori a quello fissato;
- vincola il negoziatore a richiedere un'ulteriore approvazione esplicita da parte del top management in casi eccezionali.

2.2.3 La ricerca delle alternative

Con la ricerca delle alternative disponibili, si passa ad una situazione più concreta, in cui l'impresa acquirente si deve misurare con la realtà del mercato.

In questa fase si vanno a ricercare le imprese, che possiedono i requisiti ritenuti indispensabili, sul mercato domestico o internazionale. Naturalmente per raggiungere al meglio l'obiettivo ci deve essere una profonda conoscenza del mercato, dei concorrenti, dei clienti e fornitori, e di tutte le imprese che caratterizzano il mercato.

Devono essere individuate un numero di probabili imprese (solitamente 4 o 5 imprese) per avere così più alternative da poter mettere a confronto e procedere poi ad una selezione, evitando di essere obbligati a scegliere sulla base di un unico candidato. Per effettuare un'adeguata ricerca delle alternative, il management deve seguire una serie di criteri guida utili per orientare la selezione, oltre che seguire gli obiettivi prefissati.

Questi criteri, in ordine di importanza, sono⁹:

- grado di coerenza strategica complessiva;
- presenza dei requisiti sostanziali richiesti;
- compatibilità organizzativa;
- fattibilità finanziaria;
- possibilità di contatto.

Per una maggiore efficienza di analisi, è opportuno definire i criteri sui quali costruire il ranking (classifica) delle alternative disponibili prima della fase di ricerca vera e propria, in modo tale da rendere l'analisi più oggettiva

⁹ secondo alcuni autori (M. Sabine, *Alta finanza aziendale*, Milano, IPSOA, 1989) i principali criteri guida si possono raggruppare come: criteri strategici, finanziari, particolari, dimensionali e di fattibilità finanziaria.

possibile. Una volta effettuata l'attività di ranking, si può procedere alla ricerca vera e propria delle possibili target.

Non devono essere sottovalutate le difficoltà che si possono presentare nell'individuare il numero di candidati, buona regola sarebbe individuare un gruppo sufficientemente ampio, a causa dell'elevato tasso di mortalità che la selezione comporta poi nei momenti successivi. Infatti risulta difficile trovare un'impresa target che rispecchi le caratteristiche richieste dall'acquirente, per questo motivo molte alternative vengono scartate ed è quindi necessario avere un certo numero di candidati. Naturalmente nella scelta dell'impresa target devono essere considerati i requisiti ritenuti indispensabili dall'acquirente, talvolta però alcuni di essi vengono sacrificati, anche se importanti.

Può succedere di non trovare imprese con le caratteristiche fissate nel primo screening, in tal caso il management si trova a dover rivedere i criteri di scelta e la scala delle priorità, stabilite in precedenza. In casi estremi, invece, ci dobbiamo accontentare di ciò che il mercato offre in quello specifico momento, indipendentemente dai criteri prefissati, naturalmente in questi casi possiamo decidere di abbandonare la linea di crescita esterna e valutare altre alternative.

Come si individuano le società target? Il lavoro di individuazione delle società target può essere svolto internamente o esternamente. La scelta di affidarsi a partner esterni dipende dalla natura e dagli obiettivi che ci si prefigge con l'acquisizione in questione.

Il ricorso all'opzione interna, invece, è più facile, soprattutto se le imprese fanno parte dello stesso settore o comunque di un settore correlato, cioè nel caso in cui gli obiettivi siano quelli di consolidare o di sviluppare la posizione di mercato. In questo caso il management interno possiede, solitamente, una preparazione sufficiente a individuare le alternative in modo soddisfacente. È una soluzione, a differenza di quella esterna, a costo nullo e

di immediata attuazione. Le difficoltà si possono incontrare quando il management decide di entrare in nuovi mercati, di effettuare acquisizioni con lo scopo di diversificare le aree di business, in questi casi si vanno a prendere in considerazione mercati geograficamente lontani o segmenti di mercato nuovi o parzialmente conosciuti.

Nel momento in cui il management interno non è in grado di esprimere una rosa di candidati, si ricorre a una ricerca esterna, coinvolgendo società particolarmente attive nel settore, società che hanno maturato esperienze nel settore di riferimento e dispongono di qualificati database, a esse viene dato il compito di valutare il mercato potenziale e di esplorare la fattibilità dell'operazione (Conca, 2010).

L'esperienza insegna che alcune acquisizioni mostrano tassi di successo superiori ad altre, così come alcune acquisizioni creano più valore di altre, compiute dalla stessa impresa.

2.3 La negoziazione

La seconda macrofase del processo, assai più complessa della precedente, riguarda l'avvio, la gestione e la conclusione definitiva della trattativa, si caratterizza per il passaggio dall'ideazione progettuale alla realizzazione pratica dell'operazione.

L'obiettivo da perseguire, in questa fase, è concludere l'operazione, le analisi a livello strategico e di benchmark competitivo, svolte nella macrofase precedente, rappresentano la base di riferimento per identificare le società acquisibili.

I momenti critici che determinano il successo sono rappresentati proprio dall'identificazione del candidato ideale e dall'impostazione di un efficace strategia negoziale, quest'ultimo aspetto, la strategia negoziale, raramente

viene eseguita dal personale interno, questo perché è un momento del processo altamente stressante.

Il successo della trattativa è fortemente collegato alla qualità del team di persone coinvolte, è essenziale la costituzione di un team professionale, con capacità tecniche e psicologiche, in grado di percepire e gestire l'esistenza di momenti e situazioni di crisi e di difficoltà. Per questo è preferibile ricorrere a consulenti e professionisti esterni.

Il management interno ha, invece, il compito di supporto, segue lo sviluppo del processo, fornisce assistenza e informazioni necessarie per il costante dialogo con le controparti.

Alla forza dell'oggettività, che solitamente caratterizza il team esterno, si contrappone la debolezza di una visione troppo personale e altamente soggettiva tipica dell'imprenditore.

Talvolta si assiste alla partecipazione diretta dell'imprenditore al tavolo delle trattative, con esiti assai imprevedibili: o l'imprenditore gestisce la trattativa in prima persona ottenendo il massimo risultato (situazione non molto frequente) oppure, essendo fortemente determinato nelle sue convinzioni, non riesce a mantenere una posizione oggettiva.

In ogni caso, come avviene in ogni altra negoziazione, si vede la presenza di due soggetti, relazionati da un rapporto reciproco, acquirente e venditore.

Contrariamente a quanto successo in periodi precedenti, si verificano raramente acquisizioni che portano benefici a una sola controparte, da ciò si deduce che le acquisizioni vengono realizzate a condizione che entrambe le parti ritengano congrue le condizioni di scambio.

Anche questa macrofase, come la precedente, si articola in più fasi distinte, tra le quali rientrano:

1. selezione delle imprese target
2. valutazione finanziaria

2.3.1 Identificazione e selezione delle imprese target

In primo luogo, dovrà essere elaborata una prima lista di imprese potenzialmente appetibili, all'interno della quale verrà poi identificata l'impresa ideale da acquisire. Allo stesso tempo dovranno essere escluse quelle imprese difficilmente raggiungibili (Conca, 2010).

Dopo aver stabilito i criteri generali si passa all'individuazione nominativa delle imprese e alla successiva valutazione. La numerosità e la tipologia delle imprese target dipendono dagli obiettivi preposti e dall'ampiezza del progetto, quanto più limitati sono gli obiettivi, tanto più ristretto sarà il cerchio entro il quale scegliere la nostra impresa.

Una volta individuati i candidati, verrà elaborata una graduatoria delle imprese, e una volta stabilita, si provvede all'avvio dei primi contatti. Questa fase presenta numerose difficoltà, basti pensare al fatto che quell'impresa potrebbe non essere in vendita e pertanto non preparata a prendere in considerazione offerte da parte di terzi. Ma non solo, è possibile infatti trovare davanti una grossa varietà di situazioni, ognuna delle quali richiede approcci differenti e specifici rischi di insuccesso.

La particolarità della situazione e la scarsa esperienza su come muoversi, rendono il processo ancora più problematico.

Un caso, che si presenta frequentemente, si ha quando l'impresa target è un concorrente diretto. In un primo momento l'avvio del contratto può essere considerato semplice in quanto le imprese si conoscono e hanno già rapporti collaborativi, ma non sono da sottovalutare le problematiche che si possono presentare. In primo luogo, l'avvio della trattativa pone il proponente in condizioni di "sottomissione" psicologica in quanto si riconosce alla controparte una forza che può essere utilizzata per accrescere il potere negoziale e pretendere quindi condizioni di scambio più vantaggiose. Inoltre

è opportuno non guastare le relazioni e i rapporti di collaborazione che si sono costruiti nel tempo, e che devono essere mantenuti indipendentemente dall'esito dell'operazione.

Un altro caso a cui prestare attenzione sono le acquisizioni tra società quotate in Borsa, in questo ambito la gestione dei contatti e il risultato delle trattative preliminari possono far assumere all'operazione caratteristiche di tipo ostile o amichevole.

Per avviare il contatto è possibile rivolgersi direttamente all'impresa target oppure ricorrere a una società specializzata nella consulenza. Nel primo caso avviene l'individuazione immediata del nome dell'acquirente, la trasparenza degli intenti, il contenimento dei tempi, la semplicità e l'immediatezza dell'approccio. Con la strategia alternativa, invece, si ha la possibilità di non esporsi in prima persona, la possibilità di operare sul mercato con un mandato di esplorazione generico e la dimostrazione della concretezza dell'intenzione, il venditore prenderà quindi sul serio la proposta.

I mandati, solitamente, sono rilasciati a merchant bank¹⁰, advisor e consulenti aziendali. In questi casi l'efficacia dell'azione dipende da due fattori: il primo riguarda la credibilità della persona proponente che garantisce la serietà della proposta, il secondo riguarda la scelta del momento più opportuno per effettuare la proposta, che, a volte, può condizionare l'esito dell'operazione. Infatti esistono situazioni particolari, più propizie per la società target, dove l'offerta può essere presa in considerazione con maggiore interesse, ovvero quando:

- l'impresa target si trova in fase di crisi persistente;
- gli azionisti hanno difficoltà finanziarie;
- desiderio o necessità di cessare l'attività imprenditoriale;
- problemi di successione;
- momento di incomprensione o di litigio con i soci.

¹⁰ Il merchant bank è un istituto di credito il quale offre servizi di consulenza alle società.

Arriviamo così ad avere un lista composta da pochi nominativi, dove, per ogni candidato, è opportuno indicare la strategia negoziale da intraprendere e individuare i parametri rilevanti ai fini della scelta come: aspetti critici da seguire, le sinergie concretamente realizzabili, probabilità di successo e stima del prezzo probabile (Conca, 2010).

È importante considerare anche la vicinanza strategica dell'impresa target, ad esempio valutare se si tratta di un'acquisizione correlata o non correlata, ovvero acquisizione orizzontale, verticale o di pura diversificazione (Rossi, 1999), queste diverse strategie sono già state trattate nello specifico nel capitolo precedente.

2.3.2 Valutazione finanziaria, dal valore al prezzo

La valutazione degli aspetti finanziari è un momento particolarmente delicato del processo, poiché le considerazioni in merito al profilo economico-finanziario dell'operazione rappresentano la premessa indispensabile per poter definire un range di prezzo probabile attorno al quale impostare la trattativa (Conca, 2010). In questa fase viene valutata la società da acquisire, con approfondite analisi che consentono di esaminare e comprendere la realtà sottostante.

Il primo punto da affrontare riguarda la raccolta di informazioni, le quali devono essere aggiornate e attendibili. È possibile incontrare delle difficoltà, soprattutto da parte del venditore, che si trova a fornire elementi e dati riservati. È importante avere le adeguate informazioni sull'impresa target in modo da poter fare un'approfondita analisi sulla stessa ed arrivare così alla determinazione del prezzo.

Grazie alle informazioni acquisite è possibile esprimere un'opinione in merito alle capacità e alle prospettive di creazione di valore della società e

definire quindi i parametri delle metodologie da utilizzare per la derivazione di un prezzo.

Vengono quindi analizzati:

- i bilanci degli ultimi 3/5 esercizi;
- i bilanci di verifica degli ultimi 3/5 esercizi;
- i report gestionali;
- gli studi e le analisi di mercato;
- il budget e il business plan.

L'indagine dei dati storici e del processo di formazione di tali risultati, consente la comprensione delle metriche di redditività e del processo di generazione dei flussi di cassa caratterizzanti il business model dell'azienda.

Dopo di che, ci sarà un confronto tra i dati storici, il business model, il business plan e il mercato di riferimento, dove il business plan rappresenta un elemento cardine nell'analisi della target, in quanto fornisce informazioni necessarie per comprendere le strategie di sviluppo e dei possibili scenari di evoluzione della target, nonostante possa avere una formulazione più o meno articolata e formalizzata (Salvi, 2012).

Nel caso in cui i compratori siano molteplici, per agevolare l'accesso alle informazioni, viene proposta la soluzione della *data room*. Essa consiste nell'organizzare in un luogo fisico esterno, società di revisione o di consulenza, un centro di raccolta dati della società in vendita, in modo tale da mettere a disposizione dei potenziali interessati, tutte le informazioni utili per l'operazione.

Dopo di che si passa alla determinazione del valore oggettivo della target, ovvero il valore dell'impresa senza considerare alcuna sinergia.

La stima del valore oggettivo, valore che deve essere accettato da entrambe le parti, rappresenta un punto di svolta del processo e rappresenta la base

iniziale della trattativa, infatti, si può assumere che il prezzo finale non si discosterà più di tanto da esso.

Ci possono essere diversi metodi di valutazione delle aziende, ognuno dei quali produce risultati differenti. Per evitare che vengano seguiti metodi diversi dalle controparti, è importante scegliere un modello che vada bene ad entrambe. I vari metodi possono essere:

- metodi flusso, reddituali e finanziari;
- metodi stock, patrimoniale semplice e complesso;
- metodi misti;
- metodi di mercato, prezzi probabili.

I metodi tradizionalmente più utilizzati sono basati sulla previsione in orizzonti di medio-lungo periodo, almeno 3-5 anni, dei flussi reddituali o dei flussi di cassa attualizzati. Con riferimento ai primi, si mette in relazione il valore con il reddito operativo normalizzato (EBIT), oppure con il margine operativo lordo normalizzato (EBITDA).

Uno dei temi centrali nelle operazioni di M&A è proprio il processo di formazione del prezzo. Sono presenti ancora delle “ombre”, di cui alcune inevitabili, e altre che derivano dalla carenza di informazioni sui closing delle operazioni di acquisizione (Salvi, 2012).

I fattori significativamente rilevanti nella determinazione del prezzo finale, inteso come valore stand alone, sono:

- i soggetti coinvolti nell'operazione;
- il profilo dell'impresa target;
- la struttura del deal;
- gli aspetti negoziali.

In molti progetti di acquisizione, la possibilità di ottenere effetti sinergici risulta estremamente elevata, sempre più frequenti, però, sono le critiche sull'eccessivo livello dei prezzi relativi alle più recenti acquisizioni.

Il problema non riguarda tanto il livello del prezzo, ma:

- la relazione tra il prezzo pagato per una società e il suo reale valore;
- l'effetto sul valore futuro della società a fronte delle sinergie conseguibili.

2.3.3 La formazione del prezzo nelle operazioni di M&A

Il risultato di un processo di stima del valore di un'azienda e il prezzo realmente pagato per l'azienda stessa possono risultare differenti, questo perché la natura delle due grandezze risulta essere diversa. Infatti, la stima di valore è il risultato di un processo teorico focalizzato sull'individuazione del valore oggettivo del capitale economico della società in oggetto, mentre il prezzo è il risultato di un processo negoziale assoggettato alla legge di domanda-offerta del mercato, ne deriva quindi l'impossibilità di individuare ex ante un prezzo di acquisizione.

Un altro motivo per cui esiste questo divario, dipende dal fatto che, per quanto riguarda il valore, possiamo far riferimento al **valore stand alone**, ovvero il valore dell'azienda intesa come entità indipendente, mentre il **valore di acquisizione**, è inteso come valore nella prospettiva di uno specifico acquirente, tenendo conto delle utilità che l'azienda acquisita può generare nella sua sfera economica come ad esempio i risultati attesi.

Nella determinazione del prezzo, quindi, ci rifacciamo solitamente ad un range di possibili prezzi, all'interno del quale, acquirente e venditore si confrontano per trovare un accordo (Salvi, 2012).

L'acquirente dovrebbe fissare un limite di prezzo oltre il quale non dovrebbe spingersi, poiché in tal caso si verificherebbe un eccessivo trasferimento di

ricchezza dall'acquirente al venditore ingiustificato, in particolare, il venditore otterrebbe non solo un importo pari al valore addizionale creato attraverso l'acquisizione, ma beneficerebbe persino di un ulteriore premio. (Zanetti, 2001).

Un'operazione di acquisizione dunque deve creare valore, questo avviene se:

$$W(A+B) > W(A) + W(B)$$

dove:

$W(A+B)$ rappresenta il valore della nuova entità aziendale;

$W(A)$ rappresenta il valore dell'acquirente in assenza dell'acquisizione, valore stand alone della bidder;

$W(B)$ rappresenta il valore dell'impresa target, valore stand alone della target.

Da qui è possibile capire che l'unione delle due imprese interessate, bidder e target, determina un valore superiore rispetto alla semplice somma dei valori stand alone delle due imprese (Zanetti, 2001).

In conclusione possiamo dire che il prezzo pagato si colloca solitamente ad un livello compreso tra il valore stand alone e il valore di acquisizione (principio di convenienza), ovvero:

valore stand alone + un valore addizionale

Nel valore addizionale, ovvero valore soggettivo, rientrano alcuni fattori, come:

- il valore delle sinergie realizzabili a seguito dell'acquisizione;
- valore dei differenziali di rischio;
- flussi di cassa;
- valore delle opportunità che si possono creare a seguito dell'acquisizione.

Tanto più è elevato il valore addizionale, tanto maggiore è il valore della target per una determinata società acquirente, come conseguenza risulta che, il valore oggettivo sarà tale per ogni tipo di acquirente, mentre la componente aggiuntiva (valore addizionale) dipenderà da soggetto a soggetto, in base alle valutazioni che andrà a fare e in base alle sinergie che ritiene più interessanti. La determinazione del prezzo è funzione di numerosi fattori soggettivi e oggettivi che intervengono in sede negoziale e che comportano una serie di considerazioni da parte dei soggetti coinvolti. La fissazione del prezzo è uno degli elementi finali, deriva da una valutazione soggettiva dell'investimento ed è influenzato dalla capacità di negoziazione delle parti (Salvi, 2012).

Le sinergie realizzabili. Nello svolgimento del processo di valutazione non si può fare a meno di affrontare il problema delle sinergie, in quanto, è rara la situazione in cui l'acquisizione non comporti la realizzazione di sinergie¹¹ (Conca, 2010). Per definizione, le sinergie sono incerte, in quanto hanno una manifestazione futura (Rossi, 1999).

Nell'ottica del compratore, l'analisi è particolarmente delicata, infatti, eventuali errori di sopravvalutazione potrebbero indurre il compratore a offrire un prezzo superiore rispetto al valore effettivo, allo stesso tempo cercherà di individuare il minor numero possibile di sinergie proprio per tenere contenuto il prezzo da pagare.

Al contrario, il venditore assumerà un comportamento opposto, in quanto cercherà di evidenziare tutte le sinergie per poter spuntare un maggior prezzo possibile, anche se, non conoscendo direttamente gli obiettivi e le strategie del compratore, non sarà in grado di quantificarle e sarà costretto a procedere con ipotesi. Ma al di là delle ovvie tattiche negoziali, il venditore si può trovare nella condizione di sopravvalutare la propria azienda anche

¹¹ Sinergia è un vocabolo di origine greca, composto da syn (insieme) e ergon (lavoro). Essa si riferisce a una reazione tale per cui due sostanze o fattori combinati insieme producono un effetto maggiore rispetto a quello che risulterebbe dalla somma dei due effetti indipendenti.

per motivi affettivi, questo avviene soprattutto nelle piccole medie imprese (Marangoni, 2000).

È importante sottolineare però, che gli effetti sinergici riguardano solamente alcune tipologie di compratori, come ad esempio un acquirente industriale, mentre sarà meno interessato agli effetti sinergici un investitore finanziario.

Proprio per questo aspetto, è normale che l'investitore finanziario, non avendo benefici apportabili, sia obbligato ad offrire un prezzo più basso e quindi, solitamente si afferma che gli investitori istituzionali comprano "a sconto".

Per effettuare l'analisi delle sinergie, dobbiamo valutare alcuni punti critici, come:

- individuare le sinergie conseguibili;
- stimare i tempi e le condizioni di realizzazione;
- determinare gli effetti sul piano economico e le conseguenze sui flussi di cassa;
- stabilire un periodo di ritorno, payback, e un periodo massimo oltre il quale non si intende procedere;
- valutare il grado di rischio associato a ogni ipotesi sinergica;
- considerare l'impatto a livello strategico.

L'esperienza insegna che, oltre alla necessità di effettuare ipotesi di sfruttamento positivo delle opportunità, atteggiamento proattivo, non dobbiamo sottovalutare i problemi che si possono presentare in futuro, si possono infatti presentare rischi e trappole.

Dobbiamo quindi, considerare un numero limitato di effetti sinergici, dando priorità alle variabili più rilevanti, evitare di valutare effetti sinergici che si sovrappongono, procedere a ipotesi cautelative sul livello dei benefici raggiungibili e valutare gli investimenti e le azioni necessarie per il conseguimento delle ipotesi sinergiche (Conca, 2010).

Le tipologie di sinergie possono essere così classificate:

1. sinergie operative;
2. sinergie di mercato;
3. sinergie finanziarie;
4. sinergie fiscali.

Le più interessanti sono le sinergie operative, ovvero riguardano la riduzione dei costi, e sono anche le più credibili perché sono facili da dimostrare, semplici da ottenere e facilmente quantificabili ex-ante e controllabili ex-post. Per quanto riguarda le sinergie di mercato, ovvero l'incremento dei ricavi, sono più difficili da realizzare, in quanto sono complesse ed hanno un impatto rilevante sul trend dei ricavi.

La valutazione quantitativa degli effetti sinergici è uno dei temi sui quali, spesso, dipende la probabilità di successo di un'acquisizione, infatti un errore della stima del prezzo può comportare un problema in termini di adeguato ritorno finanziario. La valutazione avviene in due fasi distinte (Conca, 2010):

1. fase preliminare, quando si studia un progetto di acquisizione dall'esterno utilizzando solamente informazioni pubbliche e la conoscenza diretta del settore e della target, questo è il tipico caso delle acquisizioni ostili;
2. fase successiva, quando la bidder ha accesso alle informazioni di dettaglio e alla due diligence, come nel caso di acquisizioni amichevoli.

2.4 Integrazione ex post

L'ultima macrofase del processo di acquisizione riguarda l'integrazione ex post, fase che si svolge dopo la chiusura formale del contratto, con caratteristiche particolari, che la contraddistinguono dalle fasi precedenti per gli obiettivi e essa associati. Anche se da molti trascurata al momento della pianificazione pre-acquisitiva, questa è la fase più critica dell'intero processo e ha l'obiettivo di realizzare un'armonica coesistenza delle due realtà che si concentrano (Cortesi, 2000).

L'integrazione è un processo interattivo e graduale in cui gli individui e le due organizzazioni imparano a lavorare insieme e a collaborare nel trasferimento di capacità strategiche e capacità per la creazione di valore (Cortesi, 2008).

La vera sfida è creare un'atmosfera propizia a tale trasferimento, limitando i problemi che possono sorgere (Zollo, 1998).

Questa fase si presenta solamente nei casi in cui è necessaria un'integrazione tra vecchia e nuova società, ovvero nelle operazioni che hanno l'obiettivo di combinare le due unità aziendali per scopi sinergici, l'obiettivo è quindi realizzare benefici attraverso un lavoro congiunto tra le due società. Un esempio, in cui, invece, non avviene l'integrazione, riguarda quelle acquisizioni il cui obiettivo è ottenere la proprietà del capitale, in questo caso si mantiene una completa autonomia gestionale.

Non sempre risulta semplice e lineare effettuare un'integrazione, soprattutto quando i partner hanno culture¹² e stili di gestione assai differenti. Questa fase dunque rappresenta il "momento della verità", nel quale si misurano sia la fattibilità del progetto strategico iniziale, sia la capacità del management di gestire la situazione e conseguire i risultati previsti (Conca, 2010).

¹² Per culture si intende: le conoscenze, credenze, atteggiamenti, valori, simboli, abitudini, le relazioni etiche e sociali. La scarsa attenzione delle varie culture aziendali può spiegare l'insuccesso delle operazioni di acquisizioni.

Non si tratta quindi di un semplice scambio di risorse e competenze, bensì di qualcosa che incide sui processi e sui comportamenti consolidati delle due imprese. Anche nel caso specifico delle acquisizioni, oltre che nelle fusioni, tale processo non riguarda solamente l'unione dell'azienda acquisita con le caratteristiche dell'acquirente, ma si rende necessaria un'attenzione particolare da entrambe le parti verso le rispettive potenzialità con l'obiettivo di creare una nuova realtà comune in grado di beneficiare dei punti di forza di entrambe le unità, prima separate (Cortesi, 2008).

Tra le varie ragioni che motivano la spinta all'integrazione vale la pena ricordare che, solo in questa fase, l'impresa può effettuare quel cambiamento, spesso inseguito e mai colto, l'acquisizione diventa quindi uno strumento di gestione del cambiamento irripetibile, che segue una logica di immediate change opportunity.¹³

Come detto precedentemente, lo scopo principale del processo acquisitivo è di riuscire a sfruttare il valore potenziale presente nella società da acquisire. L'incremento dei prezzi di borsa della società oggetto di acquisizioni, dipende dal fatto che il mercato si aspetta un miglioramento delle performance e di conseguenza un miglioramento del valore delle azioni, motivato dall'azione di un nuovo management, di nuove strategie, di nuove opportunità che prima non erano sfruttate.

La logica di fondo che guida le acquisizioni si identifica nel «.. pensare al miglior modo per valorizzare e rendere più competitivi gli asset dell'azienda»¹⁴ (Conca, 2010).

¹³ Numerosi contributi hanno sottolineato l'importanza e la criticità del tema dei processi di integrazione post-merger nel workshop internazionale «Fusioni, acquisizioni e alleanze: un imperativo strategico per la nuova Europa», SDA Bocconi-Insead, 24 maggio 2002. In particolare si veda M. Zollo, J. Reuer, *Experience Spillovers Across Corporate Development Activities*, working Paper presentato al medesimo workshop.

¹⁴ G.E. Osculati, «Strapagare è pericoloso», *Milano Finanza*, 30 ottobre 1999.

Il processo di integrazione riguarda più livelli¹⁵ (Cortesi, 2008):

1. integrazione delle procedure, che si raggiunge tramite la combinazione dei sistemi di contabilità e la creazione di un'unica entità giuridico-legale, si tratta del primo e più semplice livello di integrazione;
2. integrazione delle risorse, che va a impattare sui beni tangibili, sulle linee di prodotto, sui sistemi di produzione e sulle tecnologie;
3. integrazione manageriale e culturale, che rappresenta il livello più critico e difficile da raggiungere e consiste nel fondere insieme culture e visioni manageriali differenti.

Le risorse e le competenze rappresentano gli elementi fondamentali del sistema aziendale e il cui trasferimento o condivisione sono basilari per il successo di un processo di acquisizione o fusione.

Le risorse aziendali, intese come fattori produttivi a disposizione dell'impresa, possono suddividersi in: risorse tangibili (risorse finanziarie come capacità di indebitamento e capacità di autofinanziamento e risorse fisiche come dimensione, localizzazione, flessibilità, impianti e materie prime); risorse intangibili (come risorse legate alla tecnologia, alla reputazione e alla cultura aziendale) e risorse umane (come competenze, conoscenze, esperienze, capacità di analisi e di decisione).

Per quanto riguarda le competenze invece, intese come la capacità dell'impresa di combinare e impiegare le proprie risorse utilizzando processi organizzativi e meccanismi culturali, si possono suddividere in competenze specialistiche (competenze tecnologico-produttive, competenze di funzione, competenze di processo) e competenze generali (di integrazione esterna, interna, incrementale e radicale).

Quando parliamo di competenze e risorse è importante vedere come queste vengono trasferite e/o condivise nel processo di integrazione. Può esserci,

¹⁵ Fonte: P. Shrivastava, «Postmerger integration», *Journal of business Strategy*, 1986

infatti, un trasferimento di competenze da un'impresa all'altra, una condivisione di risorse e competenze tra le due imprese, oppure esiste una terza possibilità, dove non si verifica alcun passaggio, bensì si segue una logica di sviluppo di nuove capacità strategiche, le quali saranno comunque il risultato di capacità già esistenti. In questo caso si assiste, non solo, ad una crescita dimensionale ma anche ad una crescita in termini di apprendimento. I trasferimenti e le condivisioni di capacità strategiche, se gestiti correttamente, dovrebbero portare al raggiungimento della massa critica¹⁶ e alla creazione di sinergie (Cortesi, 2008).

È bene essere consapevoli che la realizzazione delle sinergie rappresenta un processo che comporta tempi lunghi di realizzazione, secondo una ricerca effettuata sul successo delle acquisizioni, si rileva che, in media, il tempo necessario per ottenere una soddisfacente integrazione è pari ad almeno due anni. Affinché la fase di integrazione possa procedere in maniera adeguata è necessario, quindi, pianificare fin dall'inizio i tempi e le modalità. Una buona pianificazione del processo d'integrazione può anticipare i potenziali problemi, sviluppare maggior consapevolezza sulla portata dell'operazione e diminuire le probabilità di insuccesso.

È importante considerare:

- la definizione dei fabbisogni d'integrazione;
- pianificare il processo d'integrazione per fasi, tempi e autori;
- predisporre le strutture ad hoc per la gestione del processo.

Per avere un quadro generale, una volta esaminate le risorse e competenze, è necessario considerare anche l'organismo personale delle imprese coinvolte.

¹⁶ La massa critica riguarda il livello di risorse richieste per conseguire una posizione di sicurezza nel settore, il budget sufficiente per coprire i costi delle transazioni commerciali, è relativo al settore in cui opera l'azienda. *Fonte: Cortesi, La gestione del processo d'integrazione nelle fusioni e nelle acquisizioni, 2008.*

Una buona integrazione difatti, deve instaurare un'atmosfera positiva tra i soggetti appartenenti a organizzazioni e culture diverse, che possa permettere la realizzazione delle sinergie ricercate.

Molto spesso si assiste al fenomeno di merger syndrome, il quale si riferisce allo stress, all'ansia e alla sensazione di impotenza dei dipendenti di fronte alle operazioni di acquisizione, in quanto si aspettano il peggio a causa della paura e dell'incertezza del buon esito dell'operazione (Cortesi, 2008).

2.4.1 Problemi che si possono presentare nella fase di integrazione

La storia di molte acquisizioni insegna che i benefici ipotizzati nella fase pre-acquisizione hanno mostrato limiti di traduzione pratica nei tempi e nei livelli ipotizzati, questo può essere giustificato da un errore di visione strategica e da un'inefficienza operativa da parte del management.

Alcuni manager, che hanno gestito processi di acquisizione, dichiarano che i problemi causati dall'integrazione hanno rappresentato l'aspetto di maggior disagio, a causa delle difficoltà, incertezze, dispendiosità di tempo e energie, per i rischi e le insidie tipiche del processo.

Un errore spesso ricorrente è di concentrare l'attenzione sui problemi dell'integrazione solo in una fase successiva a quella dell'acquisizione, come se le sinergie si potessero realizzare automaticamente per il solo fatto di aver acquisito quella determinata società (Conca, 2010).

Ma quali problemi si possono presentare durante la fase di integrazione?

Non sempre le cose vanno nei modi previsti, bensì si possono presentare degli ostacoli che, nel migliore dei casi, sono risolvibili con iterazioni e aggiustamenti e, nel peggiore dei casi, possono portare all'insuccesso dell'operazione.

I principali problemi possono essere:

- determinismo, ovvero la tendenza a rimanere ancorati alla giustificazione originaria di fronte ad un'operazione di concentrazione che rivela una realtà diversa, l'errore sta nel non adattare la giustificazione iniziale al nuovo contesto venutosi a creare;
- distruzione di valore per dipendenti e manager a seguito delle operazioni di merger & acquisition;
- mancanza di una leadership idonea a far comprendere e accettare ai componenti delle diverse organizzazioni il fine dell'operazione, con lo scopo di creare una visione unificata delle due imprese.

Come detto sopra, molte operazioni di acquisizioni sono fallite perché non è stata svolta un'adeguata integrazione. Un principale problema che si può presentare riguarda il ricambio dei dirigenti. Nella maggior parte dei casi è utile tenere nella nuova entità creatasi i manager di entrambe le società, acquirente e acquisita, evitando un ricambio manageriale. Questo è fondamentale perché i manager hanno una reale conoscenza circa la loro azienda, hanno esperienze e relazioni con gli stakeholder già avviate, quindi sarebbe errato e non porterebbe sicuramente alla creazione di valore la nomina di nuovi manager (Krug Jeffrey et al., 2011). In alcuni casi è cruciale per il successo di un'operazione di M&A tenere i manager dell'impresa target (Dumbar et al., 2014).

Altri problemi che si possono presentare durante le fasi di integrazione possono essere (Conca, 1993):

1. l'integrazione culturale e organizzativa;
2. la generazione del consenso;
3. la trasferibilità delle risorse e delle competenze;
4. il contenimento dei tempi di adattamento e di risposta.

Per quanto riguarda l'integrazione culturale e organizzativa, ci possono essere una molteplicità di aree critiche da affrontare, considerate delle vere e proprie barriere che ostacolano il processo di integrazione. Queste possono essere suddivise in barriere primarie, ovvero di tipo culturale, e barriere secondarie, che dipendono dai modelli di comportamento delle persone e dalle procedure organizzative interne.

La cultura aziendale rappresenta quell'insieme di valori, idee, comportamenti e consuetudini che costituiscono l'ossatura portante del modo di pensare e di decidere, e quindi ne caratterizzano il modus operandi. È evidente che differenti culture aziendali comportano altrettanti modelli di relazione con l'ambiente economico e con il sistema competitivo.

Ai problemi culturali si aggiungono i vincoli di natura comportamentale, ovvero le abitudini, che possono variare da impresa a impresa. Si pensi, ad esempio, ad un'impresa domestica e una multinazionale, avranno sicuramente comportamenti, modi di pensare e di operare completamente differenti.

Per quanto riguarda la generazione del consenso, dobbiamo evitare situazioni impositive, che si dimostrano nel lungo termine poco efficaci, e piuttosto puntare su un'adeguata comunicazione, in modo tale da chiarire gli obiettivi dell'operazione, illustrare le fasi del processo di integrazione e identificare le aree e le persone maggiormente coinvolte. Si vanno così a ridurre le incertezze, si evita la circolazione di informazioni distorte e si motivano le persone interessate.

La trasferibilità delle risorse e delle competenze, avviene quando la società acquisita non conserva completamente la propria autonomia strategica e operativa. Possiamo parlare di risorse hard, tecnologiche, brevetti, ecc, oppure di risorse soft, come competenze organizzative, capacità di lavorare in team, ecc.

Infine, relativamente al contenimento dei tempi di adattamento e di risposta alle nuove esigenze che si presentano, il principale obiettivo sarà quello di contenere i tempi nei quali la nuova struttura integrata possa iniziare ad operare. Per fare ciò ci dovrà essere chiarezza sui compiti da svolgere, sulle responsabilità e la volontà di motivare e incentivare il team coinvolto nel processo, solo così si possono ridurre i tempi (Conca, 2010).

2.5 Il finanziamento delle acquisizioni

Molto spesso i problemi di finanziamento tendono ad essere sottovalutati, generando così conseguenze inaspettate.

È necessario, invece, analizzare in maniera accurata la fattibilità finanziaria del progetto. Sotto il profilo finanziario le decisioni di acquisizione sono assimilabili a un processo di investimento e di conseguenza seguono le normali regole di analisi e di valutazione a cui vengono sottoposti tali progetti.

La fattibilità di un'operazione può essere legata alla possibilità da parte dell'acquirente di poter ricorrere a fonti di finanziamento esterne, acquisition financing, per coprire eventuali fabbisogni finanziari dell'operazione, ovvero se l'acquirente non ha mezzi propri necessari per completare la transazione deve avere la possibilità di ricorrere al debito.

Non sempre è scontato ottenere la copertura necessaria, infatti si possono verificare dei casi in cui la possibilità di ottenere la copertura viene meno e ciò comporta quindi l'abbandono del progetto, indipendentemente dalla sua importanza strategica.

Inoltre, una struttura ottimale delle fonti di finanziamento di un'acquisizione può rappresentare una leva a supporto del processo di creazione di valore per l'acquirente, se per un acquirente industriale il ricorso al debito può essere

funzionale sia all'acquisizione che all'implementazione del processo di integrazione di un'impresa target, per un investitore finanziario tale strumento costituisce uno dei principali driver di massimizzazione del rendimento di un investimento e può quindi influenzare, per gli acquirenti finanziari, il prezzo di una transazione.

È possibile osservare che negli ultimi anni, dal 2008 in poi, c'è stato un uso più contenuto dell'indebitamento rispetto al passato. Nel 2010, infatti, ha raggiunto valori medi pari circa a 4,5 volte l'EBITDA, cosa che negli anni precedenti raggiungeva anche valori pari a 6 volte l'EBITDA (Salvi, 2012).

Possiamo avere un fabbisogno di tipo diretto e un fabbisogno di tipo indiretto. Il fabbisogno finanziario si origina in due momenti distinti:

- al momento del closing, per coprire il fabbisogno connesso al prezzo pattuito (fabbisogno diretto);
- in un momento successivo, per gestire l'integrazione tra le due società (fabbisogno indiretto).

Di seguito vengono elencate alcune caratteristiche del fabbisogno finanziario derivante dalle acquisizioni:

- il fabbisogno finanziario generato dalle acquisizioni è spesso di entità rilevante rispetto alle dimensioni dell'impresa acquirente;
- il fabbisogno si manifesta, principalmente, contestualmente alla girata delle azioni e quindi risulta concentrato nel tempo;
- le modalità di copertura incidono sulla struttura finanziaria dell'impresa acquirente;
- le modalità di copertura devono essere valutate alla luce dei piani finanziari di medio-lungo periodo;
- le modalità di copertura richiedono il mantenimento di un adeguato margine di manovra per le operazioni finanziarie future;

- il finanziamento delle acquisizioni spesso è effettuato con strumenti non ordinari (alle banche commerciali si sostituiscono le merchant bank).

In conclusione, è ragguardevole pianificare sin dall'inizio dell'operazione l'entità dei fabbisogni, sulla base dei vari momenti successivi in cui si manifestano le uscite. L'individuazione della sequenza temporale dei fabbisogni consente di programmare le forme tecniche di copertura più opportune, con il ricorso sia ai mezzi propri sia ai mezzi di debito (Conca, 2010).

2.5.1 Le modalità di finanziamento

Le condizioni con cui si finanziano le acquisizioni possono alterare l'equilibrio finanziario dell'acquisizione nella fase post closing, a dimostrazione che investimenti e finanziamenti rappresentano decisioni correlate, che si influenzano a vicenda.

Nel caso delle acquisizioni le scelte riguardanti la copertura dei fabbisogni sono influenzate da molteplici fattori, tra i quali:

- l'entità del finanziamento;
- l'immagine dell'acquirente sul mercato;
- la solidità finanziaria dell'acquirente;
- il consenso espresso dal mercato sull'operazione nel suo complesso.

Per quanto riguarda la fattibilità, dobbiamo valutare se le condizioni del mercato sono idonee ad accogliere la richiesta di finanziamento e se le fonti previste sono utilizzabili, ci sono momenti, infatti, dove il livello di liquidità del mercato finanziario tende a favorire il ricorso a determinate fonti, piuttosto che altre.

Infine, il profilo della flessibilità finanziaria sottolinea la necessità di non valutare la convenienza dell'operazione solo nel breve termine, ma di valutare se l'opzione che si intende seguire, influenzi le decisioni finanziarie future, dal momento che una scelta ritenuta oggi ottimale, può non esserlo in tempi successivi.

Operare in maniera flessibile significa lasciare ampi margini di manovra finanziaria.

Le alternative di finanziamento, che possono essere combinate a seconda dell'entità del finanziamento e le condizioni della struttura finanziaria, sono:

1. l'autofinanziamento;
2. l'indebitamento;
3. l'equity;
4. strumenti ibridi.

Per autofinanziamento si intende l'utilizzo di risorse finanziarie internamente disponibili. Questa tipologia di finanziamento è la forma più tradizionale, anche se consente una copertura, a volte, parziale. Le caratteristiche di rapidità di accesso e di riservatezza, in quanto non richiede obblighi di informazione sulla natura dell'operazione, ne fanno una forma privilegiata e strategica, ma economicamente meno conveniente rispetto ad altre alternative.

L'autofinanziamento assume un ruolo centrale nella politica finanziaria, a tal punto che, in molte imprese, la dimensione della riserva di liquidità rientra tra gli obiettivi della direzione finanziaria.

La possibilità di disporre immediatamente di una rilevante liquidità, consente di cogliere opportunità di mercato, attuando in breve termine l'acquisizione con le risorse a disposizione. Questo può condizionare psicologicamente il venditore, ponendolo in una situazione di sottomissione nei confronti del compratore (Conca, 2010).

Il ricorso all'indebitamento invece rappresenta una forma tradizionale di copertura dei fabbisogni dell'acquisizione. Dato il livello crescente dei fabbisogni, solitamente si assiste, anche parzialmente, al ricorso al debito.

Il finanziamento può avvenire attraverso modalità e canali diversi, che comportano caratteristiche e problemi di gestione particolari, si può ricorrere a strumenti tecnici negoziati attraverso gli intermediari finanziari, oppure a operazioni finanziarie che passano attraverso il mercato regolamentato.

Nel ricorso al debito è fondamentale ricercare un partner finanziario che assuma le caratteristiche di promotore dell'operazione, sponsor.

Gli strumenti di finanziamento bancari più comuni rientrano nella categoria del senior debt, ovvero debiti privilegiati accompagnati da garanzie reali o personali. Le forme tecniche più comuni sono rappresentate da debiti a medio-lungo termine come mutuo, credito stand-by e credito evergreen, oppure nel breve periodo come il credito bancario ordinario (Conca, 2010).

Il ricorso all'equity riguarda invece l'aumento di capitale, l'emissione di nuove azioni è finalizzata al reperimento delle risorse necessarie per il pagamento, totale o parziale, dell'operazione.

Il ruolo della componente azionaria è fondamentale per i riflessi di natura finanziaria e psicologica, in quanto da un lato fa gravare parte del rischio sugli azionisti e dall'altro aumenta la credibilità del progetto, è per questo che molto spesso si fa ricorso all'equity.

Le emissioni di nuove azioni si differenziano in base a:

- tipo di azione emessa;
- natura dell'emittente;
- target di mercato a cui è indirizzata l'emissione.

Per quanto riguarda la tipologia di soggetti a cui rivolgere l'emissione di azioni, avremo vecchi e nuovi azionisti, molto spesso l'alternativa è solo

teorica in quanto i vecchi azionisti non riescono ad apportare ulteriori risorse liquide e quindi diventa obbligatorio ricorrere a nuovi azionisti.

I nuovi azionisti possono essere: finanziarie di partecipazione, private equity, venture capitalists, business angels e azionisti privati (Conca, 2010).

Per quanto riguarda gli strumenti ibridi invece, sono strumenti introdotti in periodi recenti, sono nuove tipologie di opzioni altamente flessibili che non si riconducono completamente né alla forma del debito né all'equity.

Questi risultano essere altamente flessibili in quanto raccolgono i vantaggi delle varie forme già esistenti e cercano di limitare i punti di debolezza degli stessi. Questi strumenti comprendono: il debito mezzanino¹⁷, le obbligazioni convertibili e con warrants, le cartolarizzazioni e il sale/leaseback (Conca, 2010).

2.5.6 Il finanziamento nelle acquisizioni italiane

La realtà italiana non è molto orientata al mercato finanziario, come invece avviene nelle altre situazioni più innovative, infatti, la grande intuizione imprenditoriale e la flessibilità strategica delle nostre imprese non è affiancata da una mentalità capace di cogliere i vantaggi di un approccio più finanziario. La forte relazione impresa-famiglia che caratterizza i nostri mercati, non favorisce la diffusione di strumenti finanziari innovativi, frenando la spinta degli intermediari finanziari, nonostante essi propongano soluzioni interessanti e avanzate (Conca, 2010).

Come ovvia conseguenza, la copertura del fabbisogno finanziario viene gestita ricorrendo a forme tradizionali come mezzi propri e debiti garantiti

¹⁷ Il debito mezzanino rappresenta una soluzione interessante anche se non è ancora molto sviluppata, con caratteristiche che si collocano tra il senior debt e i mezzi propri. È considerato un debito a medio-lungo termine ma con un profilo di rischio e di rendimento che si avvicina all'equity. Fonte: Conca, *Le acquisizioni*, 2010.

dal patrimonio familiare, solo negli ultimi anni si vede un ricorso, da parte anche dell'imprenditore familiare, alla Borsa.

Secondo una ricerca, effettuata su un campione di 310 acquisizioni di imprese italiane dal 1997 al 2000, sulla base delle informazioni derivanti dall'Osservatorio M&A dell'Università Bocconi, le modalità di finanziamento più utilizzate dalle imprese italiane risultano:

- autofinanziamento, 41%
- finanziamento bancario, 29%
- equity, 20%
- emissione obbligazionaria, 4%
- altro, 6%

Come è possibile notare l'autofinanziamento risulta la forma più diffusa, mentre l'emissione obbligazionaria risulta essere una forma sviluppata marginalmente. Inoltre, non si ricorre a operazioni strutturate con differenti modalità, ma, nel 68% dei casi, si preferisce un'unica forma di finanziamento.

Negli ultimi anni, a seguito della crisi finanziaria iniziata nel 2008, si è assistito in Italia alla "chiusura dei rubinetti del credito" da parte delle banche, e quindi si sono presentate maggiori difficoltà per le imprese nell'ottenere credito rispetto al periodo pre-crisi. La stretta del credito, in inglese *credit crunch*, è dichiarata e sostenuta da numerose ricerche, non solo dalle sensazioni espresse dagli operatori.

Secondo alcune indagini, infatti, l'8 per cento delle imprese ha ricevuto un rifiuto a una richiesta di finanziamento, questo è il valore più elevato dalla metà degli anni Novanta (Sinedi, 2013).

2.6 Le modalità di pagamento di un'operazione M&A

Come prima cosa, è utile sottolineare che le condizioni di pagamento valgono soprattutto per le operazioni di acquisizione, anche se alcune, come il pagamento in titoli, sono valide anche per le fusioni.

Secondo alcuni autori¹⁸ è possibile affrontare il problema rappresentando le varie forme di pagamento in ordine decrescente rispetto all'alternativa più semplice e immediata. Il tipo di pagamento stabilito nella fase di closing, deve essere regolamentato nell'ambito del contratto di cessione (Conca, 2010).

Nella tabella 2.1 vengono illustrate, oltre alle varie tipologie di pagamento offerte dall'acquirente, anche ciò che gli azionisti della società acquisita percepiscono a seguito dell'operazione di acquisizione.

Tabella 2.1 Le condizioni di pagamento delle acquisizioni

CONDIZIONI OFFERTE DALL'ACQUIRENTE	COSA RICEVONO GLI AZIONISTI DELL'ACQUISITA
Liquidità (cash)	Liquidità in cambio di azioni possedute, in una o più tranches
Pagamento differito (earn-out)	Liquidità in cambio delle azioni possedute in più tranches differite nel tempo in relazione a determinati criteri di performance conseguiti dall'acquisita
Scambio azionario (stock)	Una quantità di azioni dell'acquirente per ogni azione posseduta determinata in funzione di un rapporto di scambio
Liquidità per il tramite di azioni sottoscritte (vendor placing)	Una quantità di azioni dell'acquirente per ogni azione posseduta determinata in funzione di un rapporto di scambio che viene poi venduta a un investitore istituzionale per contanti
Obbligazioni (debt)	Una quantità di obbligazioni emesse dall'acquirente per ogni azione posseduta determinata in funzione di un

¹⁸ P.S. Sudarsanam, *The Essence of M&A*, Londra, Prentice-Hall, 1995

	rapporto di scambio
Obbligazioni convertibili, warrant, azioni privilegiate	Una quantità di obbligazioni convertibili, warrant o azioni privilegiate emesse dall'acquirente per ogni azione posseduta determinata in funzione di un rapporto di scambio e convertibili in azioni ordinarie dall'acquirente in condizioni specificate

Fonte: P.S. Sudarsanam, *The Essence of M&A*, cit., p.177

Ci possono essere diversi metodi di pagamento, i quali vengono utilizzati in relazione alle modalità ed alla tempistica con cui si procede alla liquidazione del prezzo, è importante considerare che il prezzo, a volte, può essere definito in maniera articolata, è utile avere, quindi, la possibilità di dilazionare il pagamento oppure utilizzare meccanismi integrativi del prezzo, come le clausole di earn-out. In applicazione di questi meccanismi il prezzo può assumere spesso una doppia composizione, costituita da una parte fissa, liquidabile alla conclusione dell'operazione, e da una parte variabile, che può assumere configurazioni diverse a seconda dell'andamento aziendale futuro (Salvi, 2012).

Le clausole di earn-out. L'earn-out è un sistema di clausole contrattuali il cui obiettivo è ridurre il rischio della società acquisita, a cui può essere soggetta la società acquirente. Questi vengono definiti sistemi di "pagamento in più tranche". La loro origine storica risale agli anni Novanta, quando esistevano maggiori difficoltà nel valutare le performance future delle società tecnologiche. Un mancato accordo sul prezzo, incertezze sul futuro di una società e sulla sua integrazione con quella dell'acquirente, spingono quest'ultimo a proporre al venditore un pagamento in parte fisso e un altro in parte variabile e subordinato a determinate condizioni.

La parte fissa del pagamento per la società acquisita è corrisposta al perfezionamento dell'acquisizione, al cosiddetto *closing* dell'operazione.

La parte variabile, invece, è versata entro un periodo prestabilito che può variare sulla base delle performance realizzate dalla società acquisita.

Molto spesso il management della società target rimane vincolato alla stessa per un determinato periodo più o meno lungo per favorire l'integrazione delle due società, durante tale periodo la parte variabile del compenso pattuito costituisce una sorta di ricompensa di questo aiuto all'integrazione della propria società con la società acquirente.

Questa clausola tutela la stessa società acquirente da un rischio molto diffuso nelle operazioni di fusione e acquisizione: quello connesso al crollo di valore della società venduta, che spesso, dopo una fusione, si dimostra di valore inferiore a quello calcolato al momento della cessione.

Questa sorta di assicurazione sui risultati futuri della società e l'incentivo alla realizzazione di determinate performance, hanno fatto assimilare i meccanismi di earn-out al meccanismo delle *stock option* che, come noto, consiste nell'attribuzione di un numero variabile di azioni di una società ai suoi manager in base a determinati obiettivi raggiunti in un certo arco temporale (Borsa Italiana, 2011)¹⁹.

Negli ultimi anni, la dinamica del mercato delle acquisizioni si è modificata di pari passo con l'evoluzione dei soggetti economici coinvolti nel processo, oltre al pagamento in contanti, la forma più semplice, sono ora disponibili altre forme di pagamento più articolate. Come ad esempio:

1. scambio azionario;
2. scambio di azioni contro obbligazioni.

Secondo alcune ricerche avvenute sul mercato statunitense, in anni passati, considerando il numero complessivo di operazioni di acquisizione avvenute, il pagamento in contanti risulta la soluzione preferita rispetto al pagamento con azioni (Conca, 2010).

¹⁹ Fonte: <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/earn-out145.htm>

Un'ulteriore considerazione, relativamente alle operazioni di acquisizione pagate tramite cash o tramite stock, deve essere fatta in relazione a due importanti ipotesi che ha prodotto la letteratura classica, infatti emerge che:

1. pagando un'operazione di acquisizione tramite azioni, se da un lato può essere un buon mezzo per mantenere gli azionisti della società target nella società risultante dall'unione, dall'altro lato lancia ai mercati il segnale che le azioni della bidder siano sovrastimate. Gli azionisti della società target preferiranno dunque questa opzione nel caso in cui ci siano prospettive di crescita, altrimenti andranno a preferire un pagamento tramite cash;
2. il pagamento di un'operazione di acquisizione, invece, tramite cash riduce i costi di agenzia legati ai cash flow futuri della nascente impresa, in questo caso però si estromettono gli azionisti dell'impresa target e si genera un ricambio del vecchio assetto manageriale. Le imprese acquirenti vanno a preferire questa forma di pagamento perché in questo modo non si modifica la composizione del capitale sociale.

Nel caso in cui il pagamento avviene in contanti, gli azionisti della target ricevono un prezzo a titolo definitivo, ciò significa che, qualora l'operazione dovesse portare all'ottenimento di benefici di tipo sinergico superiori rispetto alle aspettative, su cui era stato definito il prezzo, gli azionisti dell'impresa cedente non parteciperanno alla distribuzione del maggior valore creato.

Tuttavia, a seguito della crisi di liquidità avvenuta nel 2008, si stanno modificando le forme di pagamento, passando dal pagamento in contanti al pagamento con carta.

Dalla letteratura teorica ed empirica sviluppata fino ad oggi è emerso che alcuni fattori, come le performance azionarie, la liquidità dell'acquirente e l'incertezza circa il valore dell'impresa acquisita, possono influenzare in modo significativo la scelta del metodo di pagamento. Appaiono piuttosto

limitati, invece, gli studi volti ad approfondire se la scelta del metodo di pagamento possa essere influenzata dalle caratteristiche della struttura finanziaria dell'acquirente (Ossorio, 2011).

2.6.1 Le modalità di pagamento in Italia

Il mercato del nostro Paese segue a distanza le tendenze internazionali, quindi, se in linea generale il pagamento in azioni sta crescendo, in Italia le acquisizioni sono principalmente negoziate con pagamento cash.

Tabella 2.2 Modalità di pagamento delle acquisizioni nel mondo (2008-2009)

MODALITA' DI PAGAMENTO	2008	2009
Cash	60%	51%
Mix	21%	19%
Azioni	17%	29%
Altro	2%	1%

Fonte: Mergerstat

Nella tabella 2.2 sono riportate le modalità di pagamento utilizzate negli anni 2008 e 2009 a livello mondiale, mentre nella tabella sottostante sono riportati i dati circa le modalità di pagamento in Italia sempre negli anni 2008 e 2009. Si osserva dalla tabella 2.3 che nel 2009 sono aumentate dal 17% al 29% le modalità di pagamento tramite azioni, in Italia invece, secondo quanto emerge dalla tabella 2.3, la modalità di pagamento tramite azioni è aumentata dal 2% al 6%, anche qui si è registrato un aumento ma in proporzioni assai ridotte, continua a prevalere la modalità tramite cash.

Tabella 2.3 Le modalità di pagamento delle acquisizioni in Italia (2008-2009)

MODALITA' DI PAGAMENTO	2008	2009
Cash	94%	85%
Mix	2%	5%

Earn Out	1%	2%
Azioni	2%	6%
Altro	1%	2%

Fonte: Zephyr Bureau Van Dijk

Il pagamento in azioni può diventare competitivo in alcuni casi come nei periodi di crescita dei corsi dei titoli sui mercati ufficiali, e quando crescono le dimensioni delle operazioni. È naturale che le grandi acquisizioni hanno bisogno di un fabbisogno maggiore e quindi devono impiegare forme di pagamento alternative alla liquidità.

L'Italia è caratterizzata principalmente da imprese di piccole e medie dimensioni, di conseguenza effettuerà operazioni di acquisizione più limitate rispetto a imprese di grandi dimensioni che caratterizzano il mercato internazionale. Questa può essere una giustificazione del fatto che in Italia si preferiscono modalità di pagamento cash.

Capitolo terzo. Andamento delle M&A dal 2011 al 2013, secondo il rapporto di Kpmg

3.1 Introduzione

Il Rapporto Mergers & Acquisitions analizza le operazioni di fusione ed acquisizione che hanno coinvolto le aziende italiane nel corso degli anni e di cui sono disponibili informazioni pubbliche.

Lo scopo del presente studio è di mettere in evidenza sia l'andamento dei percorsi evolutivi dell'industria italiana osservandone i processi di consolidamento, di internazionalizzazione e di competizione nel contesto globale, sia l'andamento del mercato merger and acquisition a livello globale ed europeo.

Le statistiche effettuate relativamente al mercato M&A sono state realizzate utilizzando la base dati di Thomson Reuters (Kpmg, 2012 C).

L'obiettivo di questo capitolo è in primo luogo quello di fornire indicazioni circa l'andamento del mercato mergers and acquisition negli ultimi tempi a livello mondiale, europeo e italiano, precisamente verranno considerati gli anni 2011, 2012 e 2013. A questo scopo sono stati analizzati i report di Kpmg²⁰ relativamente all'arco temporale preso in considerazione.

Questo è ritenuto necessario per introdurre l'analisi empirica trattata nel capitolo successivo, dove verranno analizzate le diverse strategie adottate da un campione di imprese italiane quotate nello stesso arco temporale di riferimento. In tal modo sarà possibile effettuare un confronto tra

²⁰ KPMG è un network globale di società di servizi professionali, che svolge attività nella revisione e nell'organizzazione contabile, nella consulenza manageriale e nei servizi fiscali e legali. Il suo obiettivo è quello di trasformare la conoscenza in valore per i clienti, per la propria comunità e per i mercati finanziari.

l'andamento generale dell'attività M&A vista in questo capitolo con quello che emerge dallo studio specifico di un campione di imprese italiane.

La crisi finanziaria avviatasi durante l'anno 2008 ha colpito diversi Paesi in tutto il mondo, mettendo in discussione le strategie acquisitive delle imprese, di conseguenza, il mercato mergers and acquisition ne ha risentito notevolmente registrando un calo drastico del numero di acquisizioni.

Da un punto di vista mondiale nel 2011 l'attività M&A sembra essere ripartita registrando, soprattutto nel primo semestre, un aumento dei controvalori totali. Lo stesso non si può affermare per i due anni successivi, 2012 e 2013, dove il mercato globale M&A riporta una contrazione dei controvalori totali ottenuti, anche l'attività cross border ne ha risentito negativamente durante questi due anni. Una spiegazione a ciò può essere data dal fatto che i mercati finanziari mondiali sono ancora incerti e turbolenti e questo ha influenzato le strategie acquisitive degli operatori.

Anche dal punto di vista europeo, il 2011 sembra essere un anno in piena crescita, i controvalori totali sono aumentati notevolmente rispetto all'anno precedente e l'attività cross border domina il mercato mergers and acquisition. Nel 2012 però, come a livello mondiale, anche in Europa si presenta una battuta d'arresto, i principali motivi sono legati alla crisi finanziaria, infatti si registra un rallentamento di alcune economie e un'instabilità dei mercati che provoca una riduzione del numero di acquisizioni e dei controvalori. Il 2013 invece, sembra riprendere vigore registrando un aumento nei controvalori totali rispetto all'anno precedente.

Per quanto riguarda il mercato italiano M&A si intravedano i primi segnali di ripresa nel 2011, anche se rimane su valori molto lontani dalla media e non risulta essere sviluppato come quello mondiale o europeo. L'aspetto positivo che ha caratterizzato questo anno sono le operazioni cross border che sono aumentate rispetto all'anno precedente. Nel 2012 si registra un rallentamento di attività M&A, lo stesso è stato osservato anche per il mercato mondiale e

europeo, si sono affermate le operazioni domestiche, mentre sono diminuite le operazioni cross border, gli investitori esteri hanno ridotto il numero di acquisizioni sul mercato italiano, principalmente a causa del clima recessivo e del quadro politico instabile. Il 2013, invece, sembra voler cominciare con una ripresa dell'attività M&A italiana, il migliorato quadro economico e le condizioni più favorevoli dei mercati finanziari italiani hanno contribuito ad aumentare la fiducia degli operatori esteri nei confronti del Paese italiano.

Nei paragrafi successivi verrà evidenziato, nello specifico, l'andamento del mercato M&A mondiale, europeo e italiano.

3.2 Il mercato mergers and acquisition, secondo un'ottica globale, dal 2011 al 2013.

In questo paragrafo viene illustrato l'andamento del mercato mondiale M&A. In particolare, vengono esaminate le aree geografiche in cui sono state effettuate le operazioni di acquisizione e i settori in cui si va ad acquisire, evidenziandone l'andamento in un periodo non facile perché segnato da una crisi che ha interessato molti Paesi e ha causato un'instabilità finanziaria sui mercati globali.

La ripresa dell'attività mondiale M&A, iniziata già nel 2010, è proseguita anche nel 2011, un dato che giustifica questo andamento positivo riguarda proprio il controvalore totale del mercato mondiale che ha registrato un aumento del 27% rispetto all'anno precedente, raggiungendo 2.345 miliardi di euro, anche se, allo stesso tempo, i volumi sono rimasti stabili.

Il 2011, tuttavia, viene considerato un anno a due velocità con un primo semestre molto positivo e brillante, totalizzando circa 1.350 miliardi di euro di controvalore, mentre l'altro abbastanza deludente caratterizzato da una contrazione dell'attività di M&A (Kpmg, 2012 C).

A incidere negativamente sull'andamento del mercato nel secondo semestre è stata la perdita di fiducia da parte di imprenditori ed investitori e l'instabilità dei mercati dei capitali, influenzata dai tagli dei rating e dalla crisi dei debiti sovrani di diversi Paesi europei.

Durante questo anno sono aumentate le operazioni che superano il miliardo di euro di controvalore, 415 operazioni, rappresentando il 61% rispetto al controvalore complessivo, anche i mega deal²¹ lentamente stanno crescendo, questo sicuramente incide positivamente sull'aumento del controvalore totale.

Il 2012, però, sembra non voler continuare la ripresa dell'attività. Rispetto all'anno precedente si verifica una contrazione sia dei controvalori pari al 13%, sia dei volumi pari al 5%. Sono diminuite anche le operazioni superiori al miliardo di euro passando da 415 a 388. Questo può essere giustificato dal fatto che durante l'anno 2012 sono avvenuti alcuni fallimenti di mega merger come ad esempio, la fusione tra la compagnia aerospaziale europea EADS e la britannica BAE System.

Questo momento di stallo continua anche nell'anno 2013, dove, il mercato globale M&A non sembra riprendersi, ottenendo livelli di attività in linea con l'anno precedente. Infatti il controvalore totale si è attestato a 2.044 miliardi di euro come l'anno precedente, mentre i volumi totali si sono ridotti del 4% fermandosi a 27.387 operazioni.

Per far sì che il mercato globale si riprenda c'è bisogno di un segnale forte e chiaro che spinga l'attività M&A verso una rapida crescita, il mercato ha bisogno di una "scossa" (Kpmg, 2014 D).

Una prima osservazione viene fatta con riferimento alle **aree geografiche** in cui sono presenti le operazioni di mergers and acquisition, analizzando sia in

²¹ I mega deal sono le operazioni che superano i 10 miliardi di euro di controvalore.

termini di valori che in termini di volumi. Nella tabella seguente (tabella 3.1), sono indicati i controvalori totali, in miliardi di euro, negli anni 2005-2013, per ogni area geografica indicata, con i relativi totali per ogni anno.

Tabella 3.1 Controvalori totali per area geografica dal 2005 al 2013 (miliardi)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Americhe	1.029	1.554	1.992	1.112	918	914	1.105	1.086	1.050
Europa	940	1.101	1.339	1.112	513	491	734	515	591
Asia	334	345	463	388	271	385	474	401	353
Africa e Medio Oriente	24	55	40	51	27	57	32	42	50
TOTALE	2.327	3.055	3.834	2.663	1.729	1.847	2.345	2.044	2.044

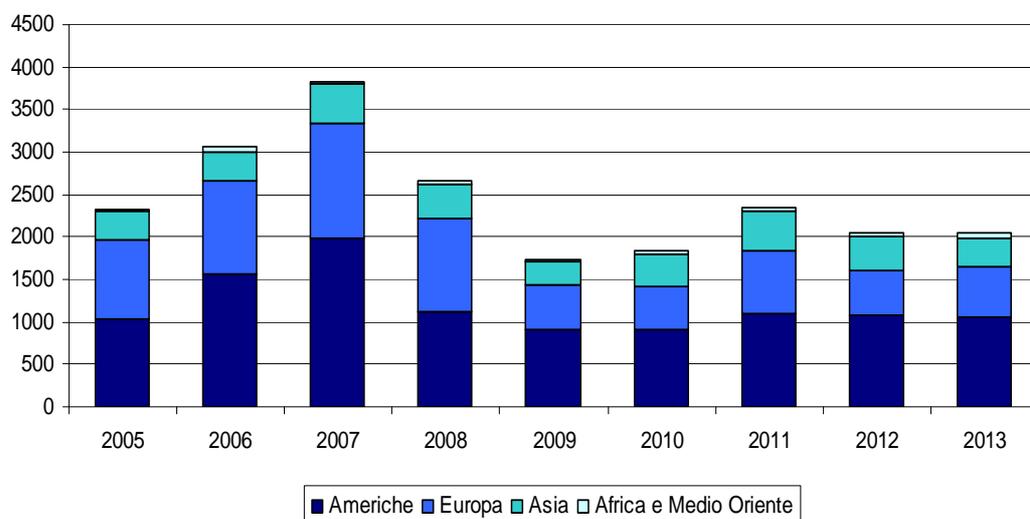
Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

La tabella 3.1 mette in evidenza i controvalori totali per area geografica, in cui sono state effettuate le acquisizioni negli ultimi anni.

Rispetto al 2010, nel 2011 sono aumentati i controvalori in tutte le aree geografiche tranne che in Africa e Medio Oriente dove sono scesi a 32 miliardi di euro rispetto ai 57 miliardi dell'anno precedente. Naturalmente sono ancora lontani i valori raggiunti nel 2007, dove i controvalori delle acquisizioni fatte in America, ad esempio, erano quasi il doppio. Nel biennio 2012-2013 invece si registra un calo dei controvalori in ogni area geografica, ad eccezione dell'Africa e Medio Oriente, dove i controvalori seguono un andamento crescente rispetto al 2011. Nel 2013 però sono aumentati i controvalori in Europa rispetto all'anno precedente.

Di seguito viene rappresentato graficamente quanto appena detto relativamente i Paesi nei quali sono state fatte operazioni di acquisizione, dal grafico 3.1 è possibile osservare anche l'andamento che hanno avuto i controvalori totali secondo l'ottica globale, dal 2005 al 2013.

Grafico 3.1 Mercato M&A a livello globale dal 2005 al 2013, secondo i controvalori (miliardi di euro) per area geografica



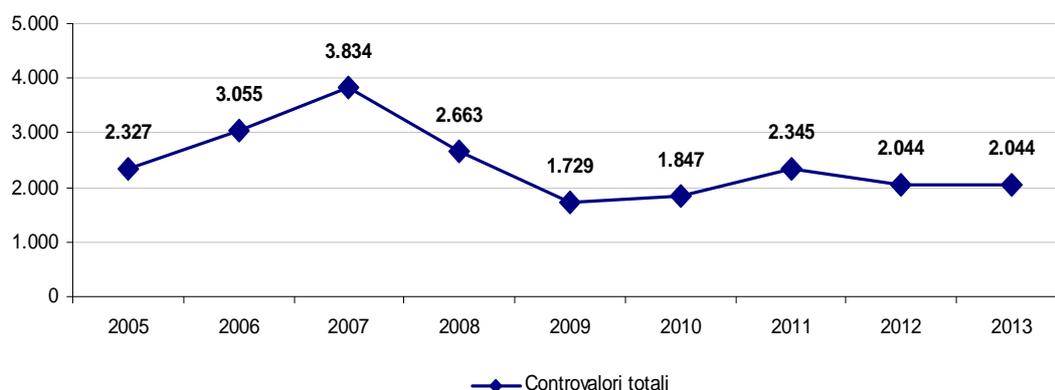
Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

Dopo l'andamento negativo registrato dal 2007 al 2009, il 2011 sembrava dare uno spiraglio di luce al mercato M&A, in quanto aveva ottenuto risultati positivi e in crescita, questo trend purtroppo non si è ripresentato negli anni successivi.

Un'osservazione da fare riguarda l'andamento ciclico, *merger waves*²², del mercato M&A globale nel periodo che va dal 2005 al 2013. Il mercato mondiale M&A replica l'andamento del mercato finanziario, infatti nel periodo pre-crisi, triennio 2005-2007, i valori raggiunti erano assai più elevati, rispetto agli anni 2011, 2012 e 2013. Il 2007 è stato l'anno con un picco più elevato mentre negli anni successivi è iniziato il calo di attività fino a raggiungere il livello più basso nel 2009, anno di piena crisi. C'è stata poi una lieve ripresa negli anni 2010-2011, fino a che nel 2012 e 2013 si è presentato di nuovo un ribasso di attività.

²² Per *merger waves* si intende un andamento ciclico delle operazioni M&A, ondate di M&A, dove si registra un alternarsi di periodi di crescita a periodi di crisi. Fonte: *Le acquisizioni, Conca, 2010*.

Grafico 3.2 Andamento dei controvalori totali, in miliardi di euro, secondo un'ottica globale dal 2005 al 2013



Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

Nel grafico 3.2 si osserva chiaramente l'andamento ciclico del mercato mergers and acquisition. Si è verificato un andamento crescente fino al 2007, dove è stato raggiunto il picco massimo, mentre negli anni successivi si è registrato un andamento decrescente dei controvalori, il 2009 è stato l'anno in cui i controvalori totali hanno raggiunto il livello più basso.

Un lieve aumento si è ripresentato nel 2011, il quale non si è mantenuto per i due anni successivi.

Come accennato inizialmente, vengono presi in considerazione anche i volumi totali, negli anni 2005-2013, per ogni area geografica indicata, con i relativi totali per ogni anno.

Tabella 3.2 Volumi totali per area geografica (2005-2013)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Americhe	9358	10481	11665	10231	8822	9273	9856	9700	9818
Europa	8758	9560	10320	10023	10997	12290	12367	11079	10290
Asia	6824	6848	6891	7661	8163	7757	7056	6985	6565
Africa e Medio Oriente	361	439	447	591	528	668	686	777	714
TOTALE	25.301	27.328	29.323	28.506	28.510	29.988	29.965	28.541	27.387

Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

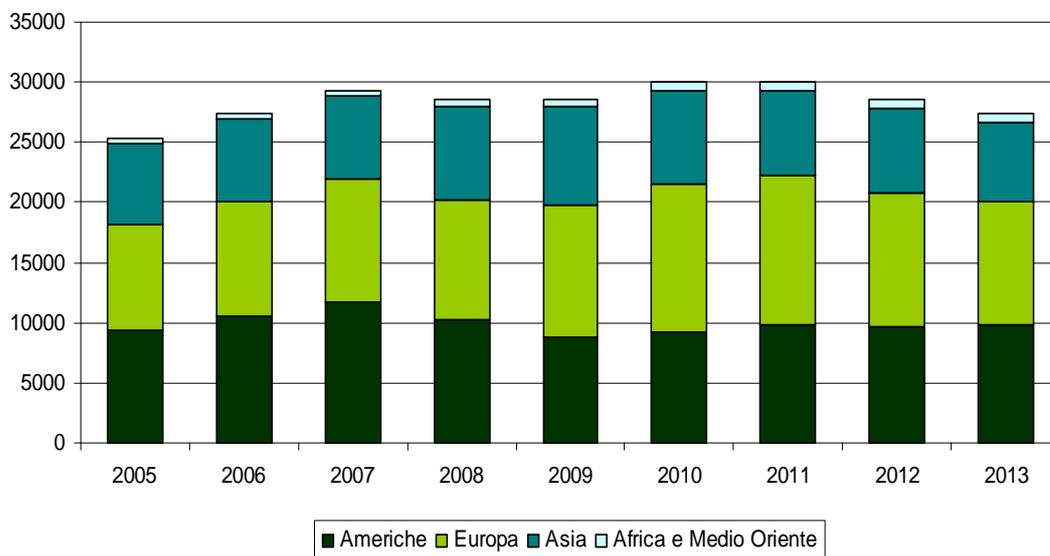
Nella tabella 3.2 viene rappresentato il numero di operazioni concluse per area geografica nell'arco di tempo considerato. Dal 2010 al 2011 c'è una riduzione del numero totale di operazioni dello 0,1%, una riduzione quindi irrilevante.

Una maggiore riduzione dei volumi totali si registra invece nel 2012, in tutte le aree geografiche i volumi sono scesi leggermente rispetto all'anno precedente, ad eccezione dell'Africa e Medio Oriente dove invece i volumi sono aumentati.

Sono ulteriormente scesi nell'anno 2013, registrando una riduzione in tutte le aree geografiche eccetto in America dove i volumi sono aumentati.

Di seguito vengono rappresentati graficamente i dati circa i volumi totali realizzati dal 2005 al 2013 in ogni area geografica.

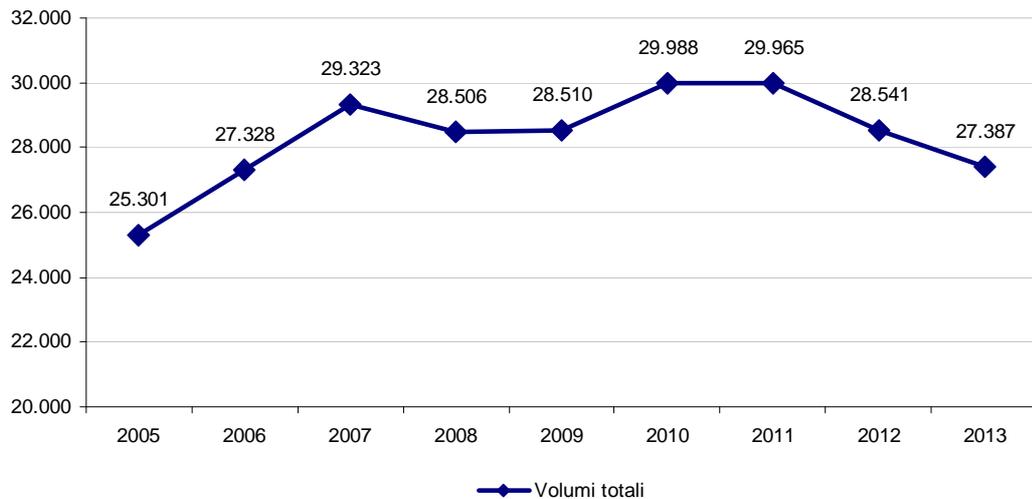
Grafico 3.3 Mercato M&A a livello globale 2005-2013, secondo i volumi per area geografica



Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

Guardando il grafico 3.3 si osserva che l'area geografica maggiormente interessata, in termini di volumi, dal 2009 al 2013, è l'Europa, le Americhe invece si aggiudicano il secondo posto.

Grafico 3.4 Andamento dei volumi totali secondo un'ottica globale dal 2005 al 2013



Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

Nel grafico 3.4 è possibile osservare l'andamento dei volumi totali. Una prima osservazione da fare riguarda il fatto che il numero di operazioni più elevate si sono registrate nel 2010 e nel 2011. Nel biennio successivo invece si è verificato un trend negativo. Quindi è possibile affermare che l'anno in cui si sono ottenuti risultati migliori, relativamente al triennio considerato in questo capitolo, è stato il 2011, sia in termini di volumi che di controvalori.

Relativamente all'attività **cross border**, essa ha contribuito fortemente alla crescita del mercato mondiale M&A nel 2011, che ha rappresentato circa la metà del controvalore complessivo.

Come detto sopra invece, nel 2012 c'è stato un ridimensionamento dell'attività mergers and acquisition, di questo mutamento ne ha risentito anche l'attività di cross border, il cui controvalore complessivo è sceso di circa il 27% rispetto all'anno precedente. Nonostante ciò l'Europa si conferma il continente maggiormente interessato dall'attività M&A cross border, sia come acquiror che come target. Continua anche nel 2013 un trend

negativo per l'attività cross border, la cui incidenza rispetto al controvalore complessivo mondiale è scesa al 38%.

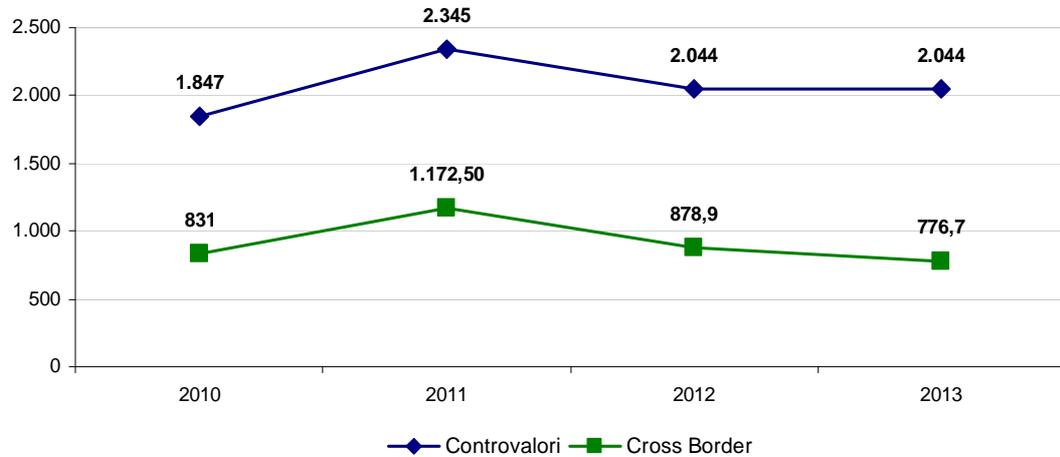
Tabella 3.3 Incidenza in termini percentuali sul controvalore totale delle operazioni cross border (2010-2013)

INCIDENZA OPERAZIONI CROSS BORDER	
2010	45%
2011	50%
2012	43%
2013	38%

Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

Nella tabella 3.3 vengono riportati i valori in termini percentuali di incidenza delle operazioni cross border sul controvalore complessivo, nell'arco temporale che va dal 2010 al 2013. Conoscendo sia i controvalori totali raggiunti ogni anno, sia l'incidenza in termini percentuali delle operazioni cross border, è semplice determinare il valore totale che hanno raggiunto le operazioni cross border. Nel grafico 3.5 viene rappresentato l'andamento dei controvalori totali e l'andamento dei controvalori relativi solamente alle operazioni cross border. Una prima osservazione da fare è che entrambi seguono uno stesso andamento, raggiungendo il valore più alto, sia in termini totali che relativi alle operazioni cross border, nel 2011. Come già detto, infatti, la crescita dell'attività mondiale M&A nell'anno 2011 ha interessato particolarmente l'attività cross border. Rimangono stabili i controvalori totali nel 2012 e nel 2013, mentre dal punto di vista dell'attività cross border calano leggermente nel 2013.

Grafico 3.5 Andamento dei controvalori totali e andamento dei controvalori delle operazioni cross border, in miliardi di euro, dal 2010 al 2013.



Fonte: ns elaborazione

Un'ultima considerazione da fare riguarda i **settori di appartenenza delle imprese target**, ovvero di seguito vengono analizzati i comparti nei quali si effettuano le operazioni di acquisizione, sempre secondo un'ottica mondiale.

Tabella 3.4 Controvalori totali e volumi totali per settore di appartenenza della target (2011)

	CONTROVALORI	VOLUMI
Consumer Markets	463 miliardi	8.207
Industrial Markets	433 miliardi	6.672
Information, Communication	453 miliardi	6.551

Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

Come risulta dalla tabella 3.4, nel 2011 il comparto più attivo risulta essere quello del Consumer Markets, infatti:

- il Consumer Markets si conferma il primo settore sia per i volumi, 8.207 deal completati, sia per il controvalore, 463 miliardi di euro;
- nel comparto dell'Industrial Markets sono stati completati 6.672 deal, raggiungendo 433 miliardi di euro di controvalore, +84% rispetto al 2010;

- il settore dell'Information, Communication & Entertainment ha mostrato una certa vivacità nell'attività di M&A, soprattutto per quanto riguarda le telecomunicazioni, ha effettuato 6.551 operazioni con un controvalore di 453 miliardi di euro;

Tabella 3.5 Controvalori totali e volumi totali per settore di appartenenza della target (2012)

	CONTROVALORI	VOLUMI
Consumer Markets	454 miliardi	7.902
Industrial Markets	349 miliardi	6.394
Information Communication	331 miliardi	6.326
Financial Services	253 miliardi	2.962

Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

Analizzando le operazioni completate nel 2012 rispetto ai settori di appartenenza delle aziende target, dalla tabella 3.5 emergono risultati in linea con gli anni precedenti, in quanto:

- il comparto Consumer Markets continua ad avere il primato sia in termini di volume, 7.902 operazioni completate, sia in termini di valore realizzando 454 miliardi di euro;
- il comparto dell'Industrial Markets realizza 6.394 deals con un controvalore di 349 miliardi di euro;
- per quanto riguarda il settore dell'Information, Communication & Entertainment ha subito un calo del 27% sui valori, mentre è rimasto abbastanza stabile nei volumi, rispetto all'anno precedente;
- il settore Financial Services è il comparto che ha realizzato volumi e controvalori più bassi.

Tabella 3.6 Controvalori totali e valori totali, per settore di appartenenza della target (2013)

	CONTROVALORI	VOLUMI
Consumer Markets	481 miliardi	7.814
Industrial Markets	309 miliardi	5.657
Information Communication	365 miliardi	6.122
Financial Service	252 miliardi	2.828

Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

Dal punto di vista dei settori di appartenenza delle imprese target nel 2013, i risultati emersi e rappresentati in tabella 3.6, sono:

- il comparto Consumer Markets ancora una volta raggiunge il primo posto sia per volumi che per controvalori, si è confermato il settore di maggiore interesse per l'attività di M&A negli ultimi anni;
- al secondo posto, sia per volumi, 6.122 deals, che per controvalore, 365 miliardi di euro, si trova il settore dell'Information, Communication & Entertainment, durante questo anno le operazioni di maggior dimensione si sono concentrate principalmente nei settori delle telecomunicazioni e delle tecnologie;
- il comparto dell'Industrial Markets ha avuto un calo rispetto al 2012 sia nei volumi che nei controvalori;
- infine, il comparto Financial Services, rimane in linea con i risultati ottenuti l'anno precedente, registrando un leggero calo nei volumi.

Concludendo, da un punto di vista globale si osserva che, nell'arco di tempo considerato, i mercati finanziari si sono trovati ad operare in un periodo di forti tensioni, legate anche alla crisi dei debiti sovrani nell'Eurozona, di conseguenza gli operatori hanno dovuto rivedere le loro strategie acquisitive. Il clima fortemente incerto, i mercati finanziari turbolenti, la preoccupazione

circa l'andamento futuro della domanda e il credit crunch²³, hanno condizionato le scelte aziendali.

Il 2011 sembrava aver intrapreso un trend di crescita, ma ciò non è stato possibile affermarlo per i due anni a seguire. Per gli anni avvenire è prevedibile una ripresa delle economie mondiali e il graduale ritorno alla normalità dei mercati finanziari, ma per far sì che ciò avvenga ci deve essere anche una ripresa di fiducia da parte degli operatori riguardo allo sviluppo dei loro business e alla disponibilità dei capitali.

3.3 Il mercato mergers and acquisition, secondo un'ottica europea, dal 2011 al 2013

Durante l'anno 2011 l'Europa si era confermata protagonista del mercato mergers and acquisition, soprattutto nell'attività cross border, mantenendosi su livelli più intensi rispetto agli altri continenti. Infatti l'insieme delle acquisizioni e fusioni europee all'estero, e viceversa, hanno raggiunto 5.217 operazioni, in aumento dell'8% rispetto al 2010, con un controvalore complessivo di 587 miliardi di euro (+65% rispetto al 2010).

Considerando il mercato europeo M&A nella sua totalità si contano 13.401 deals conclusi per un controvalore totale di 889 miliardi di euro.

²³ Per credit crunch si intende "stretta creditizia", può emergere dagli spontanei andamenti dell'economia o essere provocata dalle autorità monetarie. Si ha il primo caso quando le banche sono preoccupate della solvibilità di coloro a cui prestano i soldi e quindi concedendo prestiti a condizioni più rigide: aumentando i tassi d'interesse o chiedendo più garanzie. Si ha invece la stretta pilotata dalle Banche centrali quando sono queste che inducono le banche a fare meno prestiti, e questo pesante invito può assumere varie forme: alzando i tassi di interesse, o aumentando la riserva obbligatoria. *Fonte:* www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/C/Credit-crunch.shtml?uuiid=dfd09c6-5804-11dd-93cb-a54c5cfd900DocRulesView=Libero

Il trend crescente europeo nel 2011 è dovuto sia dal positivo andamento dei principali Paesi, sia dalle performance positive raggiunte nei paesi del Centro e Sud Europa. L'unico paese che prosegue con un trend negativo, avviato nel 2008, è la Germania.

Per quanto riguarda i comparti in cui sono state effettuate le operazioni di M&A nel 2011 sono classificati nella tabella 3.7, all'interno della quale sono inseriti sia i controvalori che i volumi realizzati per ogni settore.

Tabella 3.7 Volumi totali e controvalori totali, in miliardi di euro, per settore di appartenenza della target in Europa (2011)

	CONTROVALORI	VOLUMI
Consumer Markets	204 miliardi	4.020
Industrial Markets	160 miliardi	2.948
Information Communication & Entertainment	160 miliardi	2.814
Financial Services	107 miliardi	1.474
Energy & Utilities	196 miliardi	939
Support Services & Infrastructure	62 miliardi	1.206
TOTALE	889 miliardi	13.401

Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

Nella tabella 3.7 sono riportati i controvalori e i volumi totali per settore di appartenenza della target nel 2011. Il comparto Consumer Markets, detiene il primato, oltre che a livello mondiale, anche a livello europeo, possiede il 23% dei controvalori totali, realizzando un valore di 204 miliardi di euro e realizzando ben 4.020 deals. Al secondo posto si posiziona il settore dell'Energy & Utilities con un valore totale di 196 miliardi di euro, anche se i deals realizzati sono solamente 939, infatti il secondo posto per volumi riguarda il comparto dell' Industrial Markets.

A pari merito si trovano il settore dell'Information, Communication & Entertainment e dell'Industrial Markets con 160 miliardi di controvalore.

I comparti che invece hanno realizzato valori minori sono quelli del Support Services & Infrastructure e del Financial Services.

Il 2011 aveva dimostrato un andamento abbastanza positivo nel mercato M&A europeo, lo stesso non può essere affermato per il 2012, il quale ha evidenziato una contrazione generale sia nei controvalori sia nel numero di operazioni di acquisizione completate.

Le previsioni per il 2012 vengono infatti influenzate da alcuni fattori, i quali riguardano il rallentamento di alcune economie avanzate, l'arretramento previsto per alcuni paesi europei e l'instabilità finanziaria dei mercati globali. A seguito delle pressioni sui mercati interni a causa dell'andamento delle economie nazionali, le imprese europee potrebbero diventare più target che acquirenti e provvedere contemporaneamente a ridimensionare e dismettere i loro asset extraeuropei. Infatti l'attività europea M&A nel complesso ha subito una battuta d'arresto, si sono ridotti sia i volumi, scesi a 12.037 operazioni sia i controvalori, scesi a 617 miliardi di euro.

Le operazioni cross border però hanno ottenuto risultati importanti, infatti rappresentano il 66% del valore complessivo del mercato M&A.

Per quanto riguarda i comparti delle società acquisite, nella tabella sottostante, tabella 3.8, sono riportati i dati circa i volumi e controvalori registrati nel 2012, per ogni comparto di appartenenza delle imprese target.

Tabella 3.8 Volumi totali e controvalori totali, in miliardi di euro, per settore di appartenenza della target in Europa (2012)

	CONTROVALORI	VOLUMI
Consumer Markets	130 miliardi	3.611
Industrial Markets	123 miliardi	2.528
Information Communication & Entertainment	80 miliardi	2.528
Financial Services	123 miliardi	1.324
Energy & Utilities	93 miliardi	843
Support Services & Infrastructure	68 miliardi	1.203
TOTALE	617 miliardi	12.037

Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

La tabella 3.8 riporta i controvalori e i volumi realizzati in ogni settore in cui le imprese europee vanno ad acquisire nell'anno 2012. Il Consumer Markets si conferma il settore più interessante per controvalori, realizzando 130 miliardi di euro, in questo ambito assumono un ruolo importante il settore farmaceutico e il settore Food & Beverage. Anche per quanto riguarda i volumi conferma il suo primato, con 3.611 deals.

Il comparto Financial Services ha registrato un incremento nel controvalore dell'11% rispetto all'anno precedente realizzando un controvalore di 123 miliardi di euro, mentre i volumi si sono ridotti del 15%, passando da 1.474 nel 2011 a 1.324 nel 2012. Considerando i controvalori, i valori più bassi si sono registrati nel settore del Support Services & Infrastructure e nell'Information, Communications & Entertainment, mentre per quanto riguarda i volumi, il settore che ha raggiunto volumi più bassi è l'Energy & Utility.

Anche se il mercato mondiale M&A nel 2013 non si è ancora ripreso, l'Europa invece si conferma uno dei principali players del mercato globale mergers and acquisition. Il ritorno dei Big Deals²⁴ ha consentito all'attività di M&A europea di riprendere vigore, infatti i controvalori complessivi europei sono aumentati del 5% rispetto al 2012, raggiungendo 649 miliardi di euro. Leggermente in diminuzione tuttavia sono i volumi ottenuti i quali sono passati da 12.037, nel 2012, a 11.233.

Nella tabella 3.9 sono indicati i valori totali e i volumi complessivi realizzati, per ogni settore di attività della società target, durante l'anno 2013 in Europa.

²⁴ I Big Deals sono operazioni di acquisizione che superano il miliardo di euro di controvalore.

Tabella 3.9 Volumi totali e controvalori totali, in miliardi di euro, per settore di appartenenza della target in Europa (2013)

	CONTROVALORI	VOLUMI
Consumer Markets	104 miliardi	3.482
Industrial Markets	136 miliardi	2.471
Information Communication & Entertainment	78 miliardi	2.247
Financial Services	110 miliardi	1.123
Energy & Utilities	143 miliardi	787
Support Services & Infrastructure	78 miliardi	1.123
TOTALE	649 miliardi	11.233

Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

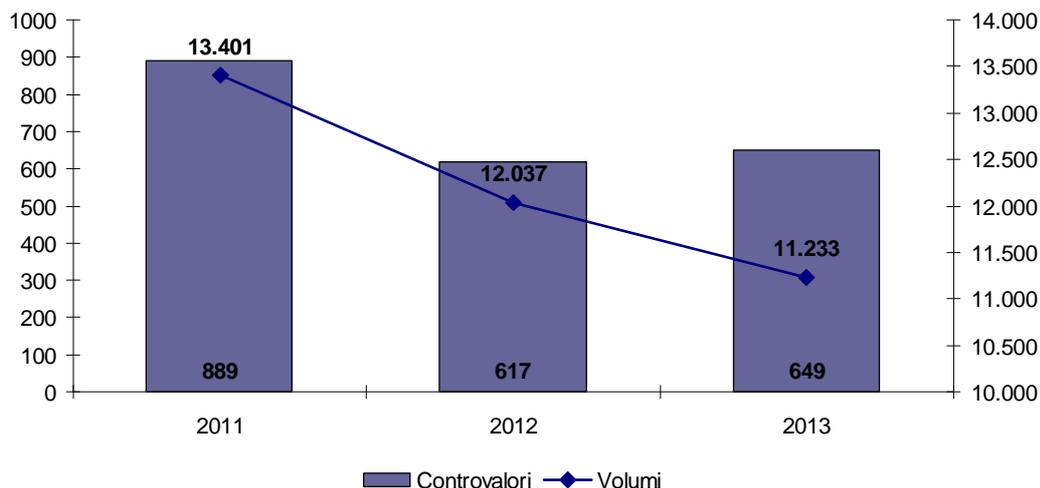
Dalla tabella 3.9 si osserva un andamento assai differente rispetto agli anni passati, per quanto riguarda i controvalori. Il comparto Consumer Markets ha registrato un decremento del 22%, perdendo così il primato e posizionandosi addirittura al quarto posto. Il comparto che domina in questo anno per i controvalori realizzati e che ha registrato un aumento del 22% rispetto al 2012 è l'Energy & Utilities, realizzando 143 miliardi di euro. Questo perché durante l'anno sono state portate a termine alcune importanti operazioni di acquisizione nel settore energetico come ad esempio il deal TNK-BP. L'Industrial Market è rimasto in linea con l'anno precedente come anche il comparto dell'Information, Communication & Entertainment, del Financial Services e del Support Services & Infrastructure.

Analizzando le operazioni di fusione e acquisizione in termini di volume, rispetto al settore di appartenenza dell'impresa acquisita, si osserva un andamento piuttosto stabile e in linea con i volumi realizzati l'anno precedente nei vari comparti, anche se i volumi in termini assoluti sono diminuiti rispetto al 2012.

Concludendo è possibile di affermare che l'andamento dei controvalori totali a livello europeo si discosta leggermente da quanto visto a livello mondiale, soprattutto nell'anno 2013. Questo si osserva nel grafico 3.6, dove è

rappresentato graficamente l'andamento dei controvalori nell'arco temporale 2011-2013.

Grafico 3.6 Andamento dei volumi totali e controvalori totali, in miliardo di euro, a livello europeo dal 2011 al 2013



Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

Il 2011 è stato l'anno in cui si sono registrati controvalori maggiori, mentre nell'anno successivo si è registrata una rilevante contrazione dei controvalori, questo a causa dell'instabilità finanziaria che continua a caratterizzare i mercati. Nel 2013 invece si osserva una ripresa del mercato, ma solamente dal punto di vista dei controvalori totali, i quali sono aumentati di circa il 5 per cento rispetto all'anno precedente, questa ripresa del mercato si osserva solamente a livello europeo, infatti dal punto di vista mondiale il 2013 aveva registrato un controvalore totale uguale al 2012. Relativamente ai volumi totali si osserva un trend decrescente dal 2011 al 2013, nonostante i controvalori siano aumentati nel 2013, i volumi invece sono diminuiti.

3.4 Il mercato mergers and acquisition in Italia

Di seguito viene descritto l'andamento del mercato M&A italiano, in un primo momento viene descritto l'andamento generale circa i volumi e i controvalori realizzati dal 2011 al 2013, dopo di che viene analizzata l'attività cross border svolta dalle imprese italiane ed infine vengono esaminati i settori di appartenenza delle imprese target.

3.4.1 Andamento generale del mercato M&A italiano

Anche in Italia si intravedono i primi segnali di ripresa durante l'anno 2011, ma nonostante ciò l'attività M&A italiana rimane su valori molto inferiori rispetto alla media. Questo perché il mercato italiano è caratterizzato in gran parte da piccole medie aziende che non hanno saputo fare il salto di qualità, come invece è avvenuto in molti Paesi esteri, ci deve essere inoltre un cambio di mentalità da parte degli imprenditori italiani. Tuttavia qualcosa si sta muovendo, l'attività M&A negli ultimi anni sta crescendo.

Nel 2011 si osserva una dinamicità del mercato italiano (tabella 3.10), già avviata nell'anno precedente, dimostrata dall'incremento del 18% delle operazioni completate, infatti da 279 operazioni portate a termine nel 2010 si passa a 329 deals nel 2011, con un controvalore totale di 28 miliardi di euro. Lo stesso non è possibile affermarlo per quanto riguarda l'anno 2012, durante il quale si è registrato un calo in termini di controvalore totale realizzato, l'8% in meno rispetto al 2011, raggiungendo circa 26 miliardi di euro, mentre i volumi realizzati ammontano a 340.

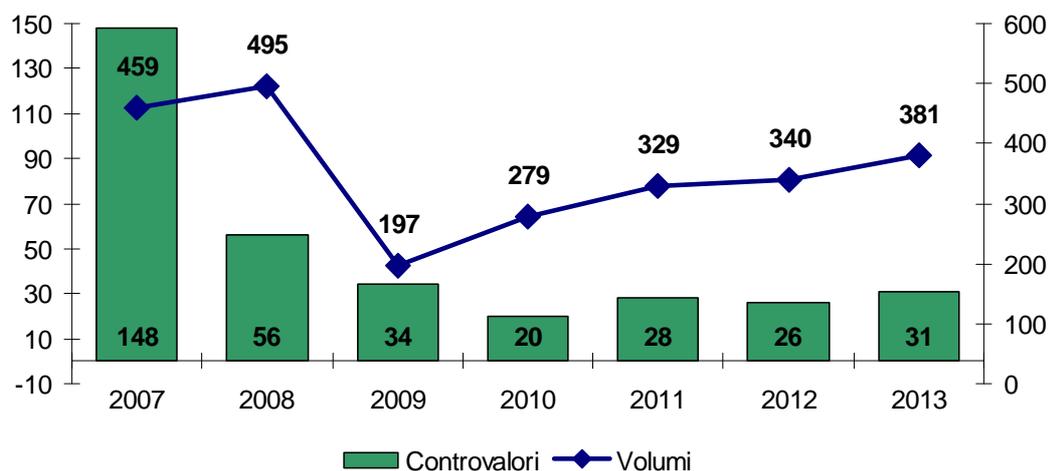
La ripresa in Italia sembra essere molto lenta, ma nel 2013 si consolidano i segnali di ripresa chiudendo con 381 operazioni per un controvalore di 31 miliardi di euro.

Tabella 3.10 Volumi e controvalori complessivi del mercato M&A italiano dal 2007 al 2013

ANNI	CONTROVALORE	VOLUMI
2007	148 miliardi di euro	459
2008	56 miliardi di euro	495
2009	34 miliardi di euro	197
2010	20 miliardi di euro	279
2011	28 miliardi di euro	329
2012	26 miliardi di euro	340
2013	31 miliardi di euro	381

Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

Grafico 3.7 Controvalori, in miliardi di euro, e volumi totali delle operazioni completate nel mercato M&A italiano dal 2007 al 2013



Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

Il grafico 3.7 evidenzia i controvalori totali ottenuti e i volumi realizzati dal 2007 al 2013 sul mercato M&A italiano. Per quanto riguarda i volumi si osserva un andamento crescente dal 2009 al 2013, un andamento discontinuo invece si presenta per quanto riguarda i valori realizzati.

Nel 2007 c'era stato un picco molto elevato di controvalori, naturalmente in quell'anno non era ancora avvenuta la crisi che invece ha influenzato gli anni successivi. Dal 2008 al 2010 difatti i controvalori totali sono scesi drasticamente. Nel 2011 si nota una ripresa del mercato, infatti il controvalore totale è aumentato circa del 40% rispetto all'anno precedente,

questo può essere un segnale incoraggiante per il mercato M&A italiano, anche se sono valori ancora molto lontani dai quelli registrati nel 2007.

La crescita di controvalore dal 2010 al 2011 è determinata principalmente dalle poche grandi operazioni portate a termine in questo anno e che invece erano assenti nell'anno precedente. I dati in rialzo osservati nel 2011, però, non devono essere interpretati come un'uscita definitiva dal tunnel della crisi anche perché lo scenario economico recessivo continua a penalizzare l'andamento del mercato italiano, soprattutto nella seconda parte dell'anno e nell'anno successivo.

Nel 2012, infatti, i controvalori segnano un andamento leggermente in ribasso, questo è giustificato dal fatto che il mercato italiano è caratterizzato ancora da uno scenario economico recessivo, influenzando così le fusioni e acquisizioni. La diminuzione dei controvalori ha interessato le operazioni di acquisizione di tutte le fasce dimensionali, eccezione fatta per i deals di grandi dimensioni. Questo significa che, in linea generale, tutte le operazioni concluse nel 2012 hanno realizzato controvalori bassi tranne le operazioni di grandi dimensioni le quali hanno ottenuto controvalori elevati, ma nonostante ciò non sono riuscite a far aumentare il controvalore totale.

Finalmente nel 2013 migliorano le condizioni dei mercati finanziari italiani, registrando, infatti, un aumento dei controvalori, questo grazie alla crescita dei mega deals che ha caratterizzato il 2013.

Facendo un confronto dell'andamento dei controvalori totali italiani rispetto all'andamento evidenziato precedentemente a livello mondiale ed europeo è possibile concludere che nel 2011 e nel 2012 in tutte e tre le ottiche si registra uno stesso andamento, ovvero si raggiungono controvalori più elevati nel 2011 rispetto al 2012. Nel 2013 invece i risultati più interessanti si presentano sul mercato italiano infatti i controvalori totali oltre ad essere aumentati rispetto all'anno precedente hanno anche superato i valori raggiunti nel 2011, cosa che non si è verificata né in Europa né a livello mondiale.

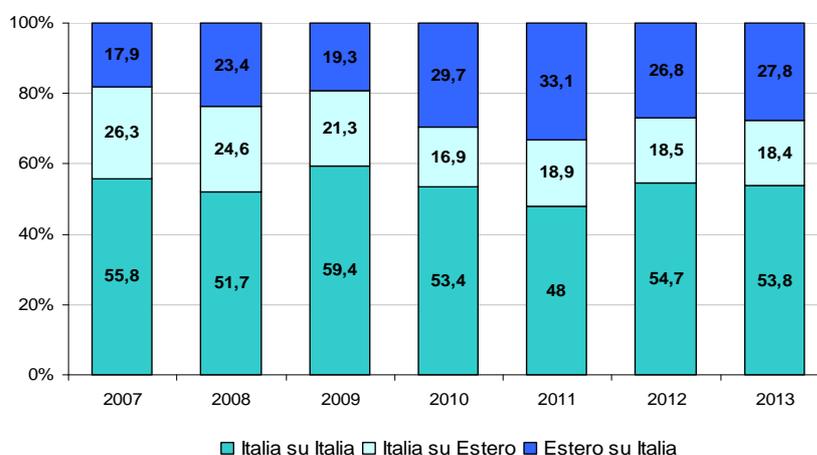
3.4.2 Andamento dell'attività cross border svolta dalle imprese italiane

Per quanto riguarda l'attività cross border svolta dalle imprese italiane nell'arco temporale 2011-2013, viene evidenziato inizialmente l'incidenza, in termini percentuali, sui volumi e sui controvalori totali realizzati. In tal modo è possibile vedere, per ogni anno, in quale misura le operazioni cross border e domestic contribuiscono ai volumi e ai controvalori complessivi.

Il 2011 è stato caratterizzato positivamente dalle operazioni **cross border**, le quali risultano essere aumentate rispetto all'anno precedente (KPMG, 2012 C) e rappresentano il 52% dei volumi realizzati dalle imprese italiane.

Il clima recessivo che invece ha caratterizzato il 2012 ha determinato una certa diffidenza degli investitori stranieri nei confronti del Paese italiano, difatti sono diminuite notevolmente le operazioni Estero su Italia e di conseguenza le operazioni cross border in generale, infatti quest'ultime incidono per il 45,3% sui volumi totali realizzati dalle imprese italiane nel 2012, le operazioni domestic tornano quindi a dominare il mercato italiano. Per quanto riguarda il 2013, i volumi realizzati dall'attività cross border rimangono abbastanza stabili rispetto all'anno precedente.

Grafico 3.8 Incidenza in termini percentuali delle operazioni cross border e domestic rispetto ai volumi totali dal 2007 al 2013

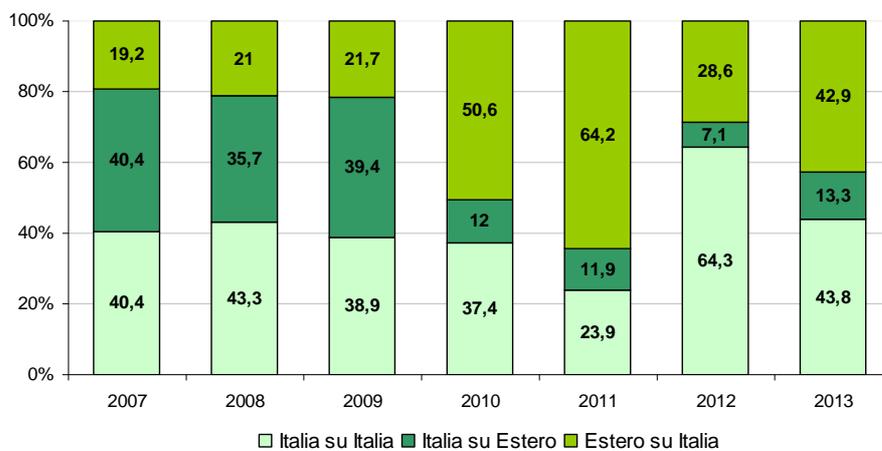


Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

Dal grafico 3.8 è possibile osservare che, in termini di volumi, le operazioni Italia su Italia, sono sempre state superiori alle operazioni cross border, l'unica eccezione viene fatta per l'anno 2011, dove le operazioni cross border hanno superato le operazioni domestiche, questo è dovuto dall'aumento delle operazioni Estero su Italia. Dal 2011 al 2013 le operazioni Italia su Estero si sono affermate intorno al 18% rispetto ai volumi complessivi, mentre le operazioni Estero su Italia si sono ridotte negli anni 2012 e 2013, questo compensa l'aumento delle operazioni domestiche in quel biennio.

Nel grafico seguente è possibile osservare l'incidenza, in termini percentuali, delle operazioni cross border e domestic rispetto ai controvalori totali realizzati.

Grafico 3.9 Incidenza in termini percentuali delle operazioni cross border e domestic rispetto ai controvalori totali dal 2007 al 2013



Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

Rispetto ai controvalori, dal grafico 3.9, si osserva che dal 2007 al 2013 le operazioni cross border hanno avuto un peso maggiore rispetto alle operazioni domestiche. Questo significa che le operazioni Italia su Estero e Estero su Italia hanno realizzato controvalori più elevati rispetto alle operazioni Italia su Italia. Dal 2010 al 2013 si osserva un andamento altalenante, soprattutto nel 2011 le operazioni domestiche hanno registrato un

calo del loro peso rispetto all'attività M&A complessiva, infatti solamente il 23,9% dei controvalori totali riguarda le operazioni Italia su Italia. Nello stesso anno, però, è aumentata notevolmente l'incidenza delle operazioni Estero su Italia, questo trend crescente si era già avviato nel 2010. Un'eccezione che è possibile osservare si presenta nell'anno 2012 dove il peso delle operazioni domestiche sul controvalore totale è più che raddoppiato rispetto all'anno precedente, e quindi si è ridotta notevolmente l'incidenza delle operazioni cross border. Nell'anno 2013 però, dove si intravedono segnali di ripresa, gli operatori esteri sono tornati ad investire in Italia, portando a termine operazioni con elevato valore, infatti l'incidenza dei controvalori delle operazioni Estero su Italia è salita al 42,9%.

Riassumendo è possibile dichiarare che negli anni presi in considerazione, ovvero 2011, 2012, 2013, l'attività cross border ha dominato, sia in termini di volumi che di controvalori nell'anno 2011, realizzando complessivamente 21 miliardi di euro di controvalore contro i 7 miliardi realizzati dalle operazioni domestiche. Per quanto riguarda l'anno 2012, come già affermato, a dominare il mercato italiano M&A sono state le operazioni domestiche, sia per quanto riguarda i volumi che i controvalori. Nell'anno 2013, invece, si registra una ripresa dell'attività cross border ma solo in termini di controvalori, realizzando 17 miliardi di euro, mentre le transazioni domestiche anche nel 2013 hanno raggiunto i volumi più alti, completando 205 operazioni, come è possibile osservare dalla tabella 3.11.

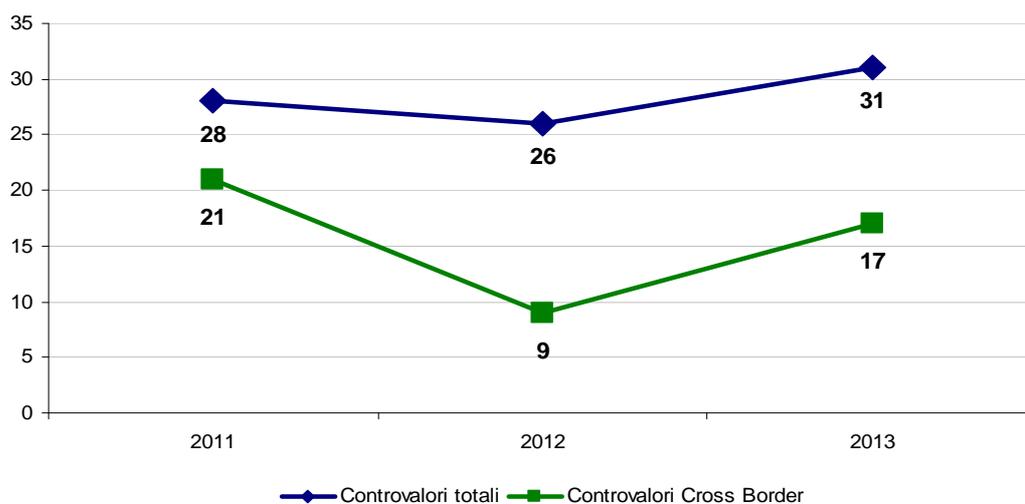
Tabella 3.11 Controvalori e volumi realizzati dall'attività cross border e domestic negli anni 2011-2013

	CROSS BORDER		DOMESTIC	
	VALORI	VOLUMI	VALORI	VOLUMI
2011	21 miliardi	171	7 miliardi	158
2012	9 miliardi	154	17 miliardi	186
2013	17 miliardi	176	14 miliardi	205

Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

Di seguito, nel grafico 3.10, viene rappresentato l'andamento dei controvalori totali dal 2011 al 2013 e l'andamento dei controvalori relativi alle operazioni cross border. Si osserva che nel 2011 gran parte dei controvalori totali realizzati riguardano le operazioni cross border, infatti, come visto sopra, tali operazioni rappresentavano circa il 76%. Nel 2012 invece si nota un calo dell'attività cross border, raggiungendo solamente 9 miliardi di euro, un leggero calo si è verificato anche per quanto riguarda i controvalori totali. Nel 2013 si registra finalmente una netta ripresa in termini di valori totali, anche i controvalori relativi alle operazioni cross border sono aumentati infatti incidono, in termini percentuali, per il 56%.

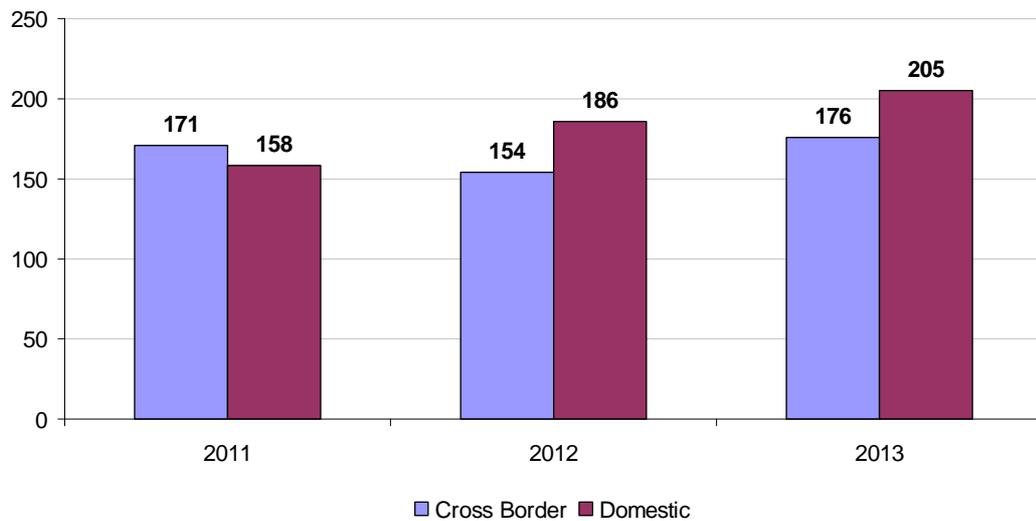
Grafico 3.10 Andamento dei controvalori totali e dei controvalori relativi alle operazioni cross border, dal 2011 al 2013



Fonte: ns elaborazione

Di seguito viene rappresentato graficamente l'andamento delle operazioni cross border e domestic, nel triennio 2011-2013, in termini di volumi.

Grafico 3.11 Andamento delle operazioni cross border e domestic in termini di volumi, 2011-2013

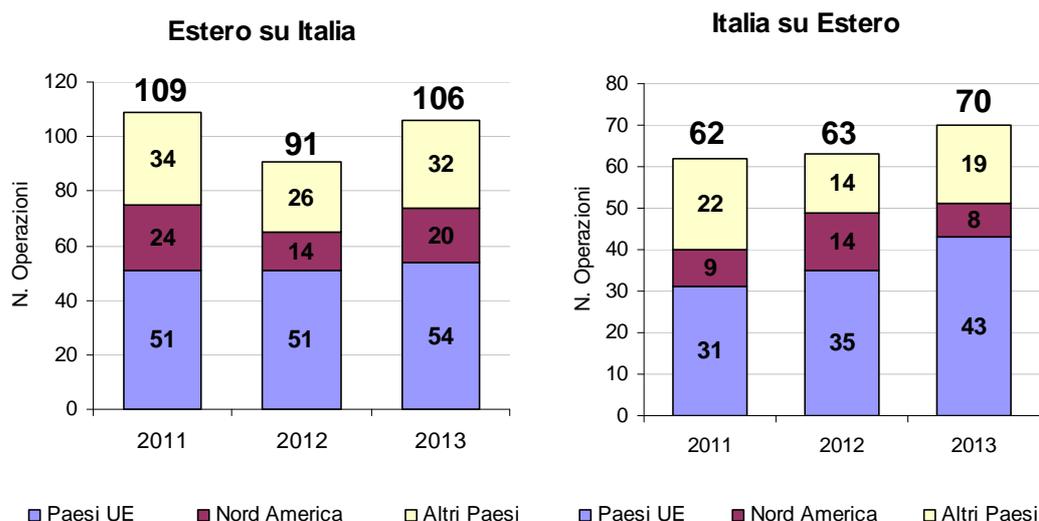


Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

Si osserva dal grafico 3.11 che le operazioni cross border superano le domestic solamente nel 2011, difatti come era già stato visto, in tale anno le operazioni cross border hanno raggiunto il 52 per cento dei volumi totali. Hanno subito, però, un calo nel 2012, dove le operazioni domestiche sono tornate a dominare il mercato italiano. Nel 2013 si è registrato un aumento in entrambe le operazioni, ma le operazioni domestic continuano a dominare il mercato.

Un'ultima osservazione da fare, relativamente alle operazioni cross border, riguarda i Paesi esteri in cui le imprese italiane sono andate ad acquisire, operazioni Italia su Estero, e viceversa, quali Paesi esteri hanno acquisito in Italia, operazioni Estero su Italia, dal 2011 al 2013.

Grafico 3.12 Operazioni cross border per macro aree geografiche dal 2011 al 2013



Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

Dal grafico 3.12 è possibile osservare che, nei tre anni presi in considerazione, i paesi che effettuano più operazioni di acquisizione in Italia sono i Paesi europei, principalmente, quelli maggiormente interessati sono Francia e Regno Unito. Al secondo posto troviamo altri Paesi, i quali negli ultimi anni sembrano essere molto interessati ad acquisire imprese italiane. Tra questi rientrano, oltre alla Cina e India, anche il Giappone, Turchia e Thailandia. Questo significa che alcuni dei paesi emergenti stanno muovendo i loro investimenti in aziende italiane. Infine, 24 deals sono stati conclusi in Italia da parte delle nazioni nordamericane, principalmente da parte degli Stati Uniti. Anche da questo grafico si osserva che nel 2012 sono diminuite le operazioni Estero su Italia, passando da 109 deals conclusi nel 2011, a 91 nel 2012. Nel 2013 invece sono di nuovo aumentate, contando 106 transazioni concluse in Italia da parte di investitori esteri.

Per quanto riguarda le operazioni Italia su Estero, si osserva che hanno tenuto un andamento crescente nei tre anni considerati, raggiungendo, nel 2013, 70 deals. Le imprese italiane preferiscono acquisire aziende europee in tutti e tre gli anni presi in considerazione. Nello specifico, nel 2011, i Paesi europei

maggiormente interessati sono, nell'ordine, il Regno Unito (7 acquisizioni), la Spagna (5 acquisizioni) e la Svizzera (4 acquisizioni). Negli Stati Uniti invece sono state completate 8 transazioni. Sono state completate anche 9 acquisizioni nei paesi BRICS, ovvero nei Paesi emergenti, di cui 5 solamente in Brasile. Nel 2012 invece i Paesi europei maggiormente presi di mira dalle imprese italiane risultano essere la Germania (9 acquisizioni), il Regno Unito (8 acquisizioni) e a seguire Francia, Spagna, Svezia e Paesi Bassi. Sono aumentate le acquisizioni concluse negli Stati Uniti, 12 transazioni contro le 8 del 2011. In calo risultano le acquisizioni nei BRIC, infatti sono state realizzate solamente 6 operazioni.

Anche nel 2013 l'Europa si è confermata l'area di investimento preferita delle imprese italiane. Sono state realizzate 12 acquisizioni in Germania, 7 in Francia e 6 operazioni nel Regno Unito. Negli Stati Uniti sono stati conclusi solamente 8 deals, in calo rispetto all'anno precedente, mentre in Brasile, come nel 2011, sono state realizzate 5 operazioni di acquisizioni.

3.4.3 Analisi per settore di appartenenza dell'impresa target

Come è già stato visto secondo un'ottica globale ed europea, anche a livello italiano vengono messi in evidenza i settori di appartenenza delle imprese target, ovvero i settori nei quali le aziende italiane vanno ad acquisire.

Tabella 3.12 Controvalori, in miliardi di euro, e volumi totali per macrosettore di appartenenza delle imprese target nel 2011

	CONTROVALORI	VOLUMI
Consumer Markets	13 miliardi	122
Energy&Utilities	5 miliardi	23
Industrial Markets	4 miliardi	95
Financial Services	3 miliardi	23
Support Services & Infrastructure	2 miliardi	40
IT & Media	1 miliardi	26
TOTALE	28 miliardi	329

Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

Nella tabella 3.12 sono rappresentati i vari comparti a cui appartengono le imprese target nel 2011. Il settore del Consumer Market risulta essere il protagonista in assoluto del mercato, sia in termini di volumi (37% dei volumi totali) che di controvalori (46% del controvalore totale). In tale comparto infatti si sono realizzate 122 operazioni con un controvalore totale di circa 13 miliardi di euro, numerose acquisizioni sono state effettuate nel comparto alimentare e della moda e del lusso.

Al secondo posto in termini di controvalore c'è il settore dell'Energy & Utilities e a seguire l'Industrial Markets. Dal punto di vista dei volumi realizzati al secondo posto si trova il comparto dell'Industrial Markets, con 95 deals realizzati. Poche operazioni svolte, invece, per i restanti settori, tra cui l'Energy & Utilities, Financial Services e IT & Media.

Per quanto riguarda i comparti in cui hanno acquisito le imprese italiane nel 2012, la situazione sembra essere leggermente cambiata rispetto all'anno precedente.

Tabella 3.13 Controvalori, in miliardi di euro, e volumi totali per macrosettore di appartenenza delle imprese target nel 2012

	CONTROVALORI	VOLUMI
Consumer Markets	4 miliardi	109
Energy&Utilities	7 miliardi	34
Industrial Markets	3 miliardi	95
Financial Services	9 miliardi	20
Support Services & Infrastructure	2 miliardi	41
IT & Media	1 miliardi	41
TOTALE	26 miliardi	340

Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

Infatti, dalla tabella 3.13 si osserva che il comparto che detiene il primato in termini di controvalori risulta essere il Financial Services e non più il Consumer Markets come l'anno precedente. In termini di volumi però il settore Financial Services ha concluso solamente 20 operazioni, questo è

stato possibile perché durante l'anno 2012 si sono conclusi pochi deals con un controvalore superiore al miliardo in tale comparto, quindi si sono realizzate poche operazioni ma con controvalori elevati, questo giustifica il fatto che si trova al primo posto in termini di controvalore ma all'ultimo posto in termini di volumi. Al secondo posto, invece, si conferma nuovamente il settore dell'Energy & Utilities, mentre al terzo si trova il Consumer Markets

Per quanto riguarda i volumi invece, il settore Consumer Markets è quello che ha registrato più operazioni, 109 deals, al secondo posto si trova il settore dell'Industrial Markets, mentre al terzo posto, a pari merito, si trova il comparto Support Services & Infrastructure e IT & Media.

Per quanto riguarda il 2013, l'analisi dell'incidenza dei macro settori delle società target, evidenzia ulteriori variazioni.

Tabella 3.13 Controvalori (in miliardi di euro) e volumi totali per macrosettore di appartenenza delle imprese target nel 2013

	CONTROVALORI	VOLUMI
Consumer Markets	4,7 miliardi	114
Energy&Utilities	8 miliardi	34
Industrial Markets	8 miliardi	114
Financial Services	4,7 miliardi	46
Support Services & Infrastructure	5 miliardi	42
IT & Media	0,6 miliardi	31
TOTALE	31 miliardi	381

Fonte: ns elaborazione su dati Kpmg

In questo anno, dalla tabella 3.13, risulta che il settore dominante, in termini di controvalori, è l'Energy & Utilities raggiungendo 8 miliardi di euro, infatti sono state concluse tre operazioni importanti, le quali, da sole, hanno raggiunto 5,3 miliardi di euro. Al secondo posto si trova il settore dell'Industrial Markets, mentre al terzo si trova il settore del Support

Services & Infrastructure, scende al quarto posto il settore del Financial Services a pari merito con il Consumer Markets.

Per quanto riguarda i volumi, al primo posto si trova ancora una volta il settore Consumer Market insieme all'Industrial Market, in entrambi i settori le imprese italiane hanno realizzato 114 operazioni di acquisizione. Al secondo posto sale il settore del Financial Services, mentre al terzo si trova il comparto del Support Services & Infrastructure.

Capitolo quarto. Analisi empirica del trend di M&A activity in Italia dal 2011 al primo trimestre 2014

4.1 Introduzione

Nella parte precedente di questo elaborato è stato esaminato teoricamente il fenomeno delle mergers and acquisition, in un primo momento, è stato dimostrato che l'attività M&A consente alle imprese di sviluppare una crescita esterna, con conseguente creazione di valore, naturalmente ciò è possibile solo se vengono seguite adeguatamente le diverse fasi che compongono il processo di acquisizione, con particolare attenzione alla fase integrativa, dalla quale può dipendere il successo o l'insuccesso dell'operazione. Nel terzo capitolo, invece, è stato esaminato l'andamento del mercato mergers and acquisition da un punto di vista globale, europeo e italiano. Questo è servito come base teorica per lo studio empirico che verrà affrontato in questa ultima parte.

In questo capitolo è stato individuato un campione di aziende italiane quotate, con l'obiettivo di analizzare nel dettaglio le tipologie e le strategie di acquisizione messe in atto dalle stesse, in un arco temporale che va dal 2011 al primo trimestre del 2014. Verrà fatta, in primo luogo, una distinzione tra le operazioni domestiche e cross border, successivamente verrà analizzato il settore di appartenenza delle imprese target, andando così a studiare la strategia utilizzata dalle imprese bidder appartenenti al campione.

L'arco temporale preso in considerazione in questo studio empirico riguarda gli anni che vanno dal 2011 al primo trimestre del 2014. Questi anni sono cruciali per le imprese italiane, le quali sono condizionate dalla crisi che ha colpito i mercati finanziari nel 2008 e che ha portato ad un rallentamento dell'economia reale. L'obiettivo è vedere come hanno reagito le imprese in

questo periodo turbolento, in cui si è registrato un rallentamento anche nel mercato M&A.

4.2 La ricerca delle informazioni

Le aziende italiane quotate sulla Borsa Italiana, in totale risultano essere 326²⁵. In questo elaborato viene preso in esame un campione di 135 imprese, queste sono aziende italiane quotate in modo continuo dal 2005 al 2014.

I dati e le informazioni utilizzati in questa analisi sono stati ottenuti consultando il database Zephyr di Bureau Van Dijk.

Come prima cosa sono state raccolte tutte le informazioni utili per questa analisi per ogni singola azienda del campione, inizialmente è stato verificato se sono state effettuate operazioni di acquisizioni all'interno dell'arco temporale preso in considerazione, dopo di che, per le imprese che hanno effettuato almeno un'operazione di acquisizione, sono stati registrati i dati relativi a ogni singola operazione di M&A. La fase relativa alla ricerca di informazioni riguarda in un primo momento l'individuazione del settore di appartenenza delle imprese del campione, all'interno del database Zephyr, infatti, è possibile trovare una descrizione sintetica circa l'attività economica svolta dall'impresa, dopo di che è stato individuato, per ogni impresa bidder, il nome dell'impresa che ha acquisito, il relativo Paese di provenienza e il relativo settore di appartenenza. Una volta ottenuti i dati relativi alle imprese target, l'analisi procede alla ricerca dei dati relativi l'operazione stessa di M&A, nello specifico è stato ricercato l'anno in cui si è conclusa l'operazione di acquisizione, la quota acquisita dall'impresa bidder, il prezzo

²⁵ Il 2013 si chiude con 326 società quotate sui mercati di Borsa Italiana. Nel dettaglio: 290 società sul mercato MTA e 36 su AIM Italia. Fonte: www.borsaitaliana.it

pagato per concludere l'operazione e la modalità di pagamento utilizzata per concludere la trattativa.

4.3 L'analisi del campione

Da una prima verifica del campione è possibile individuare due gruppi, come detto sopra, dove in uno rientrano tutte le aziende che hanno effettuato operazioni di mergers and acquisitions mentre nell'altro rientrano le aziende che non hanno effettuato operazioni di M&A nell'arco temporale considerato.

Tabella 4.1 Composizione del campione di imprese

Imprese che hanno effettuato operazioni M&A	69
Imprese che non hanno effettuato operazioni M&A	66
Totale	135

Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Nella tabella 4.1 sono state suddivise le imprese del campione, 69 sono le imprese che hanno concluso almeno un'operazione di acquisizione, mentre le restanti 66 sono le imprese che non hanno concluso nessuna operazione di M&A, qui rientrano sia le aziende che non hanno effettuato operazioni di acquisizione, sia le aziende che hanno annunciato un'operazione di M&A ma che non è mai stata portata a termine nell'arco temporale considerato.

Analizzando nello specifico solamente le imprese che hanno effettuato operazioni di M&A, emerge che circa il 38% delle imprese ha concluso solamente un'operazione di M&A, ovvero 26 imprese, circa la metà delle aziende prese in considerazione (il 52%), invece, ha concluso da 2 a 5 operazioni e il restante 10% ha concluso più di 6 operazioni, come è possibile osservare dalla tabella 4.2.

Tabella 4.2 Classificazione delle imprese che hanno effettuato operazioni di M&A in base al numero di operazioni concluse

imprese che hanno fatto 1 operazione	26
imprese che hanno fatto da 2 a 5 operazioni	36
imprese che hanno fatto da 6 a più operazioni	7
TOTALE IMPRESE ATTIVE	69

Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

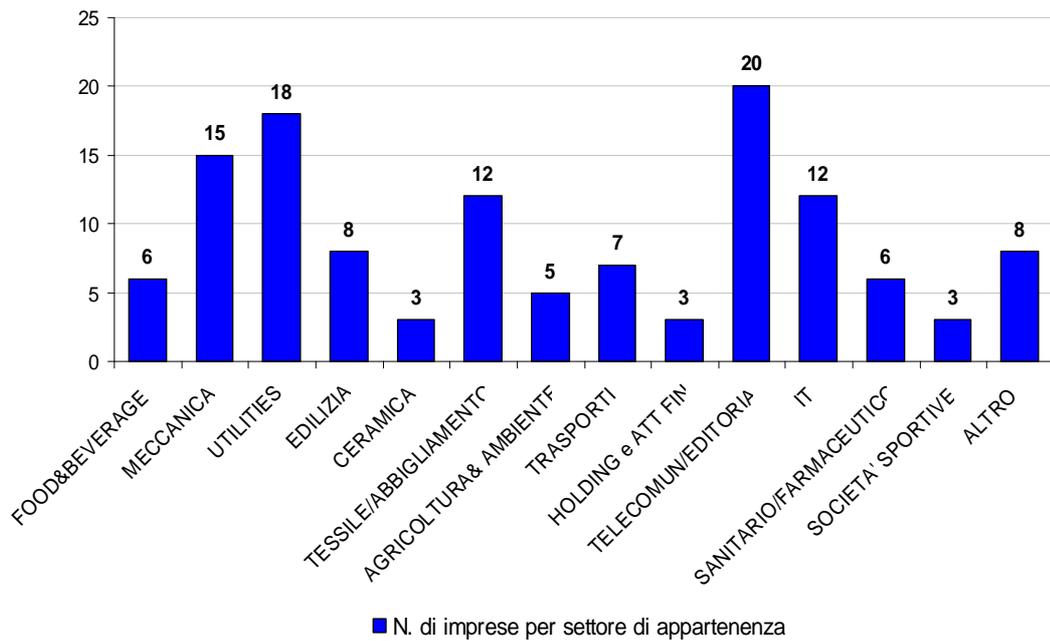
In linea generale le imprese italiane considerate nel campione di riferimento tendono a effettuare poche operazioni di acquisizione, infatti solamente 7 di esse hanno concluso più di 6 operazioni nell'arco temporale considerato.

Una spiegazione a ciò può essere data considerando il periodo di riferimento, infatti le imprese italiane si trovano ad operare su mercati instabili e turbolenti a causa della crisi avviata nel 2008, quindi, di fronte a un ambiente ostile come quello che caratterizza questi anni, e alle difficoltà che possono incontrare le imprese circa il sostegno finanziario da parte delle banche, le imprese che intendono realizzare operazioni di M&A tendono ad essere più prudenti.

Un'ultima considerazione da fare relativamente al campione di imprese, sta nell'individuare il settore di appartenenza delle imprese bidder. Per individuare il settore di appartenenza viene utilizzata la classificazione delle attività economiche, denominata Ateco 2007²⁶.

²⁶ La classificazione delle attività economiche è una tipologia di classificazione adottata dall'Istituto Nazionale di Statistica italiano, ISTAT. A partire dal 1° gennaio 2008, l'Istat ha adottato la nuova classificazione delle attività economiche, denominata Ateco 2007, il quale è uno strumento di codifica automatica che consente di attribuire ad ogni azienda un codice sulla base di una descrizione sintetica dell'attività economica svolta. *Fonte:* <http://www.istat.it/it/archivio/17888>.

Grafico 4.1 Numero di imprese, del campione, suddivise per settore di appartenenza



Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Nel grafico 4.1 vengono suddivise tutte le imprese del campione in base al loro settore di appartenenza. Si osserva che le imprese bidder, del campione, principalmente appartengono al settore delle Telecomunicazioni e dell'Editoria e al settore delle Utilities, lasciando al terzo posto un comparto tradizionale come quello della Meccanica, a seguire ci sono, a pari merito, i settori dell'IT e del Tessile/Abbigliamento.

4.4 Andamento generale del campione

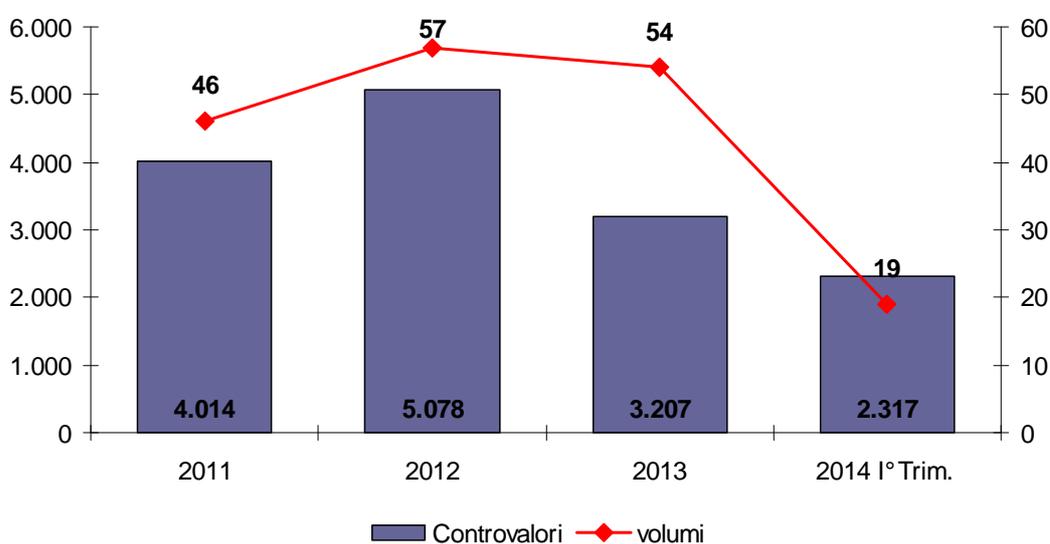
Relativamente a questa prima parte dell'analisi del campione di riferimento, è interessante evidenziare l'andamento dei controvalori e dei volumi totali realizzati anno per anno dalle imprese del campione. I valori e volumi realizzati sono inseriti nella tabella 4.3.

Tabella 4.3 Controvalori totali, in milioni di euro, e volumi totali del campione dal 2011 al primo trimestre del 2014

ANNI	CONTROVALORI	VOLUMI
2011	4.014	46
2012	5.078	57
2013	3.207	54
2014 I°Trim	2.317	19

Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Grafico 4.2 Controvalori totali, in milioni di euro, e volumi totali del campione dal 2011 al primo trimestre del 2014



Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Si osserva, dal grafico 4.2 che l'anno in cui si sono realizzati controvalori totali maggiori risulta essere il 2012, con 5.078 milioni di euro. Il 2012 infatti è stato l'anno in cui le imprese del campione hanno realizzato anche più operazioni di M&A, in quanto i volumi risultano essere aumentati del 24 per cento rispetto all'anno precedente, infatti da 46 operazioni concluse nel 2011, sono aumentate a 57 quelle realizzate nel 2012. Inoltre, come verrà visto nelle tabelle 4.8 e 4.9, nel 2012 erano state realizzate numerose operazioni di acquisizioni con controvalori più elevati rispetto agli altri anni considerati in questo elaborato.

Nel 2013, invece, si è registrato un calo in termini di valori, raggiungendo solamente 3.207 milioni di controvalore totale, infatti le operazioni concluse nel 2013 non hanno raggiunto controvalori elevati come l'anno precedente, un leggero calo, pari al 5 per cento, si è registrato anche in termini di volumi. È necessario sottolineare il fatto che all'interno del database Zephyr non sempre sono state trovate tutte le informazioni utili in questa analisi, difatti relativamente alcune operazioni di acquisizioni non era riportato il corrispondente valore, perciò l'andamento dei controvalori è stato determinato sulla base delle informazioni disponibili.

Per quanto riguarda il 2014 i dati sono relativi all'attività M&A svolta nel primo trimestre e non all'intero anno, è possibile concludere quindi che in soli tre mesi si è raggiunto un controvalore pari a più della metà del controvalore totale dell'anno precedente, importante, per esempio, è stata l'operazione realizzata da Fiat a gennaio 2014, la quale ha concluso l'acquisizione di Chrysler Group con un controvalore superiore al miliardo.

È possibile supporre che l'anno 2014 porti una svolta al mercato mergers and acquisition che aveva subito un rallentamento negli ultimi anni. Questa tesi viene sostenuta anche nel rapporto Kpmg relativamente il primo semestre 2014, dove sulla base dei dati relativi a tutte le imprese italiane quotate, si registra finalmente una forte accelerazione e si consolidano i segnali di crescita, sono infatti più che raddoppiati sia i volumi che i controvalori rispetto al primo semestre del 2013 (Kpmg, 2014 A). Continua in modo lento, ma costante, il recupero del mercato M&A italiano nel suo complesso e gli analisti Kpmg hanno fiducia per la chiusura dell'anno, infatti, ci sono numerose operazioni annunciate e in via di finalizzazione per oltre 16 miliardi di euro (Kpmg, 2014 C).

4.5 L'attività domestic e cross border

Lo studio procede analizzando i mercati in cui le imprese del campione vanno a effettuare le acquisizioni. Come già illustrato nel primo capitolo, le imprese possono mettere in atto operazioni di tipo domestic oppure cross border. Le operazioni domestic si riferiscono ad acquisizioni avvenute tra imprese dello stesso Paese, in questo caso, si parla di operazioni domestiche se le imprese italiane del campione acquisiscono altre imprese sul mercato italiano. Le operazioni cross border, al contrario, si hanno quando le aziende italiane acquisiscono aziende estere andando a rafforzare la propria presenza nei mercati internazionali, le cosiddette operazioni Italia su Estero, oppure aziende estere acquisiscono un'azienda italiana, operazioni Estero su Italia (www.ilsole24ore.com).

L'analisi effettuata in questo elaborato prende in considerazione solamente le operazioni domestiche, ovvero Italia su Italia e quelle Italia su Estero.

Per stabilire se un'operazione è Italia su Italia oppure Italia su Estero è necessario vedere il Paese di appartenenza dell'impresa target, se l'impresa target è italiana, allora si parla di operazione Italia su Italia, se l'impresa acquisita è un'impresa estera, allora si parla di operazione Italia su Estero.

Nella tabella seguente sono state suddivise tutte le operazioni merger and acquisition portate a termine dalle imprese del campione di riferimento, in base al loro carattere domestico o cross border.

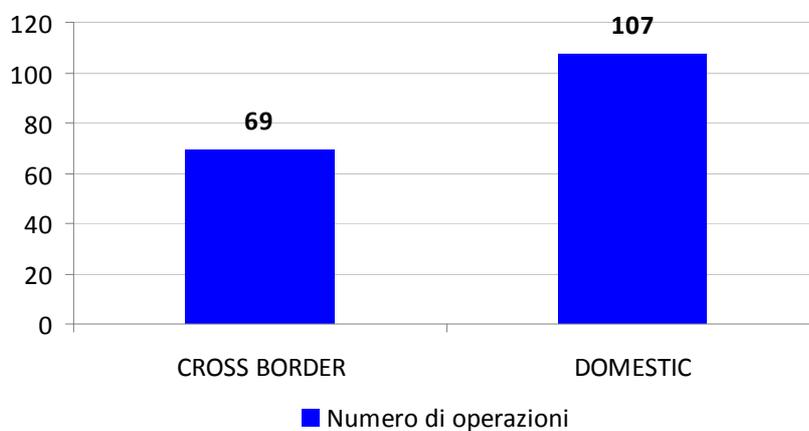
Tabella 4.4 Numero di operazioni cross border e domestic delle imprese del campione, dal 2011 al primo trimestre del 2014

Tipologia di operazione	Numero di operazioni
Domestic	107
Cross Border	69
Totale	176

Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Il mercato italiano è caratterizzato principalmente da operazioni di tipo domestico, come evidenziato nella tabella 4.4, infatti risultano essere 107 le acquisizioni effettuate sul mercato italiano. Le operazioni cross border, invece, ammontano a 69, ciò significa che 69 acquisizioni riguardano imprese estere e non italiane. In totale, dal 2011 al primo trimestre del 2014, sono state completate 176 operazioni dalle imprese appartenenti al campione di riferimento.

Grafico 4.3 Numero di operazioni cross border e domestic dal 2011 al primo trimestre del 2014



Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Nel grafico 4.3 sono state rappresentate tutte le operazioni di acquisizioni fatte dalle imprese del campione negli anni 2011-2014 e suddivise tra operazioni cross border e domestic.

Le operazioni domestic risultano essere maggiori rispetto a quelle cross border, il mercato italiano è quindi caratterizzato principalmente da operazioni di tipo domestico. Questo può essere giustificato dal fatto che le imprese italiane sono caratterizzate da modelli di proprietà ancora fortemente chiusi, principalmente a conduzione familiare, sono imprese di piccole dimensioni e gli operatori nazionali tendono ad avere una mentalità più industriale che finanziaria (Conca, 2010). Inoltre, la carenza di informazioni e la poca esperienza spinge le imprese italiane a non uscire dal Paese. Questo

può spiegare il fatto che le imprese italiane tendono ad acquisire sul mercato italiano. Dall'altro lato però è importante sottolineare che le operazioni cross border si stanno comunque affermando, in questo periodo turbolento, dove il mercato italiano risulta essere sempre più competitivo, alcuni imprenditori vedono nella crisi un'opportunità per migliorare la propria posizione di mercato e guardare quindi oltre frontiera.

Nella tabella sottostante, 4.5, sono state suddivise le operazioni, cross border e domestic, anno per anno, con i relativi totali, in modo tale da osservare l'andamento che hanno avuto negli anni. La prima cosa che è possibile osservare è che le operazioni domestiche risultano essere sempre maggiori di quelle cross border, in tutti gli anni considerati.

In particolare, l'attività domestic ha seguito un andamento crescente dal 2011 al 2012, passando da 25 operazioni a 38, nel 2013 si registra però una leggera contrazione di attività. Per quanto riguarda l'attività cross border ha tenuto un andamento più o meno costante, nell'arco di tempo considerato, nel 2012 si evidenzia una lieve riduzione di operazioni, da 21 a 19, mentre nel 2013 si intravede una piccola ripresa.

Per quanto riguarda il 2014 i dati non sono riferiti all'intero anno bensì solamente all'attività svolta nel primo trimestre, quindi non è possibile fare un confronto tra il 2013 e 2014, l'unica considerazione che è possibile fare è che nel primo trimestre del 2014 sono state realizzate 9 operazioni cross border, circa la metà delle operazioni concluse nell'anno precedente. Questo può essere un dato importante che preannuncia una ripresa dell'attività M&A. Secondo il Rapporto M&A 2013 di Kpmg, si prevede ottimismo per il futuro, si dovrebbe consolidare il filone cross border in quanto, i marchi italiani continuano a riscuotere interesse da parte di investitori esteri e le aziende italiane di eccellenza continueranno ad acquisire all'estero (Kpmg, 2014 D).

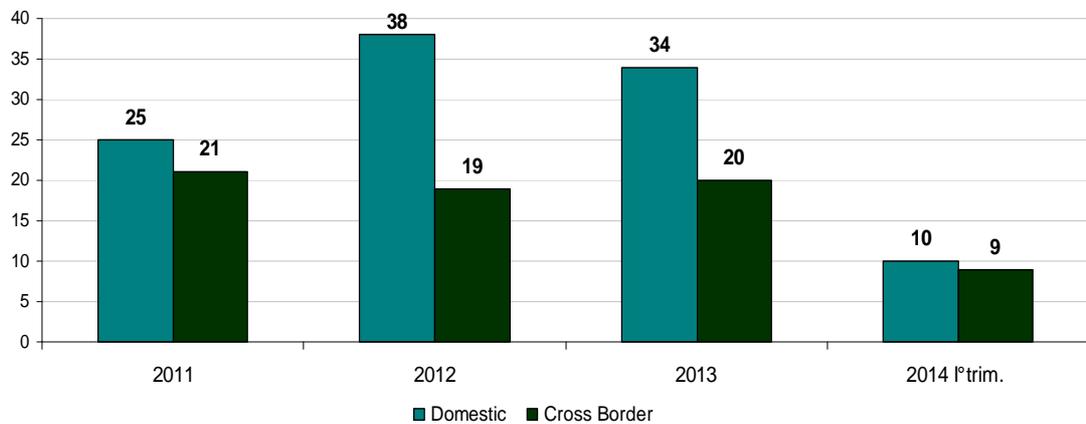
Tabella 4.5 Numero di operazioni cross border e domestic del campione dal 2011 al primo trimestre del 2014

	2011	2012	2013	2014 I° trim.	Totale
Domestic	25	38	34	10	107
Cross Border	21	19	20	9	69
Totale	46	57	54	19	176

Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Di seguito, nel grafico 4.4, è rappresentato graficamente quanto detto sopra.

Grafico 4.4 Andamento delle operazioni cross border e domestic del campione, in termini di volumi, dal 2011 al primo trimestre del 2014



Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Una volta osservato l'andamento generale delle operazioni domestiche e cross border, è interessante vedere quali sono state le più importanti operazioni di acquisizione. Di seguito vengono descritte, anno per anno, le principali operazioni svolte dalle imprese italiane del campione nell'arco temporale di riferimento, facendo una distinzione tra le operazioni Italia su Italia e Italia su Estero.

Nella tabella sottostante sono annotate le principali operazioni di acquisizione **Italia su Italia** concluse nel 2011, dalle imprese del campione, ordinate in base al controvalore.

Tabella 4.6 Acquisizioni Italia su Italia nel 2011

BIDDER	TARGET	CONTROVALORE
Basicnet	Fashion Spa	400 milioni di euro
Finmeccanica	Ansaldobreda Spa	202 milioni di euro
Emak	Comet Spa	82,7 milioni di euro
Buongiorno	Dada.Net Spa	32 milioni di euro
K.R.Energy	Anghiari Srl	10 milioni di euro
Save	Airest	9,7 milioni di euro
Pirelli	Pirelli&C Eco Technology Spa	7 milioni di euro
Erg	Erg Renew Spa	7 milioni di euro
Mondo Home Entert.	Moviemax Italia Srl	3,5 milioni di euro
Datalogic	PPT Vision INC	3 milioni di euro
Edison	Sarmato Energia Spa	2 milioni di euro

Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Dalla tabella 4.6 si osserva che Basicnet e Finmeccanica sono le imprese che hanno concluso operazioni di M&A con controvalore più alto, rispettivamente con 400 e 202 milioni di euro. A seguire Emak che ha acquisito Comet Spa per 82 milioni di euro e Buongiorno, la quale ha acquisito il 100% di Dada.Net Spa.

Le principali operazioni **Italia su Estero**, invece, sono riportate nella tabella 4.7.

Tabella 4.7 Acquisizioni Italia su Estero nel 2011

BIDDER	TARGET	PAESE	CONTROVALORE
Fiat	Chrysler Group LLC	USA	903 milioni di euro
Fiat	Chrysler Group LLC	USA	347 milioni di euro
Fiat	Chrysler Group LLC	USA	87 milioni di euro
Fiat	Zastava Automobili AD	Serbia	700 milioni di euro
Sogefi	Mark IV Systèmes Moteurs SAS	Francia	150 milioni di euro
Recordati	Dr F Frik Ilac San Ve Tic AS	Turchia	130 milioni di euro
Atlantia	Triângulo Do Sol Auto-Estradas SA	Brasile	30 milioni di euro
Atlantia	Triângulo Do Sol Auto-Estradas SA	Brasile	30 milioni di euro
Campari	Sagatiba Brasil SA	Brasile	25 milioni di euro
Reply	Syskoplan AG	Germania	8 milioni di euro

Sorin	Enopace Biomedical LTD	Israele	5 milioni di euro
Benetton	Tekstilna Industrija Nitex Doo's Production	Serbia	3 milioni di euro
Datalogic	PPT Vision INC	USA	3,9 milioni di euro
Brembo	Perdriel SA	Argentina	3,3 milioni di euro
Eurotech	Advanet INC	Giappone	2 milioni di euro
Reply	Portal Technology Systems LTD	Inghilterra	1,8 milioni di euro
Eurotech	Dynatem INC	USA	1,3 milioni di euro
Emak	Epicenter LLC	Ucraina	1,2 milioni di euro

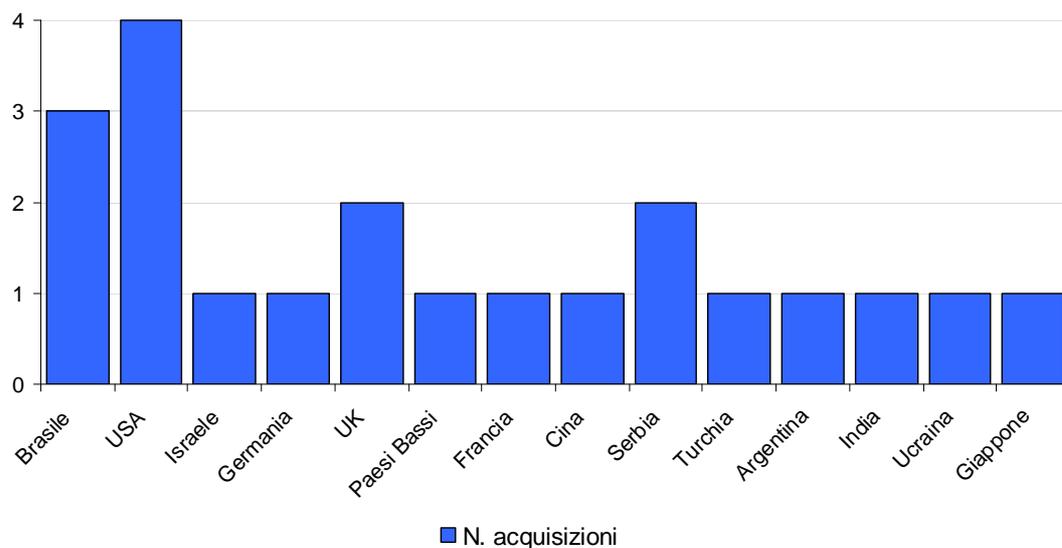
Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Un dato importante che è possibile osservare dalla tabella 4.7 riguarda l'aumento della quota di partecipazione in Chrysler Group LLC da parte di Fiat, nell'anno 2011 infatti ha effettuato ben tre operazioni, passando dal 30% al 53,7%, ottenendo così ufficialmente il controllo della maggioranza del pacchetto azionario e registrando un controvalore totale superiore al miliardo di euro, 1.337 milioni di euro. Come dichiarato anche nel rapporto di Kpmg, infatti, nel 2011 sono aumentate le grandi operazioni, le operazioni che superano il miliardo di euro, da parte delle imprese italiane. Fiat ha acquisito inoltre il 67% di Zastava Automobili AD. Acquisizioni di rilievo sono state fatte anche da Sogefi e Recordati. Anche Atlantia nel corso dell'anno ha effettuato due operazioni di acquisizione nei confronti di Triângulo Do Sol Auto-Estradas SA in Brasile, aumentando così la sua quota di controllo dal 60% all'80%.

Nella tabella 4.7, relativamente alle acquisizioni Italia su Estero, sono riportati anche i Paesi nei quali sono state realizzate le diverse operazioni. È importante vedere i mercati in cui sono andate ad acquisire le imprese del campione per poter capire il motivo per cui hanno preferito un mercato piuttosto di un altro, per vedere se hanno acquisito sul mercato europeo oppure fuori dal continente.

Di seguito vengono rappresentati graficamente i Paesi Esteri nei quali le imprese italiane del campione vanno ad acquisire nel 2011.

Grafico 4.5 Numero di acquisizioni nei Paesi esteri, nel 2011



Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Il grafico 4.5 evidenzia i Paesi Esteri in cui sono andate ad acquisire le imprese del campione. Gli Stati Uniti sono il paese in cui sono state effettuate più operazioni di acquisizione durante l'anno 2011, si contano ben 4 operazioni, a seguire c'è il Brasile con 3 operazioni. In Inghilterra e in Serbia sono state effettuate 2 operazioni, infine, nei restanti paesi indicati nel grafico è stata effettuata una sola operazione di acquisizione.

Facendo un confronto tra i Paesi europei e i Paesi extra-europei, si nota che 6 Paesi, Germania, UK, Paesi Bassi, Francia, Serbia e Ucraina, fanno parte dell'Europa mentre i restanti 8 sono paesi extra-europei, quindi in conclusione, le aziende italiane del campione, durante l'anno 2011, preferiscono acquisire fuori dal continente.

Nel 2012 le operazioni **Italia su Italia** più rilevanti sono indicate nella tabella sottostante.

Tabella 4.8 Acquisizioni Italia su Italia del campione nel 2012

BIDDER	TARGET	CONTROVALORE
Finmeccanica	Alenia Aermacchi Spa	762 milioni di euro
Sintesi	Unione Alberghi Italiani	584 milioni di euro
DMT Digital Multimedia	El Towers Spa	345 milioni euro
Fiera Milano	TLTI Expo Spa	280 milioni di euro
Autostrada To-Mi	Igli Spa	240 milioni di euro
I.M.A	RC Spa	67 milioni di euro
Sias	Autostrade Lombarde Spa	50 milioni di euro
Erg	Enertad Spa	50 milioni di euro
Sias	Sinelec Spa	21 milioni di euro
Kme Group	Intek Spa	17 milioni di euro
K.R. Energy	Anghiari Srl	10 milioni di euro
El.En	Quanta System Spa	5,6 milioni di euro
Beghelli	Impreglio Spa	4 milioni di euro
Interpump	Galtech Srl	3,3 milioni di euro
Interpump	MTC Srl	3 milioni di euro
Basicnet	Fashion Network Spa's Retail Network	2,5 milioni di euro
Enel	Enel Stoccaggi Spa	2,4 milioni di euro

Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Dalla tabella 4.8 si osserva che nel 2012, relativamente al campione di imprese, sono state concluse numerose acquisizioni Italia su Italia con un controvalore elevato, cosa che nell'anno precedente non si era verificato.

Tra le più importanti operazioni: Finmeccanica, la quale ha acquisito il 100% di Alenia Aermacchi Spa, concludendo l'operazione con un controvalore pari a 762 milioni di euro. Sintesi ha acquisito una quota di minoranza di Unione Alberghi Italiani per 584 milioni di euro. Al terzo posto, sulla base del controvalore realizzato, c'è DMT Digital Multimedia, e a seguire Fiera Milano e Autostrade To-Mi.

Di seguito, invece, sono rappresentate le operazioni **Italia su Estero** concluse nel 2012.

Tabella 4.9 Acquisizioni Italia su Estero del campione nel 2012

BIDDER	TARGET	PAESE	CONTROVALORE
Seat Pag Gialle	Lighthouse International Company Sa	Lussemburgo	629 milioni di euro
Amplifon	NHC Group PTY LTD	Australia	372 milioni di euro
Campari	Lascelles de Mercado & Co	Jamaica	310 milioni di euro
Actelios	Falck Renewables PLC	Inghilterra	308 milioni di euro
Fullsix	Retis do Brasil Tecnologia Da Informaçao	Brasile	200 milioni di euro
Datalogic	Accu-Sort System Inc	USA	104 milioni di euro
Pirelli	DÄCKIA Holding AB	Svezia	70 milioni di euro
Safilo Group	Polaroid Eyewear International	Svizzera	65 milioni di euro
Atlantia	Triângulo Do Sol Auto-Estradas SA	Brasile	55 milioni di euro
Sorin	California Medical Laboratories Inc.	USA	11 milioni di euro
Sorin	Cardiosolutions Inc.	USA	6,5 milioni di euro
Amplifon	Maxtone	Turchia	1 milione di euro
Fiat	Chrysler Group	USA	na

Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Dalla tabella 4.9 è possibile osservare che, anche per quanto riguarda le operazioni Italia su Estero, sono state concluse numerose operazioni con un controvalore elevato. Questo sicuramente è un dato positivo, significa che le imprese del campione iniziano a preferire le grandi operazioni piuttosto che le piccole acquisizioni e soprattutto influenzano positivamente la ripresa del mercato italiano M&A.

Tra le operazioni di rilievo si evidenzia l'acquisizione di Lighthouse International Company Sa per un controvalore di 629 milioni di euro da parte di Seat Pagine Gialle.

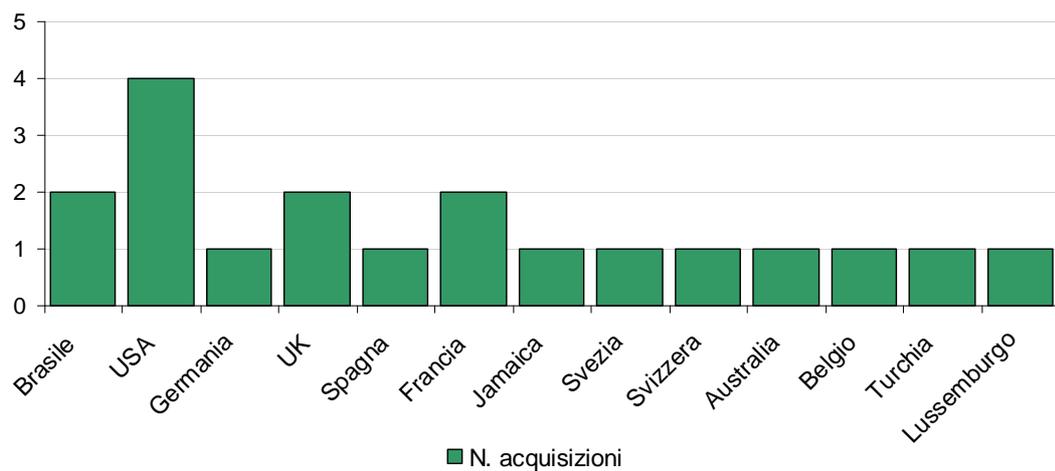
Importante anche il contributo di Amplifon, che nel corso del 2012 è andata ad acquisire, in Australia, NHC Group PTY LTD, con un controvalore di 372 milioni di euro.

Infine, l'acquisizione da parte di Campari del produttore giamaicano di rum Lascelles de Mercado & Co, per circa 310 milioni di euro, andando così ad aggiungere un altro nome nella lunga lista di acquisizioni all'estero compiute negli ultimi anni da parte del Gruppo Campari (KPMG, 2012 B).

Per quanto riguarda Atlantia ha continuato l'acquisizione di Triângulo Do Sol Auto-Estradas SA, in Brasile, arrivando ad acquisirne il 100% per un valore di 55 milioni. Anche Fiat ha continuato l'acquisizione in Chrysler Group, raggiungendo una quota pari al 58%.

Di seguito, nel grafico 4.6, sono rappresentate il numero di operazioni effettuate per ogni Paese estero nel 2012 dalle imprese italiane del campione.

Grafico 4.6 Numero di acquisizioni nei Paesi esteri nel 2012



Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Dal grafico 4.6 si osserva che gli Stati Uniti, anche nel 2012, si confermano al primo posto in termini di numero di operazioni concluse, sono state effettuate, infatti, 4 operazioni di acquisizione da parte delle imprese italiane del campione di riferimento. In Francia, Inghilterra e Brasile sono state effettuate 2 operazioni per ogni nazione, mentre nei restanti Paesi rappresentati nel grafico è stata effettuata solamente un'operazione di M&A.

Confrontando i paesi europei da quelli extra-europei, si nota che 8 paesi fanno parte dell'Europa, come Germania, Inghilterra, Spagna, Francia, Svezia, Svizzera, Belgio e Lussemburgo mentre i restanti 5 Paesi fanno parte dell'area extra-europea. Nel 2012, a differenza di quanto era stato visto nel 2011, le imprese italiane del campione tendono a preferire il mercato europeo.

Per quanto riguarda le operazioni **Italia su Italia** nel 2013 invece, sono leggermente scese rispetto all'anno precedente, passando da 38 nel 2012 a 34 nel 2013, come è possibile osservare dalla tabella 4.5. Questo andamento decrescente delle operazioni domestiche dal 2012 al 2013 è perfettamente in linea con quanto dichiarato nel capitolo precedente secondo i rapporti Kpmg. Infatti, secondo il rapporto Kpmg Corporate Finance del dicembre 2013, viene dichiarato che le operazioni Italia su Italia sono in contrazione del 30% rispetto all'anno precedente (Kpmg, 2013 D).

Nella tabella sottostante sono riportate le principali operazioni domestiche di M&A concluse nel 2013 dalle imprese del campione.

Tabella 4.10 Acquisizioni Italia su Italia del campione nel 2013

BIDDER	TARGET	CONTROVALORE
Fiat	RCS Mediagroup	409 milioni di euro
Finmeccanica	AnsaldoBreda	336 milioni di euro
Atlantia	Generale Mobiliare Interessenze Azionarie Spa	164 milioni di euro
Luxottica	Salmoiraghi & Viganò	45 milioni di euro
Fullsix	Moviemotion Srl	28 milioni di euro
Kerself	Dea Srl	7 milioni di euro
Sintesi	Investimenti e Sviluppo Spa	7 milioni di euro
Sintesi	Investimenti e Sviluppo Spa	1,5 milioni di euro
RCS Mediagroup	Gruppo Finelco Spa	5 milioni di euro
Class Editori	Telesia Spa	2,4 milioni di euro
Sintesi	Hi Real Spa	1 milione di euro
Sintesi	Hi Real Spa	1 milione di euro

Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Tra le operazioni principali si evidenzia nella tabella 4.10 l'acquisto di una partecipazione di minoranza di Fiat nei confronti di RCS Mediagroup per un controvalore di circa 409 milioni di euro, questa acquisizione è stata fatta insieme a Italmobiliare, Mediobanca e Pirelli.

Finmeccanica, invece, ha acquisito la società di costruzioni di treni e tram, AnsaldoBreda, per 336 milioni di euro.

Durante l'anno 2013, si è visto l'ingresso del gruppo Luxottica nella catena Salmoiraghi & Viganò, con una quota pari al 36% e con un controvalore di circa 45 milioni di euro.

Sintesi è riuscita a raggiungere una quota pari al 29,99% del capitale sociale di Investimenti e Sviluppo Spa, con un controvalore totale pari a 8,5 milioni di euro.

Le operazioni cross border, **Italia su Estero**, delle imprese del campione nel 2013, sono evidenziate nella tabella 4.11.

Tabella 4.11 Acquisizioni Italia su Estero del campione nel 2013

BIDDER	TARGET	PAESE	CONTROVALORE
Luxottica	Multiópticas Internacional SL	Spagna	95 milioni di euro
Recordati	Laboratorios Casen-Fleet SL	Spagna	93 milioni di euro
Luxottica	Alain Mikli International Sas	Francia	90 milioni di euro
Buzzi Unicem	Dyckerhoff	Germania	27 milioni di euro
Buzzi Unicem	Dyckerhoff	Germania	33 milioni di euro
Recordati Ord	Opalia Pharma SA	Tunisia	22 milioni di euro
Luxottica	Stanza Gafas De Sol Sa de Cv	Messico	17 milioni di euro
Campari	Australia Copack Beverage	Australia	14 milioni di euro
Reply	Reply Deutschland AG	Germania	12 milioni di euro
Brembo	Brembo Nanjing Brake System Co LTD	Cina	11 milioni di euro
Sorin	Enopace Biomedical LTD	Israele	10 milioni di euro
Reply	Solidsoft LTD	Inghilterra	7,4 milioni di euro
Reply	Triplense GMBH	Germania	3,4 milioni di euro
Reply	Mind Services Informatica LTDA	Brasile	1,9 milioni di euro

Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Nella tabella 4.11 sono riportate le principali operazioni cross border effettuate dalle imprese del campione nel 2013.

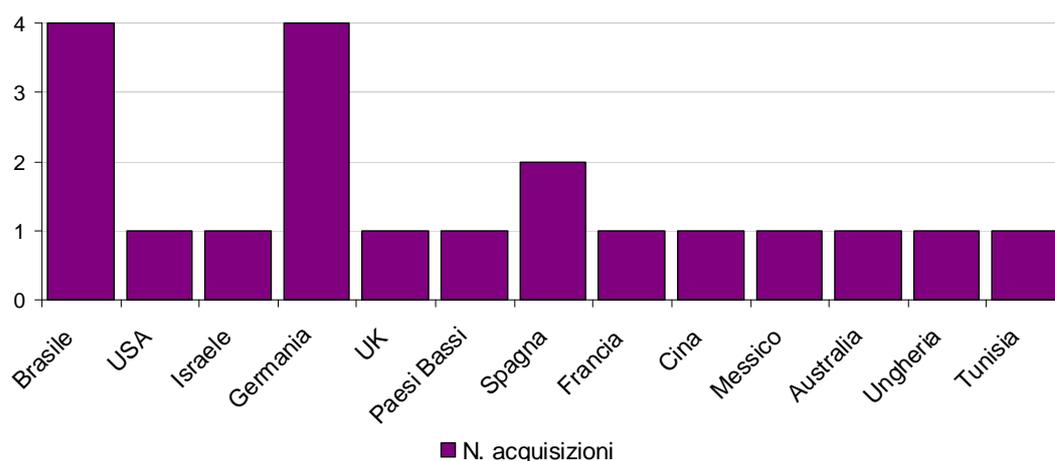
Luxottica ha portato a termine diverse acquisizioni all'estero: in Spagna, in Francia e in Messico. Buzzi Unicem ha completato l'acquisizione di Dycke, passando da una quota partecipativa del 93% al 100%, con un controvalore totale di circa 60 milioni di euro.

Si ricorda, ancora una volta il Gruppo Campari, che è andato ad acquisire Australia Copack Beverage con un controvalore di circa 14 milioni di euro.

Anche se i volumi relativi alle operazioni cross border sono leggermente aumentati, da 19 operazioni concluse nel 2012 sono passate a 20 nel 2013, le grandi operazioni, con controvalori elevati, che si erano registrate l'anno precedente, non si sono ripresentate nel 2013, come è possibile notare dalla tabella 4.11.

Anche per l'anno 2013 vengono rappresentati graficamente i Paesi esteri nei quali vanno ad acquisire le imprese italiane del campione.

Grafico 4.7 Numero di acquisizioni nei paesi esteri nel 2013



Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Nel grafico 4.7 è riportato il numero di operazioni per ogni paese estero in cui le imprese italiane del campione sono andate ad acquisire nel 2013.

I paesi in cui sono state effettuate più operazioni sono la Germania e il Brasile, come illustrato nel grafico 4.7, a seguire, con solamente due operazioni, si trova la Spagna. In tutti gli altri Paesi illustrati nel grafico è stata completata solamente un'operazione.

Facendo un confronto tra i Paesi europei e i Paesi extra-europei si nota che nel 2013 le imprese del campione hanno preferito acquisire in Paesi fuori dall'Europa, come avvenuto nel 2011, infatti hanno acquisito in 7 Paesi fuori dal continente come: Brasile, USA, Israele, Cina, Messico, Australia e Tunisia e in 6 Paesi europei come: Germania, Inghilterra, Paesi Bassi, Spagna, Francia e Ungheria.

Per quanto riguarda l'anno 2014 vengono considerate solamente le operazioni di M&A concluse nel primo trimestre.

Secondo la tabella 4.5 le prime operazioni **Italia su Italia** portate a termine nel 2014 sono 10, le principali vengono rappresentate nella tabella 4.12.

Tabella 4.12 Acquisizioni Italia su Italia del campione nel primo trimestre del 2014

BIDDER	TARGET	CONTROVALORE
Campari	Fratelli Averna	104 milioni di euro
Save	Aeroporto Valerio Catullo di Verona Villafranca Spa	25 milioni di euro
I.M.A	Transworld Packaging Holding BV	22 milioni di euro
Amplifon	Audika Italia Srl	7 milioni di euro
Buongiorno	H-Farm Spa	2 milioni di euro

Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Si osserva dalla tabella 4.12 che l'operazione con controvalore maggiore riguarda il Gruppo Campari, il quale ha acquisito il 100% della società fratelli Averna con un controvalore di circa 104 milioni di euro.

Sono 9 invece le operazioni cross border, **Italia su Estero**, concluse nel primo trimestre dell'anno 2014, le principali sono descritte nella tabella 4.13.

Tabella 4.13 Acquisizioni Italia su Estero del campione nel primo trimestre del 2014

BIDDER	TARGET	PAESE	CONTROVALORE
Fiat	Chrysler Group	USA	1.290 milioni di euro
Italcementi	Cimentis Francais Sa	Francia	470 milioni di euro
Campari	Forty Creek Distillery LTD	Canada	120 milioni di euro
I.M.A	Transworld Packaging Holding BV	Paesi Bassi	22 milioni di euro
Luxottica	Erroca	Israele	20 milioni di euro
Pirelli	Campneus Lider De Pneumaticos LTDA	Brazile	17 milioni di euro
Be Think	Targit GMBH	Germania	3 milioni di euro

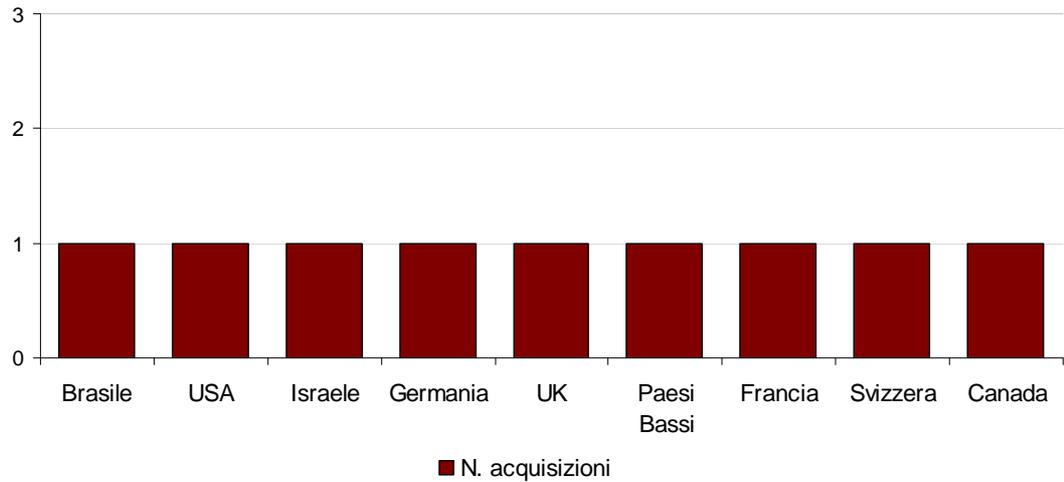
Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

A gennaio del 2014 Fiat riesce a completare l'acquisizione della quota di Chrysler Group, con un controvalore superiore il miliardo, arrivando a circa 1.300 milioni di euro. Un'altra acquisizione importante è stata messa in atto da Italcementi aumentando il controllo da 83 al 100% di Cimentis Francais Sa per un valore di 470 milioni di euro.

Il Gruppo Campari continua la sua attività acquisitiva in America, precisamente a marzo del 2014 ha raggiunto un accordo per acquisire il 100% dell'azienda produttrice di whisky, Forty Creek Distillery LTD, in Canada, per un controvalore di 120 milioni di euro, operazione poi conclusa a giugno 2014 (Kpmg, 2014 C). Altre importanti acquisizioni, dichiarate da Kpmg, avvenute durante l'anno 2014 riguardano la cessione di Enersis ad Enel per un controvalore di circa 8 miliardi di euro e l'acquisizione, da parte di Parmalat, del 100% della società brasiliana BRF per un controvalore di 610 milioni di euro (Kpmg, 2014 C)

Nel grafico 4.8 viene rappresentato il numero di operazioni effettuate dalle imprese italiane del campione in ogni paese estero nel primo trimestre del 2014.

Grafico 4.8 Numero di acquisizioni nei paesi esteri nel primo trimestre del 2014



Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

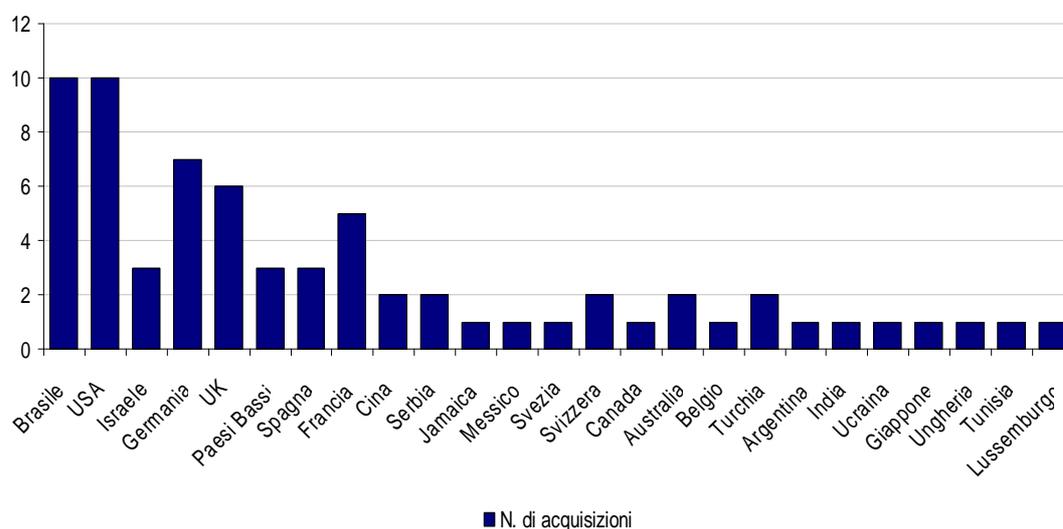
Dal grafico 4.8 si osserva che nel primo trimestre del 2014 è stata effettuata una sola operazione di acquisizione per ogni Paese estero rappresentato nel grafico. Confrontando i paesi europei da quelli extra-europei si osserva che le imprese del campione hanno acquisito in più paesi europei rispetto ai paesi oltre continente, infatti si contano 5 Paesi europei (Germania, Inghilterra, Paesi Bassi, Francia e Svizzera) contro 4 Paesi fuori dal continente europeo.

Per concludere, è interessante considerare i Paesi esteri nei quali hanno acquisito le imprese del campione, con riferimento all'intero arco temporale. Considerando il mercato europeo, i paesi nei quali sono state effettuate più operazioni (grafico 4.9) risultano essere la Germania e l'Inghilterra. Si contano però ben 20 operazioni oltreoceano, 10 operazioni in Brasile e 10 negli Stati Uniti. In linea generale è possibile affermare che le imprese italiane preferiscono acquisire sul mercato americano. Il mercato statunitense è sicuramente un mercato sviluppato, dove le imprese possono offrire i propri prodotti ad un numero più ampio di clienti.

Interessante è capire perché ci sono state numerose acquisizioni in Brasile. La prima cosa da sottolineare è che il Brasile rientra tra i cinque Paesi emergenti, insieme alla Russia, India, Cina e Sudafrica, i cosiddetti BRICS. Il

Brasile è il Paese che è stato preso più di mira, negli ultimi anni, dalle imprese del campione, sicuramente perché è in grado di offrire condizioni di mercato più favorevoli ed interessanti, a costi più bassi rispetto al mercato italiano o ad altri mercati esteri. Sono state concluse anche 2 operazioni di M&A in Cina e una sola operazione in India. I paesi emergenti si stanno sviluppando in questi ultimi anni, e sono, in particolare, proprio questi mercati che possono garantire alle imprese le prospettive di crescita più interessanti.

Grafico 4.9 Numero totale di acquisizioni nei Paesi esteri da parte delle imprese del campione, dal 2011 al primo trimestre del 2014



Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

La situazione sfavorevole che continua a caratterizzare il mercato italiano, spinge le imprese italiane a non basare la loro attività principalmente sul mercato domestico, ma ad allargare il loro perimetro d'azione verso mercati esteri e soprattutto nei mercati emergenti, anche se al momento ciò avviene in maniera ancora molto limitata.

Le acquisizioni oltre confine, però, hanno permesso di moderare gli effetti della crisi, infatti sono state proprio le imprese con orientamento estero che hanno potuto contenere meglio gli effetti della crisi.

Adottando una strategia di internazionalizzazione, l'impresa acquirente può sfruttare interessanti vantaggi come l'aumento del fatturato, in quanto può offrire i propri prodotti o servizi a un numero di clienti potenzialmente superiore rispetto a quelli presenti sul mercato domestico; sfruttare le economie di scala, "assorbendo" i costi fissi su un fatturato più elevato; incrementare la competitività globale e avere accesso ad esperienze e conoscenze innovative (Sinedi, 2013).

4.6 Strategia utilizzata dalle imprese del campione, in base al settore di appartenenza dell'impresa target

In questo paragrafo lo studio si sofferma ad analizzare le diverse strategie messe in atto dalle imprese del campione.

Per strategie si intende vedere in quali settori le imprese del campione vanno ad acquisire, infatti, in base al settore di appartenenza dell'impresa target, è possibile individuare se la strategia utilizzata risulta essere di concentrazione, integrazione o di diversificazione.

Come già definito nel primo capitolo di questo elaborato, quando si acquisisce un'impresa operante nello stesso settore della bidder, si parla di acquisizione orizzontale, o di concentrazione, in questo caso i vantaggi che può sfruttare l'impresa acquirente riguardano l'aumento della quota di mercato e l'aumento del potere contrattuale nei confronti di clienti e fornitori. Se viene acquisita un'azienda operante su un livello differente della stessa filiera produttiva, ovvero l'acquisto di un fornitore o di un cliente, si parla di acquisizione orizzontale o strategia di integrazione, in questo caso l'impresa acquirente eserciterà un maggior controllo sulle variabili e sugli elementi della filiera produttiva, riducendo così gli sprechi, i rischi e i costi.

Infine, si parla di strategia di diversificazione, o acquisizione non correlata, quando viene acquisita un'impresa operante in un settore del tutto differente (Capasso, 1990).

Per individuare la strategia utilizzata dalle imprese del campione come prima cosa è stato individuato il settore di appartenenza delle imprese target. Per fare ciò è stata utilizzata la classificazione delle attività economiche, denominata Ateco 2007, come si è già visto nel terzo paragrafo di questo capitolo per quanto riguarda le imprese bidder. Una volta assegnati i codici Ateco ad ogni impresa target, è possibile fare un confronto con i codici Ateco delle relative imprese bidder. Se i due codici Ateco, dell'impresa bidder e dell'impresa target, risultano essere identici, significa che l'impresa acquirente ha utilizzato una strategia di concentrazione, se i due codici risultano essere leggermente differenti significa che è stata utilizzata una strategia di integrazione, mentre se i due codici risultano essere totalmente differenti significa che è stata utilizzata una strategia di diversificazione.

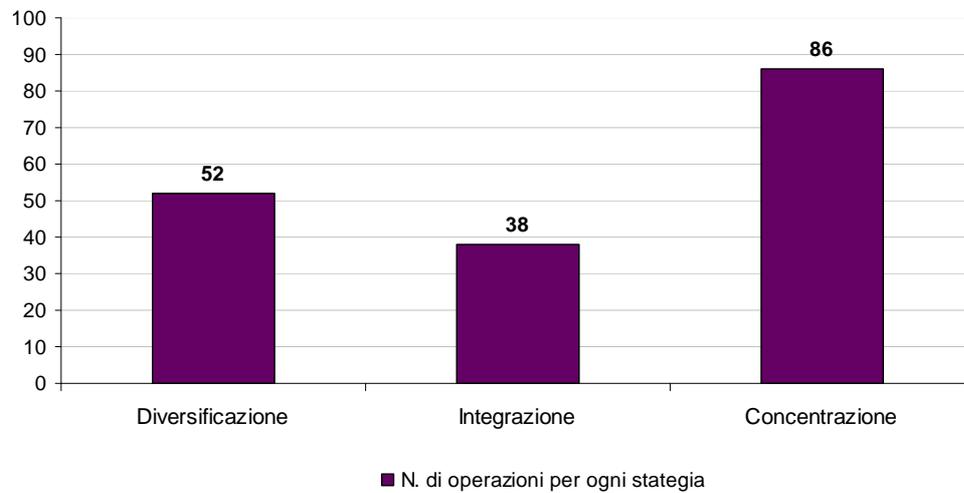
Come si osserva dalla tabella sottostante, tabella 4.14, nella quale è stato inserito il numero totale di operazioni concluse per ogni tipologia di strategia, nell'arco temporale 2011-2014, la strategia più utilizzata dalle imprese del campione risulta essere la strategia di concentrazione.

Tabella 4.14 Numero totale di operazioni per ogni tipologia di strategia dal 2011 al primo trimestre del 2014

TIPO DI STRATEGIA	N. TOTALE DI OPERAZIONI
Diversificazione	52
Integrazione	38
Concentrazione	86
TOTALE	176

Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Grafico 4.10 Numero totale di operazioni per ogni tipologia di strategia dal 2011 al primo trimestre del 2014



Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

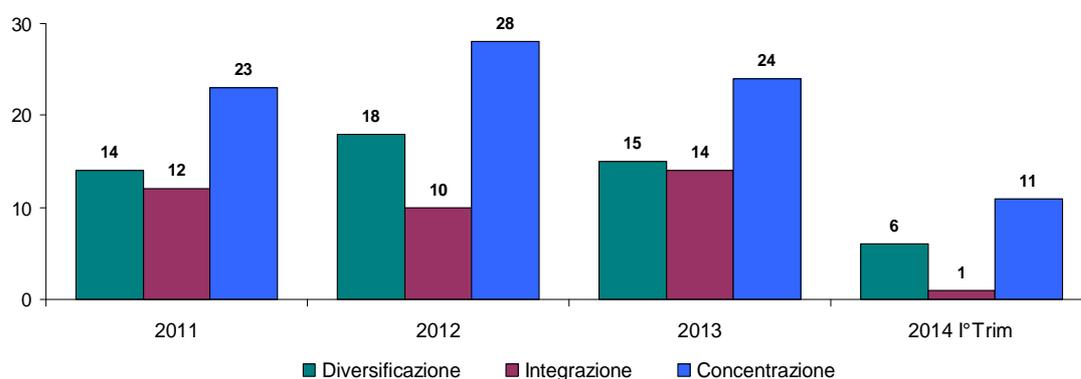
La strategia di concentrazione è quella più semplice da realizzare in quanto attuare un'integrazione tra due strutture operanti nello stesso settore è più facile rispetto a due imprese che operano in settori diversi, o a due imprese che operano su livelli differenti della stessa filiera produttiva, come il caso della strategia di integrazione. Questo si osserva anche dal grafico 4.10 dove, le operazioni di concentrazione risultano essere più del doppio rispetto a quelle di integrazione e notevolmente superiori anche rispetto a quelle di diversificazione. Attuare una strategia di diversificazione non sempre è semplice da realizzare in quanto comporta dei rischi relativamente la mancanza di esperienza dell'acquirente nei confronti della nuova attività che intende acquisire, ma allo stesso tempo può portare all'impresa acquirente notevoli vantaggi come la diversificazione di produzione e il raggiungimento di nuovi mercati o nicchie di mercato, di conseguenza, se l'operazione di acquisizione avrà successo, otterrà anche maggiori rendimenti.

Considerando anche il periodo storico in cui viene fatta questa analisi empirica è facile pensare che le imprese italiane che si trovano ad operare su mercati incerti tendono a realizzare delle strategie acquisitive che comportano minor rischi possibili. Il loro obiettivo sarà quindi di raggiungere

delle economie di scala in modo tale da poter ridurre i costi, all'aumentare della dimensione dell'impresa.

Una volta considerato il modo in cui le imprese del campione hanno acquisito, considerando l'arco temporale nel complesso, è interessante vedere come si sono comportate le stesse anno per anno.

Grafico 4.11 Numero di operazioni per ogni strategia, per ogni anno



Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Nel grafico 4.11 viene illustrato, anno per anno, la strategia utilizzata dalle imprese italiane del campione di riferimento. Come prima cosa, si osserva che ogni anno prevale la strategia di concentrazione, le imprese tendono ad acquisire imprese appartenenti allo stesso settore, mentre la strategia di integrazione è quella meno utilizzata.

Questo significa che l'obiettivo della maggior parte delle imprese italiane del campione, nei vari anni presi in considerazione, riguarda l'aumento della propria quota di mercato all'interno di un segmento specifico di mercato. Acquisendo imprese operanti nello stesso settore, l'impresa bidder va a diminuire il tasso di competitività, in quanto, l'acquisizione di un'azienda già esistente e per di più operante nello stesso settore, comporta l'eliminazione dal mercato di un potenziale concorrente.

In ogni caso, diverse acquisizioni sono state effettuate anche in settori del tutto diversi rispetto al settore dell'impresa bidder, infatti dopo la strategia di diversificazione, la strategia più utilizzata risulta essere proprio quella di diversificazione. Questo significa che alcune imprese del campione, per riprendersi dalla crisi che caratterizza il mercato in questo periodo storico, trovano più interessante e profittevole diversificare la propria gamma di prodotti esplorando così anche nuovi mercati.

Come strategia meno utilizzata, come già sottolineato, risulta quella di integrazione. Questo significa che le imprese del campione non hanno interesse ad acquisire imprese operanti nella sua stessa filiera produttiva, o comunque considerano le altre forme di acquisizione come più interessanti in termini di rendimento. In linea generale questa opzione è comunque poco utilizzata perché non sempre risulta semplice da realizzare, inoltre acquisire aziende appartenenti alla stessa filiera produttiva, irrigidisce la struttura dell'impresa acquirente, comporta quindi una minor flessibilità.

Di seguito vengono riportati alcuni esempi relativamente le strategie utilizzate dalle imprese del campione di questa analisi. Le aziende che tendenzialmente attuano una strategia di concentrazione sono:

- Amplifon, società che produce articoli medicali e ortopedici;
- Campari, società produttrice di alcolici;
- Fiat, casa automobilistica;
- Fiera Milano, società che si occupa della gestione e organizzazione di convegni e fiere;
- Gruppo Editoriale l'Espresso, aziende che opera nel settore media con attività nelle aree della stampa quotidiana e periodica;
- I.M.A, società produttrice di macchine per il confezionamento di prodotti farmaceutici, cosmetici, tè e caffè;
- Recordati Ord, produttore di prodotti farmaceutici;
- Sorin, produttore di tecnologie medicali.

Tra le imprese del campione che attuano principalmente una strategia di diversificazione, invece, rientrano:

- Atlantia, opera nel settore autostradale;
- Autostrada To-Mi, opera nel settore autostradale;
- Bastogi, società che si occupa di servizi per l'arte e servizi alberghieri;
- Beghelli, società appartenente al settore della sicurezza e dell'illuminazione;
- Buongiorno, società che opera nelle telecomunicazioni;
- RCS Mediagroup, gruppo editoriale multimediale;
- Seat Pagine Gialle, società che offre servizi web oltre a quelli tradizionali cartacei e telefonici.

Mentre tra le imprese che hanno seguito esclusivamente una strategia di integrazione, si ricordano:

- Acea, società multiutility;
- Interpump, società che opera nel settore dell'olio e dell'acqua;
- Telecom Italia, offre servizi di comunicazione avanzata.

Naturalmente, oltre alle imprese appena citate, ci sono molte altre aziende del campione di riferimento che, dal 2011 al I° trimestre del 2014 non hanno utilizzato esclusivamente una sola strategia, bensì, più strategie differenti, come ad esempio: Autogrill e Reply hanno realizzato strategie di integrazione e concentrazione, mentre Luxottica e Pirelli hanno realizzato sia strategie di concentrazione che di diversificazione.

4.7 Le “top ten” del campione

In questa ultima parte dell’elaborato vengono analizzate le “top ten” del mercato italiano, relativamente al campione di imprese analizzato. Vengono evidenziate le peculiarità che caratterizzano le imprese più attive del campione di riferimento, dal 2011 al primo trimestre del 2014.

In un primo momento, per poter definire le prime dieci imprese più attive, viene calcolato quante operazioni, mediamente, sono state concluse dalle imprese del campione, nell’arco temporale di riferimento. Le imprese che avevano concluso operazioni di acquisizioni erano 69, mentre le operazioni totali effettuate erano 176, di seguito viene riportata la media delle operazioni concluse da ogni impresa del campione, la quale risulta essere di 2,55.

$$176 / 69 = 2,55$$

Le imprese bidder, in media, hanno concluso circa tre operazioni. Per stabilire quali sono le imprese che rientrano nella “top ten”, si considerano le prime dieci imprese che hanno realizzato un numero di operazioni di M&A superiore alla media.

Tabella 4.15 “Top Ten” delle imprese del campione dal 2011 al I° trimestre del 2014

NOME AZIENDA	N. OPERAZIONI
Sorin	9
FIAT	9
Luxottica	8
Reply	8
Autogrill	6
Campari	6
I.M.A	6
Buongiorno	5
Recordati Ord	5
Sintesi	5

Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Nella tabella 4.15 sono evidenziate le imprese “top ten”, con il relativo numero di operazioni concluse. Sorin e Fiat sono le imprese del campione che hanno realizzato più operazioni in assoluto nell’arco di tempo considerato, si contano ben 9 operazioni. Luxottica e Reply invece hanno concluso, entrambe, 8 operazioni di acquisizione, a seguire si trovano Autogrill, Campari e I.M.A con 6 operazioni concluse ed infine, Buongiorno, Recordati Ord e Sintesi, le quali hanno concluso 5 operazioni di acquisizione.

4.7.1 Le operazioni cross border e domestic delle imprese “top ten”

Relativamente le operazioni cross border e domestic a livello del campione di imprese, si era visto che le operazioni domestiche dominavano su quelle cross border. In questo ambito più ristretto riferito esclusivamente alle prime dieci imprese più attive è possibile affermare il contrario, in quanto le imprese “top ten” preferiscono acquisire su mercati esteri, sul mercato globale, piuttosto che sul mercato italiano, preferiscono quindi stabilire una relazione di lungo termine con un’impresa residente in un altro paese, espandendosi così in nuovi mercati. Le imprese “top ten” sono appunto imprese che realizzano più operazioni di mergers and acquisition rispetto ad altre imprese appartenenti al campione, è possibile quindi affermare che avranno sicuramente più esperienza e maggiori conoscenze nell’ambito M&A, questo può spingerle ad acquisire in mercati oltre frontiera, in mercati globali e altamente competitivi, piuttosto che rimanere sul mercato domestico. Questo significa che hanno maggiori capacità di crescere e competere a livello globale. Le imprese più attive hanno visto nell’internazionalizzazione l’unica risposta alla contrazione dei mercati italiani, una strada alternativa per contenere meglio gli effetti della crisi.

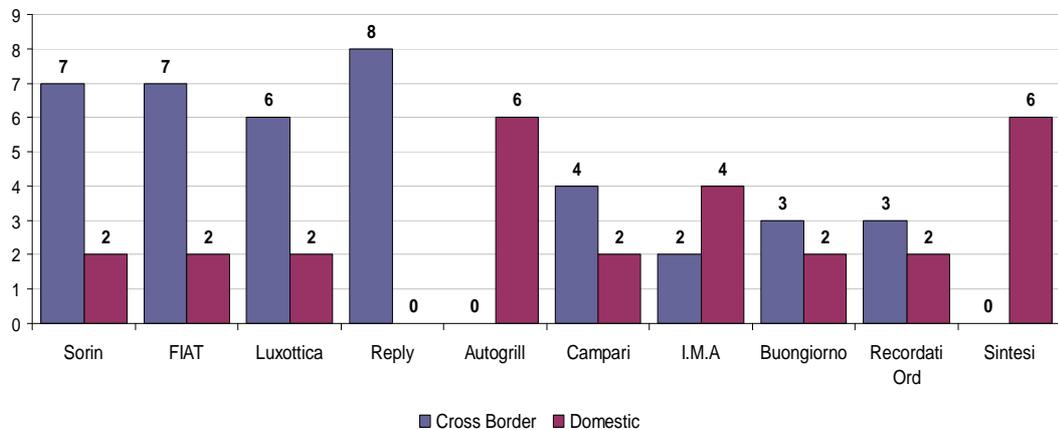
Si osserva che le operazioni cross border concluse dalle stesse sono 40, contro le 28 acquisizioni realizzate invece sul mercato italiano (tabella 4.16).

Tabella 4.16 Numero di operazioni cross border e domestic delle imprese “top ten”

NOME AZIENDA	CROSS BORDER	DOMESTIC
Sorin	7	2
FIAT	7	2
Luxottica	6	2
Reply	8	0
Autogrill	0	6
Campari	4	2
I.M.A	2	4
Buongiorno	3	2
Recordati Ord	3	2
Sintesi	0	6
TOTALE	40	28

Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Grafico 4.12 Numero di operazioni cross border e domestic delle imprese “top ten” dal 2011 al primo trimestre del 2014



Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Dal grafico 4.12, si evidenzia che le operazioni cross border sono sicuramente maggiori di quelle domestic. L’impresa Reply opera esclusivamente sul mercato estero, nel periodo preso di riferimento, infatti come risposta alla crisi che caratterizza i mercati in questo periodo storico, utilizza la strategia di internazionalizzazione, andando a esplorare nuovi

mercati in Germania e Inghilterra, ma non solo, ha effettuato acquisizioni anche in un mercato emergente come il Brasile.

Autogrill e Sintesi, al contrario, operano esclusivamente sul mercato domestico, questo può significare che il loro obiettivo è rafforzare la loro posizione sul mercato italiano.

Per quanto riguarda le altre imprese “top ten” invece realizzano operazioni di acquisizione sia sul mercato italiano che sul mercato estero.

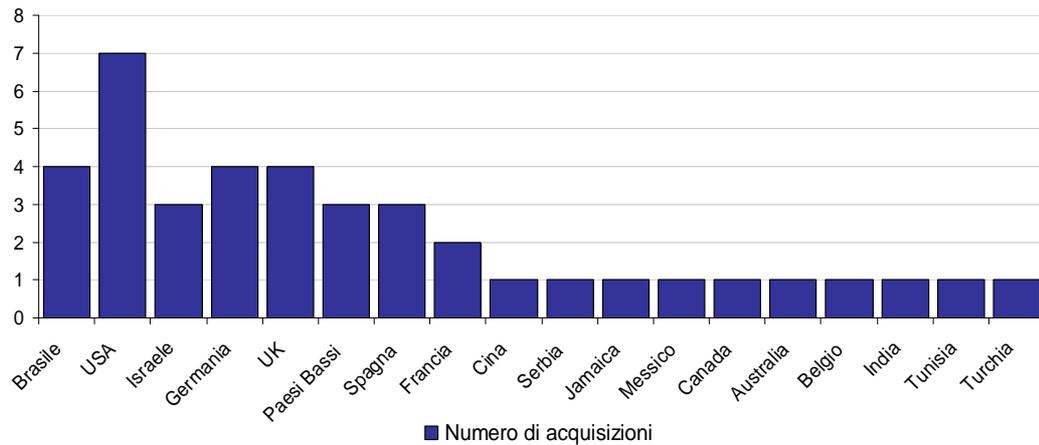
Anche dal punto di vista delle imprese più attive, come visto precedentemente per tutte le imprese appartenenti al campione, i paesi esteri, fuori dal continente europeo, presi di mira maggiormente risultano essere il Brasile e gli USA. Il mercato americano rimane sicuramente il mercato più attrattivo e interessante per le imprese italiane, soprattutto gli USA, infatti l'economia degli Stati Uniti risulta essere la più grande al mondo. Inoltre per un'impresa italiana operare in un mercato come quello degli Stati Uniti significa offrire i propri prodotti e/o servizi a un numero più elevato di potenziali clienti. Un'impresa “top ten” che ha concluso diverse operazioni in USA è Fiat, per completare l'acquisizione del Gruppo Chrysler.

Per quanto riguarda il Brasile, sono state effettuate diverse operazioni di acquisizione, infatti risulta essere uno tra i paesi emergenti più interessanti²⁷. Le imprese “top ten” che vi hanno effettuato acquisizioni sono Reply, Luxottica e Campari.

Diverse acquisizioni sono state fatte nei Paesi europei, come in Germania e in Inghilterra (grafico 4.13), soprattutto da parte di Reply, ma anche in Spagna, Paesi Bassi e Francia sono state concluse alcune operazioni. Tre operazioni, invece, sono state realizzate in uno Stato del Vicino Oriente come Israele, da parte di Sorin e Luxottica.

²⁷ Secondo quanto dichiarato da Passini E.K. et al, nella guida “Investire in Brasile”, il Brasile è diventata la settima potenza economica mondiale, ha realizzato un'ulteriore ascesa nella graduatoria economica mondiale, a discapito proprio dell'Italia che retrocede all'ottava posizione. In otto anni il Paese sudamericano ha scalato cinque posizioni nel ranking mondiale.

Grafico 4.13 Numero di acquisizioni per ogni paese estero



Fonte: ns elaborazione

Un ulteriore aspetto interessante da considerare riguarda i metodi di pagamento utilizzati dalle imprese “top ten” per concludere le operazioni di acquisizioni, e soprattutto facendo una distinzione tra le operazioni domestiche e cross border.

In linea generale, la forma più diffusa e utilizzata è sicuramente il pagamento tramite cash. Tuttavia a seguito della crisi di liquidità avvenuta nel 2008, si stanno modificando le forme di pagamento (Conca, 2010). Una forma alternativa al pagamento cash, può essere il pagamento in azioni, questa forma può diventare interessante in periodi di crescita dei titoli, o all’aumentare delle dimensioni dell’operazione. In questo ambito è necessario specificare che la scelta di una tipologia di pagamento piuttosto di un’altra può dipendere dall’andamento del mercato finanziario: le società acquisite andranno a preferire il pagamento stock nel caso in cui l’aspettativa è di apprezzamento delle azioni, se ci sono delle prospettive di crescita, in tale situazione, invece, il management dell’impresa bidder preferirà il pagamento cash, in quanto ritiene che le sue azioni siano sottovalutate, eliminando così la possibilità che i soci della target usufruiscano di una potenziale rivalutazione. Viceversa, se l’aspettativa è che si verifichi una

congiuntura negativa, si prevede un situazione di stallo, le imprese target preferiranno un pagamento cash, mentre il management dell'impresa acquirente preferirà un pagamento stock.

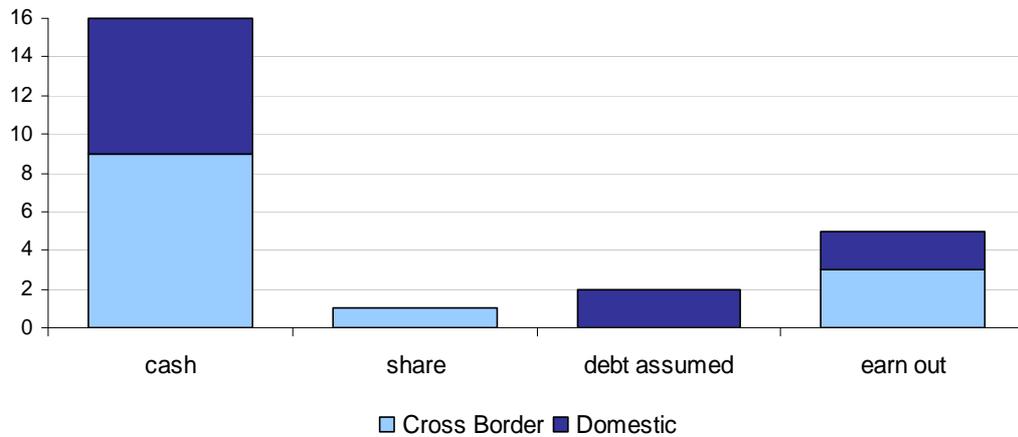
Un'alternativa, che si sta sviluppando negli ultimi anni, riguarda la possibilità di dilazionare il pagamento nel tempo, in base alle performance che l'impresa acquisita andrà a realizzare, queste sono definite come clausole di earn-out. Infine ci può essere il pagamento tramite l'emissione di obbligazioni, titoli di debito.

Considerando che l'Italia è caratterizzata principalmente da imprese di piccole e medie dimensioni, anche le operazioni che si vanno a realizzare saranno di dimensioni più contenute, rispetto alle grandi aziende che caratterizzano il mercato internazionale. Questo può essere un motivo per cui in Italia vengono utilizzate poco le forme alternative di pagamento, preferendo così il metodo cash.

Le imprese "top ten" preferiscono di gran lunga il pagamento tramite cash sia per quanto riguarda le acquisizioni fatte sul mercato italiano, sia per le acquisizioni effettuate su mercati esteri (grafico 4.14).

Una sola operazione viene regolata con azioni, questa riguarda un'operazione cross border realizzata da Reply in Germania, mentre due acquisizioni domestic sono state concluse attraverso l'emissione di obbligazioni, una da parte di I.M.A e l'altra da Sintesi. Infine, come accennato poco sopra, le clausole di earn-out si stanno sviluppando, infatti sono state concluse 5 operazioni tramite questa opzione di pagamento, due di queste riguardano acquisizioni di aziende italiane, mentre le altre tre riguardano acquisizioni cross border, precisamente acquisizioni avvenute in Brasile, Turchia e Spagna.

Grafico 4.14 Metodi di pagamento utilizzati dalle imprese “top ten” facendo distinzione tra operazioni cross border e domestic



Fonte: ns elaborazione

4.7.2. La strategia utilizzata dalle imprese “top ten”

La parte finale di questo studio si sofferma sulle strategie realizzate dalle imprese “top ten”, ovvero vengono analizzati i settori in cui esse vanno ad acquisire in modo tale da vedere quale risulta essere la strategia dominante tra le imprese più attive del campione sul mercato M&A.

Nella tabella 4.17 sono rappresentate le strategie utilizzate dalle dieci imprese più attive del campione, nell’arco temporale che va dal 2011 al primo trimestre del 2014. Le strategie prese in considerazione sono quelle di concentrazione, diversificazione e integrazione.

Come dal punto di vista del campione di imprese, anche in questo caso la strategia dominante risulta essere quella di concentrazione, anche le imprese top ten preferiscono acquisire imprese appartenenti allo stesso settore, questo può essere giustificato dal fatto che la strategia di concentrazione risulta essere la più semplice da realizzare, inoltre le imprese non intendono sopportare i rischi che derivano dall’ingresso in nuovi comparti, ma

preferiscono aumentare la loro quota di mercato nei settori dove già operano, nei quali hanno già esperienze e competenze.

Tabella 4.17 Strategie di acquisizione effettuate dalle imprese “top ten” dal 2011 al I° trimestre del 2014

	Concentrazione	Diversificazione	Integrazione	Totale
Sorin	8	0	1	9
FIAT	7	1	1	9
Luxottica	4	0	4	8
Reply	3	0	5	8
Autogrill	2	0	4	6
Campari	5	1	0	6
I.M.A	6	0	0	6
Buongiorno	1	4	0	5
Recordati Ord	4	1	0	5
Sintesi	0	3	2	5
Totale	40	10	17	57

Fonte: ns elaborazione su dati Zephyr

Nel complesso, tutte le imprese top ten hanno realizzato strategie di concentrazione, ad eccezione di Sintesi che ha realizzato solamente strategie di integrazione e di diversificazione.

Concludendo è possibile affermare che le imprese più attive del campione, per poter competere in questi anni in cui i mercati finanziari non sono ancora del tutto stabili, hanno preferito realizzare una strategia di concentrazione, su mercati esteri, infatti le operazioni cross border sembrano dominare sulle operazioni domestiche. Alcune di queste imprese, come ad esempio Campari, Luxottica e Recordati, erano già presenti su mercati esteri, questo ha consentito loro di impostare strategie di crescita acquisendo oltre frontiera, sono riuscite a mantenere gli effetti della crisi. L'ingresso e/o il consolidamento in nuovi mercati geografici da parte delle imprese top ten italiane e il rafforzamento della loro quota di mercato in settori in cui già operano, sembrano essere i principali driver in grado di influenzare positivamente l'evoluzione del mercato M&A.

Conclusioni

Il fenomeno delle operazioni di Mergers and Acquisition sta crescendo molto negli ultimi decenni, soprattutto a livello mondiale ed europeo. In Italia, invece, rimane su livelli ancora lontani rispetto al contesto globale, ma si sta comunque piano piano sviluppando, le imprese italiane iniziano a vedere nelle operazioni M&A una possibilità per crescere, e soprattutto una possibilità per riprendersi dalla situazione economica recessiva che ha caratterizzato il mercato italiano a seguito della crisi finanziaria iniziata nel 2008.

In linea generale, le operazioni di M&A, vengono definite come una modalità di crescita esterna, infatti le aziende che realizzano tali operazioni hanno la possibilità espandersi in nuovi mercati, acquisire nuovi prodotti e nuove tecnologie, eliminare possibili concorrenti ed aumentare i propri profitti. La realizzazione di queste operazioni comporta una serie di fasi da seguire, più o meno articolate, ognuna delle quali necessita di capacità e competenze specifiche. L'impresa che intende effettuare un'operazione di acquisizione, impresa bidder, si troverà dunque a dover scegliere quale impresa target andare ad acquisire, tale scelta dovrà essere presa sulla base degli obiettivi strategici che l'impresa acquirente intende soddisfare, infatti, da un lato deve essere valutata la possibilità di acquisire su mercati esteri piuttosto che sul mercato interno, dall'altro deve essere presa in considerazione la possibilità di consolidare o sviluppare la propria posizione di mercato oppure diversificare il proprio business, acquisendo in nuovi settori.

In un periodo non facile, come quello che sta caratterizzando questi ultimi anni, dove i mercati sono incerti, la crescita esterna risulta essenziale, se non necessaria, per la sopravvivenza di alcune imprese.

Secondo il Rapporto di Kpmg emerge che l'andamento dell'attività M&A, a livello globale, europeo e nazionale, ha risentito molto della crisi finanziaria iniziata nel 2008, determinando una riduzione drastica sia nel numero che nel valore delle transazioni concluse. Tuttavia, negli ultimi anni, precisamente nel triennio 2011-2013, si stanno manifestando i primi segnali di ripresa.

Precisamente, a livello globale è stato visto che solamente nel 2011 si sono registrati segnali di crescita in termini di controvalore, mentre nel biennio successivo, 2012-2013, si è manifestato un trend negativo sia nei controvalori ma soprattutto nei volumi. A livello europeo, nel 2011 e 2012, il mercato M&A registra un andamento in linea con il mercato mondiale, nel 2013 però migliorano le condizioni, si ha il ritorno dei Big Deals, e di conseguenza un aumento dei controvalori totali.

Relativamente all'andamento del mercato italiano M&A è possibile affermare che nel 2011 si è registrato un aumento dei controvalori e dei volumi rispetto all'anno precedente, la crescita dei volumi è continuata anche nel 2012, mentre per quanto riguarda i valori si è registrato un calo dell'8%. Segnali di crescita sembrano riprendere nel 2013, sono aumentate infatti il numero di transazioni e i relativi controvalori, questo grazie all'aumento dei Mega Deals che sono stati realizzati durante l'anno. La relativa stabilità dei mercati finanziari e il rafforzamento del clima di fiducia nei confronti del Paese italiano, fanno guardare con ottimismo il futuro.

È possibile quindi concludere che il 2013 è stato un anno interessante e con risultati positivi e incoraggianti per la ripresa dell'attività M&A, ma questo solamente a livello europeo e italiano.

Un'attività importante che caratterizza l'attività M&A sono le operazioni cross border. La possibilità di acquisire oltrefrontiera "incuriosisce" molte imprese italiane, alcune di esse la considerano come unica opportunità per sopravvivere a una situazione come quella attuale, dove i mercati finanziari sono ancora incerti e turbolenti.

L'incidenza maggiore, in termini percentuali, delle operazioni cross border nei volumi totali in Italia, si registra nel 2011, dove il 52% dei volumi complessivi ottenuti rappresentano operazioni cross border. Anche in termini di controvalori l'incidenza maggiore si verifica nel 2011, rappresentando addirittura il 76% dei valori totali realizzati. L'anno più incerto risulta essere il 2012, dove tornano a dominare il mercato italiano le operazioni domestiche, mentre le operazioni cross border tornano a caratterizzare il mercato italiano, in termini di controvalori, nel 2013, difatti gli operatori esteri riprendono fiducia nel Paese Italia, effettuando numerose acquisizioni, allo stesso tempo anche le acquisizioni all'estero da parte di imprese italiane sono cresciute significativamente rispetto al 2012, anche se, sempre inferiori rispetto al numero delle operazioni domestiche.

I Paesi esteri in cui le imprese italiane acquisiscono maggiormente sono il Regno Unito, Spagna, Germania e Francia per quanto riguarda il continente europeo, mentre in America si acquisisce principalmente negli Stati Uniti. Importanti acquisizioni iniziano a essere realizzate nei paesi emergenti, i BRICS, soprattutto in Brasile.

La ripresa del mercato italiano mergers and acquisition avvenuta nel 2013 viene considerata come una ripresa quasi definitiva, c'è ottimismo per il futuro, dopo gli ultimi anni di recessione, "il peggio sembra essere passato".

Sulla base di queste valutazioni generali è stato effettuato un confronto con i risultati ottenuti dall'analisi empirica svolta nell'ultimo capitolo di questo elaborato.

La prima cosa da considerare riguarda l'andamento dei controvalori e dei volumi relativi all'attività M&A svolta dalle imprese italiane del campione di riferimento. L'analisi difatti prende in considerazione un campione di 135 imprese italiane quotate in modo continuo dal 2005 al 2014, di queste vengono considerate solamente le aziende che hanno concluso almeno un'operazione di acquisizione dal 2011 al primo trimestre del 2014. Si è visto un andamento crescente, sia nei volumi che nei valori, dal 2011 al 2012,

nell'anno successivo, invece, i volumi sono scesi leggermente, mentre un calo notevole si è registrato nei controvalori. Per quanto riguarda il 2014 i risultati ottenuti sono relativi al primo trimestre, ma nonostante ciò sembrano dati incoraggianti, in quanto i valori raggiunti nei primi tre mesi sono più della metà dei valori realizzati nell'intero anno 2013.

Relativamente all'attività cross border svolta dalle imprese italiane appartenenti al campione di riferimento è possibile osservare che, nei vari anni presi in considerazione, risulta essere sempre inferiore all'attività domestica, e guardando l'andamento che ha avuto, il 2012 risulta essere l'anno caratterizzato da minor acquisizioni cross border.

In linea generale, si può affermare che i risultati ottenuti dallo studio empirico sembrano discostarsi dai valori dichiarati da Kpmg relativi al mercato M&A italiano nel suo complesso, soprattutto nell'anno 2012, difatti secondo l'analisi effettuata in questo elaborato risulta essere l'anno in cui si sono ottenuti risultati migliori, mentre secondo quanto dichiarato da Kpmg il 2012 è l'anno in cui si è registrata una battuta d'arresto nell'attività M&A in Italia. Questo dipende dal fatto che l'analisi empirica è svolta su un campione chiuso, mentre l'analisi KPMG si riferisce a tutte le operazioni di M&A effettuate nel periodo, inoltre i dati utilizzati, ottenuti consultando il database Zephyr, non sempre sono completi, per alcune operazioni infatti non viene riportato il valore di acquisizione.

Per quanto riguarda la strategia di acquisizione utilizzata maggiormente dalle imprese del campione risulta essere quella di concentrazione, acquisire imprese appartenenti allo stesso settore di appartenenza dell'impresa bidder, risulta essere la strategia più semplice da realizzare e quindi quella più diffusa e utilizzata.

Concludendo è possibile affermare che dal 2011 al primo trimestre del 2014, le imprese italiane del panel:

- hanno effettuato principalmente acquisizioni di concentrazione;
- l'attività cross border, è ancora su livelli inferiori rispetto all'attività domestica, le poche operazioni che vengono concluse riguardano Paesi esteri come Stati Uniti, Germania, Regno Unito e Francia, ma non solo, anche paesi emergenti, come il Brasile. Tuttavia, è interessante notare che la maggior parte delle operazioni cross border vengono effettuate dalle imprese più attive, le "top ten".

BIBLIOGRAFIA

Amplifon e Campari le preferite, (2006), Il Sole 24 Ore Plus, (consultabile su: http://www.crossborder.it/index1.php?ln/it/id_p/8/opt/read_e/id_s/63.html)

BARRILE R., (2014), “Nuove sfide per Campari e Diageo”, *Largo Consumo*, n.2, pagg. 24-25;

BARRILE R., (2014), “Per Campari un anno di transizione”, *Largo Consumo*, n.6, pag. 28;

BERNAL, NATASHA, (2014), “Italy: diversity strategy”, *Lawyer*, volume 29, Issue 35, pagg. 1-4;

BIANCHI M., (1996), “Le acquisizioni per incrementare il valore dell’impresa”, *Amministrazione & Finanza*, volume 11, fascicolo 15, pagg. 921-925;

BRACCHI G., *Private Equity e imprese dopo la crisi*;

BRUGGER G. (1994), “L’analisi delle strategie di creazione del valore delle imprese”, *Italia Oggi*, n. 20;

CAIAZZA R. (2011), *Cross-border M&A determinanti e fattori critici di successo*, Giappichelli Editore, Torino;

CAPASSO A. (1990), *Economia e finanza delle acquisizioni aziendali*, Cedam Editore, Padova;

CAUSO S., COSTA S., LUCHETTI F., MONDUCCI R., ROSSETTI S., (2014), “L'internazionalizzazione delle imprese manifatturiere italiane durante la crisi: vincitori e vinti nel mercato globale”, *L'industria*, fascicolo 1, pagg. 3-28;

CONCA V., (1993), “La gestione ex-post dei processi di M&A”, *Italia Oggi*, n.4;

CONCA V. (2010), *Le Acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, Egea editore, Milano;

CORTESI A. (2000), *Le acquisizioni di imprese. Strutture e processi per la creazione*, Egea editore, Milano;

CORTESI A. (2008), *La gestione del processo d'integrazione nelle fusioni e nelle acquisizioni*, Pearson Education, Milano;

DE LUCA A., (2014), "Esportazioni e investimenti. Come organizzarsi per procedere all'internazionalizzazione", *PMI*, volume 20, fascicolo 1, pagg. 30-33;

DUNBAR, KEITH J., (2014), "The leaders who make M&A work", *Harvard Business Review*, volume 92, issue 9, pagg. 28;

GAGLIARDI G. (2011), "M&A e crisi: vendo o compro?", *Amministrazione e finanza*, volume 26, fascicolo 1, pagg. 50-59;

GAGLIARDI G. (2013), *L'attività di M&A in Europa: situazione e prospettive*, *Amministrazione e finanza*, volume 28, fascicolo 7, pagg. 77-83;

GIOMMI G. (2010), *Guida al M&A e private equity*, Le Fonti editore, Milano;

GOZZI A., (1991), *La definizione e la valutazione delle strategie aziendali*, Etaslibri Editore, Padova;

GULISANO A., (2014), "L'internazionalizzazione delle aziende: tipologie e motivi", *Amministrazione & Finanza*, volume 29, fascicolo 12, pagg. 48-54;

HAX A. S., MAJLUF N.S., (1991), *La gestione strategica nell'impresa*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli;

KPMG, (Aprile 2012 A), *Mercato M&A in Italia: il primo trimestre 2012*;

KPMG, (Dicembre 2012 B), *Mercato M&A in Italia nel 2012*;

KPMG, (Marzo 2013 A), Mercato M&A in Italia: rapporto KPMG Corporate Finance;

KPMG, (Aprile 2013 B), Salini, Audi e Danieli sono i vincitori dell'M&A award;

KPMG, (giugno 2013 C), Mercato M&A nel primo semestre 2013;

KPMG, (Dicembre 2013 D), Mercato M&A in Italia: il rapporto KPMG Corporate Finance;

KPMG, (Aprile 2014 A), Rapporto KPMG: il mercato M&A nel primo trimestre 2014;

KPMG, (Giugno 2014 B), M&A, la ripresa si consolida;

KPMG, (Settembre 2014 C), M&A, mercato vivace sui volumi, ma mancano ancora le grandi operazioni;

KPMG, (2012 C), Rapporto Mergers & Acquisition 2011;

KPMG, (2013 E), Rapporto Mergers & Acquisition 2012;

KPMG, (2014 D), Rapporto Mergers & Acquisition 2013;

KRUG JEFFREY A., WRIGHT P., KROLL MARK J., (2014), "Top Management turnover following mergers and acquisition: solid research to date but still much to be learned", *The Academy of Management Perspectives*, volume 28, N. 2, pagg. 147-163;

LANZAVECCHIA A., SANTORUM F., (2001), "Crescita esterna, sviluppo e creazione di valore. Teoria del valore e analisi empirica delle operazioni di M&A", *Analisi Finanziaria*, fascicolo 42, pagg. 62-74;

MARANGONI A., (2000), "Acquisizioni e cessioni, due operazioni ordinarie", *PMI*, volume 6, fascicolo 1, pagg. 22-27;

MARCOCCI M., (2011), “I Paesi emergenti diventano cinque”, *Credito Cooperativo*, volume 27, fascicolo 4, pagg. 50-51;

NAPOLITANO M.R., (2003), *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*, Franco Angeli Editore, Milano;

NIEDDU E., (2002), “Acquisizioni per un valido sviluppo”, *Amministrazione e Finanza*, volume 17, fascicolo 21, pagg. 46-53;

OSCOLATI G.E., (1999), “Strapagare è pericoloso”, *Milano Finanza*;

OSSORIO M., (2011), “Struttura finanziaria e metodi di pagamento delle acquisizioni in Italia”, *Finanza, Marketing e Produzione*, volume 29, fascicolo 3, pagg. 70-104;

PAPPERINI L., (2013), “Internazionalizzazione: la vita delle imprese italiane all'estero”, *Sistemi & Impresa*, n.6, pagg. 45-49;

PASSINI E. K., ALVARES S., (2011), “Investire in Brasile. Guida operativa alla commercializzazione e agli investimenti in Brasile”;

ROSS S.A., WESTERFIELD R.W., JAFFE J.F., (1996), *Finanza Aziendale*, Il Mulino, Bologna;

ROSSI E., (1999), *La finanza della crescita esterna. Creazione e distruzione di valore nelle acquisizioni aziendali*, Egea Editore, Milano;

SALVI A., (2012), *M&A e private equity, dal valore al prezzo*; Egea Editore, Milano;

SINEDI, (2013), Articolo 64: Credit Crunch, come possono fare le imprese per ottenere credito;

SINEDI, (2013), Articolo 65: Il presente è oltreconfine, l'internazionalizzazione per ripartire,

SUDARSANAM P.S., (1995), *The essence of mergers and acquisition*, Prentice Hall, London;

ZANETTI L., (2000), *La valutazione delle acquisizioni. Sinergie, rischio e prezzi*, Egea Editore, Milano;

ZANETTI L., (2001), “La valutazione delle sinergie nelle acquisizioni”, *Contabilità, Finanza e Controllo*, volume 24, fascicolo 2, pagg. 230-240;

ZOLLO M., LESHCHINSKII D., DE S., (2013), “Can firms learn to acquire?”, *The International Journal of Finance*, volume 25, n. 2;

SITOGRAFIA

www.kpmg.it

www.ilsole24ore.com

www.aifi.it

www.borsaitaliana.it

www.unibocconi.it

www.sdabocconi.it

www.ebscohost.com

www.emeraldinsight.com

www.mergerstat.com

www.sinedi.com

www.corriere.it

www.wikipedia.it

<https://zephyr.bvdinfo.com>