



UNIVERSITÀ DI PISA

Dipartimento di Economia e Management

**Tesi di Laurea Magistrale in Banca, Finanza Aziendale e
Mercati Finanziari**

LE OPERAZIONI CROSS-BORDER ITALIA-CINA.

Il caso Elica-Zhejiang Putian

RELATORE

Prof.ssa Giovanna Mariani

CANDIDATO

Caterina Diolaiuti

Sessione di Laurea del 13/06/2016

Anno Accademico 2015/2016

Alla

mia famiglia

SOMMARIO

L'elaborato analizza le operazioni di *Mergers and Acquisitions* (M&A), a seguito dell'intenso sviluppo registrato negli ultimi anni su scala mondiale del fenomeno. In una prima parte vengono definite le operazioni e le tipologie possibili, per poi passare alle motivazioni e le metodologie di creazione di valore nelle *cross-border* in particolare. Nella seconda parte viene analizzato l'andamento del mercato delle M&A, da cui scaturisce l'importanza dei paesi emergenti, compresa la Cina. Vengono in seguito analizzate le operazioni di M&A tra Italia e Cina, cercando di far emergere considerazioni riguardo a: settori, quota di partecipazione e controvalore. L'elaborato si conclude con lo studio di un caso pratico di acquisizione italiana in Cina dell'azienda Elica S.p.A. che opera nel settore delle cappe aspiranti e produzione di motori per elettrodomestici, esaminandone gli aspetti finanziari tramite la metodologia dei multipli di mercato.

ABSTRACT

The paper analyzes the Mergers and Acquisitions (M&A) as a result of their recent intense development on a global scale. The first part defines the transactions and possible types, then move on to the motivations and methods of value creation in cross-border in particular. The second part analyzes the market trends in M&A, from which the importance of emerging countries flows (including China). The third part is about the operations of M&A between China and Italy, bringing out considerations regarding sectors, stakes and value share. The paper concludes with the study of an acquisition in China completed by Elica S.p.A., an Italian company that operates in the hoods market and produces motors for home appliances, examining the financial aspects through the market-based multiples.

INDICE

SOMMARIO	5
ABSTRACT.....	5
INDICE	7
INTRODUZIONE	9
1 LE OPERAZIONI <i>CROSS-BORDER</i> E LA CREAZIONE DI VALORE.....	11
1.1 I meccanismi e le tipologie di acquisizione e fusione	14
1.2 Le determinanti delle operazioni <i>cross-border</i>	18
1.3 La creazione di valore nelle <i>cross-border M&A</i>	26
1.4 Le criticità nel processo delle <i>cross-border M&A</i>	31
1.5 La valutazione delle operazioni di fusione e acquisizione	38
2 L'ANDAMENTO DEL MERCATO M&A.....	50
2.1 Il mercato M&A in ottica globale.....	53
2.2 Il mercato M&A in Italia	67
2.4 Il mercato M&A in Cina	92
3 ANALISI DELLE M&A <i>CROSS-BORDER</i> ITALIA - CINA (2008-2016).....	105
3.1 I dati e il campione oggetto di analisi	107
3.2 Le M&A cinesi in Italia	111
3.3 Le M&A italiane in Cina.....	120
3.4 Considerazioni finali.....	127
4 L'ACQUISIZIONE ELICA S.P.A. – ZHEJIANG PUTIAN ELECTRIC CO.	130
4.1 Elica S.p.A.	131
4.1.1 Descrizione del gruppo, storia e unità di business.....	131
4.1.2 La struttura e la dimensione internazionale del gruppo	133

4.1.3 Il quadro macroeconomico in Europa e in Cina e il mercato delle cappe nel periodo 2009-2015	142
4.1.4 Evoluzione dei principali indicatori economico – finanziari del gruppo	148
4.1.5 Evoluzione dei principali indicatori economico – finanziari di Elica S.p.A. ..	153
4.1.6 Andamento del titolo	159
4.2 L’acquisizione di Zhejiang Putian Electric Co	162
4.2.1 Modalità, termini e valore dell’operazione.....	163
4.2.2 Le motivazioni strategiche del deal.....	167
4.2.3 Gli effetti dell’acquisizione	172
4.2.4 La valutazione finanziaria dell’operazione tramite i multipli di mercato	176
CONCLUSIONI.....	183
BIBLIOGRAFIA.....	186
SITOGRAFIA.....	190

INTRODUZIONE

L'intenso sviluppo registrato negli ultimi anni su scala mondiale del fenomeno del *Mergers and Acquisitions* (M&A) ha fatto in modo che tali operazioni, di natura straordinaria, siano divenute un evento piuttosto ricorrente per alcuni tipi di imprese. Per la loro crescente diffusione le fusioni e acquisizioni si sono ritagliate uno spazio importante all'interno del tema della definizione della dimensione ottimale d'impresa e continuano ad essere considerate la più importante forma di crescita dimensionale delle imprese.

La presente tesi analizza il fenomeno delle operazioni di *cross-border* M&A, intendendo come tali le operazioni svolte tra nazioni diverse, aumentate in seguito alla crescente globalizzazione e all'entrata sulla scena mondiale di attori fondamentali quali cinesi, indiani e del *Far East*. 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 offerti, hanno fatto registrare una crescita di tali operazioni. Il lavoro è focalizzato sulle operazioni tra Italia e Repubblica Popolare Cinese, avendo assunto quest'ultima un ruolo sempre più importante per l'economia e per le imprese italiane, che si sono trovate ad affrontare quella che è divenuta la seconda potenza economica mondiale. Esso è strutturato in quattro capitoli, ciascuno dei quali prende in considerazione gli aspetti teorici del fenomeno, gli aspetti riguardanti il mercato delle M&A, le concrete operazioni in oggetto e il caso di studio dell'acquisizione di un'azienda cinese da parte di un'azienda italiana.

Nel capitolo primo del presente lavoro viene introdotto il tema di cui si tratta: le operazioni di M&A *cross-border*, partendo dalla loro definizione, delineandone in seguito le varie tipologie, caratteristiche, strategie, fattori critici e motivazioni per cui vengono compiute, fino ad arrivare alle modalità di valutazione di tali operazioni. Il capitolo si conclude con l'enunciazione delle metodologie di valutazione di suddette operazioni, fornendo la base teorica per la valutazione dell'azienda prima e dopo l'acquisizione nel caso di studio.

Nel secondo capitolo viene analizzato l'andamento del mercato delle M&A in un primo momento a livello globale, evidenziandone i controvalori e i volumi di attività, le aree geografiche e i settori di appartenenza, fino ad arrivare alle tendenze più recenti del biennio 2015-2016. Si passa, in seguito, ad osservare il mercato M&A italiano, considerando il quadro prima e dopo la crisi, l'andamento dei volumi e controvalori, i settori di appartenenza e l'attività *cross-border*. Nell'ultima parte del capitolo viene descritto il mercato M&A cinese e le peculiarità di tali operazioni, evidenziando l'importanza di esse per il mercato italiano, scaturita in particolar modo negli ultimi anni, e le difficoltà che possono sorgere nel compiere acquisto o vendita di strumenti finanziari .

Il terzo capitolo descrive l'analisi delle operazioni di M&A tra Italia e Cina, prendendo come campione le operazioni tra le imprese concluse dal 2008 ad oggi e definendone le caratteristiche in termini di settori, quota di partecipazione, valore della transazione e compiendo una comparazione tra esse, in relazione anche alla numerosità per anno: lo scopo è quello di trarre considerazioni, in parallelo, sulle operazioni e sulle peculiarità che le aziende italiane e cinesi presentano in questo ambito.

Il quarto ed ultimo capitolo prende come caso di studio l'acquisizione dell'azienda cinese Zhejiang Putian Co. Ltd. da parte dell'azienda italiana quotata Elica S.p.A., operante nel settore delle cappe aspiranti e dei motori per elettrodomestici. Il caso è stato ritenuto interessante come esempio di *cross-border* M&A, trattandosi di un'azienda dalla importante dimensione internazionale e dal successo elevato, dovuto anche alla serie di acquisizioni compiute allo scopo di espandersi nel contesto globale. Il caso è strutturato in due parti: nella prima viene presentata l'azienda, con l'evidenziazione delle linee di business e della dimensione internazionale, l'analisi economico-finanziaria e l'andamento del titolo; nella seconda parte viene analizzata, nei dettagli, l'acquisizione, osservandola nelle sue fasi, le strategie e le motivazioni per cui è stata intrapresa, fino ad arrivare a compiere una valutazione finanziaria dell'azienda prima e dopo l'operazione. A tale scopo, è stato scelto di utilizzare la metodologia dei multipli di mercato.

1 LE OPERAZIONI *CROSS-BORDER* E LA CREAZIONE DI VALORE

Il termine inglese M&A, acronimo di *Mergers & Acquisitions*, è normalmente tradotto in lingua italiana con la dizione “fusioni e acquisizioni”. Con tali termini si intendono quelle forme di concentrazione e aggregazione che prevedono integrazioni societarie ed economiche mediante articolazioni diverse: la fusione è un’operazione attraverso la quale le società partecipanti cessano la loro esistenza giuridica per dar vita ad una nuova entità giuridico-economica, facendovi confluire i loro patrimoni; l’acquisizione è una forma di fusione per incorporazione in cui una società (denominata incorporante, in inglese *acquiror* o *bidder*) mantiene la propria identità giuridica annettendo altre società (incorporata o *target*), le quali cessano di esistere (Verna 2008).

Entrando nello specifico del significato, è possibile cercare di adottare un’ottica più ampia, facendo riferimento alle operazioni di finanza straordinaria, identificando con l’acronimo M&A una serie di operazioni che hanno come obiettivo comune quello della creazione di valore aziendale mediante l’esecuzione di attività che modificano in modo permanente l’assetto societario e operativo dell’impresa. Tra tali interventi, i più comuni sono generalmente quelli che portano all’acquisto/cessione di quote di controllo di società, come appunto le acquisizioni e fusioni, intese come attività volte all’acquisto di quote di controllo di una società e alla combinazione di due o più imprese in una sola entità giuridica e organizzativa. Esistono poi altre tipologie di intervento, tra cui il *leveraged buyout*, acquisizione d’azienda caratterizzata da un forte ricorso alla leva finanziaria; alleanze strategiche e *joint venture* intese come accordi di collaborazione di medio-lungo periodo tra imprese, anche mediante creazione di una nuova società partecipata a cui sono conferiti specifici *asset*; cessione di quote di controllo di una società o di rami d’azienda; acquisto di rami d’azienda, una pluralità di *asset* che divengono parte del patrimonio di una società esistente; IPO *spin-off* e *split-off*, queste ultime due identificabili nel primo caso come creazione di una nuova società mediante conferimento di *asset* da una società esistente, nel secondo ripartizione di *asset* di una società esistente in due o più società di nuova creazione. Tra le attività di M&A, infine, si è soliti includere anche i progetti di *turnaround* e interventi di natura straordinaria volti a fronteggiare situazioni di crisi per la ristrutturazione (Salvi e Dallochio 2011).

Ogni intervento di finanza straordinaria nasce da accurate analisi strategiche preliminari, in quanto ogni *deal* incide pesantemente sulla realtà aziendale con importanti conseguenze ed effetti sul lungo periodo. La valutazione di ciascun intervento è pertanto da ponderare accuratamente dal management della società, avvalendosi anche dell'aiuto di consulenti esterni specializzati.

Le principali ragioni strategiche per cui soggetti industriali si avvicinano ad operazioni di finanza straordinaria possono essere riassunti di seguito:

- Opportunità di sfruttamento di eccesso di capacità produttiva; tale fenomeno è comune soprattutto in settori industriali maturi, dove una maggiore quota di mercato può essere conquistata più agevolmente a spese di un concorrente. Esse sono colte dalle imprese industriali che avviano tali processi con l'obiettivo di allargare la propria base di clienti attraverso l'acquisizione di quelli di un concorrente, accompagnandosi spesso a un ridimensionamento della capacità produttiva della società acquisita (Napolitano 2003).
- Ingresso in nuove aree geografiche, tra le soluzioni più rapide ed efficaci per l'ampliamento della presenza territoriale di un'azienda al di fuori delle sue aree tipiche di competenza; la scelta si rivela tanto più valida quanto l'area di nuova espansione possiede caratteristiche (culturali, competitive) diverse da quelle proprie della *bidder* (Capasso e Meglio 2009).
- Ampliamento della gamma dei prodotti, consentendo alla *bidder* di ampliare il proprio portafoglio prodotti tramite l'acquisizione di *know-how* e capacità produttiva direttamente dalla *target* (Salvi e Dallochio 2011).
- Ricerca e sviluppo, cioè interventi tipici in particolari settori caratterizzati da rapida innovazione e ingenti investimenti in ricerca, tipicamente *high-tech* e medicale, permettendo di acquisire *know-how* per il rapido sviluppo della società; in questo caso, la strategia è rappresentata dall'utilizzo di acquisizioni per la sostituzione di investimenti in ricerca e sviluppo allo scopo di entrare velocemente in mercati caratterizzati da rapido sviluppo ed elevata innovazione (Napolitano 2003).
- Convergenza tra settori industriali, al cui scopo interventi di M&A possono rivelarsi utili in caso di acquisizione di *know-how* e capacità produttiva di imprese in settori che corrispondono con quello della *target*, inventando nuovi prodotti che soddisfano bisogni diversi (Bower 2001).

Le leve per operare con successo nelle differenti tipologie sono varie, ma in ogni caso dovrebbero essere chiare le modalità con cui procedere a dismissione o chiusura di *asset* industriali in eccesso qualora si voglia ottenere l'integrazione di due realtà e, nel caso in cui l'obiettivo principale sia quello di acquisire *know-how* e tecnologia, dovrebbe essere ben definito il modo per legare al destino della nuova realtà le persone chiave dell'organizzazione e la divisione ricerca e sviluppo. Differenti possono essere gli obiettivi, i vincoli, i contesti aziendali di riferimento e gli strumenti tecnici realizzati per completare le operazioni di finanza straordinaria: nei paragrafi seguenti vengono affrontati questi temi. Prima di procedere, è possibile affermare che in ogni caso si ravvisano due categorie principali di investitori: quelli industriali, soggetti attivi nelle diverse aree dell'industria e servizi, che si avvicinano ai processi di finanza straordinaria con logiche tipicamente strategiche e con l'intento di accrescere il valore dell'impresa nel medio-lungo periodo; quelli finanziari, soggetti che nascono per gestire patrimoni attraverso investimenti nel capitale di rischio di società come fondi comuni di investimento¹, banche, finanziarie e holding di partecipazioni, che affrontano operazioni di M&A con l'obiettivo di creare alti ritorni sui capitali investiti, principalmente tramite la realizzazione di un *capital gain* (Salvi e Dallochio 2011).

¹ Tra cui si includono *venture capital*, *hedge fund* e *private equity*: per *private equity* si intende l'apporto di capitale di rischio da parte di operatori specializzati in imprese non finanziarie non quotate; il *venture capital* è un sottosegmento di esso consistente nel finanziamento tramite conferimento di capitale di rischio e di strumenti "quasi *equity*" in imprese ad alto potenziale di crescita e di innovazione. Gli *hedge fund* sono invece organismi di investimento di natura privata che assumono posizioni lunghe o corte in qualsiasi tipo di attività finanziaria e/o reale con lo scopo di realizzare rendimenti elevati mediante assunzione di posizioni speculative decorrelate dal rischio sistematico, utilizzando particolari strategie di gestione e copertura del rischio di portafoglio (Bruno 2012).

1.1 I meccanismi e le tipologie di acquisizione e fusione

Nei paragrafi seguenti vengono esaminate le tipologie di acquisizioni, i meccanismi attraverso cui sono strutturate e le motivazioni per cui vengono compiute. Innanzitutto, qualora la crescita possa essere considerata una scelta strategicamente opportuna, le modalità per la sua realizzazione possono essere ricondotte a due fattispecie fondamentali: la crescita interna e quella esterna. Nel caso delle acquisizioni e fusioni, trattandosi di crescita esterna, i vantaggi sono sintetizzabili in: maggiore velocità di attuazione; minore costo che può comportare l'acquisto di una struttura funzionante rispetto alla sua creazione ex-novo; il minor rischio, in termini di costi e tempi necessari ad acquisire una quota di mercato sufficiente per la garanzia dell'economicità dell'investimento; la maggiore possibilità di ottenere i finanziamenti necessari al sostegno dell'operazione, in considerazione sia del minor rischio sia della superiore capacità di fornire garanzie; la possibilità di sviluppare sinergie e di migliorare l'efficienza e, di conseguenza, il valore dell'azienda acquisita attraverso il migliore sfruttamento delle attività e l'apporto di competenze manageriali; lo sfruttamento di benefici fiscali, come nel caso di acquisto di rami di azienda per cui è possibile l'ammortamento del valore di avviamento pagato. La crescita esterna è, quindi, preferibile qualora la pressione competitiva risulti relativamente elevata e il tasso di crescita della domanda modesto: un'acquisizione, in tal caso, permette infatti un immediato salto dimensionale, che riduce la pressione competitiva e accresce il potere di mercato (Zanetti 2000). Per intraprendere un'operazione del tipo M&A, può essere necessaria una consulenza preventiva riguardo i vincoli posti dalla legge per la tutela della concorrenza a livello nazionale o di Unione Europea. Esistono infatti dei limiti alle operazioni di concentrazione, introdotti dalla legge sulla concorrenza del 1990, la quale ha potere di intervento sui temi di abuso di posizione dominante e operazioni di concentrazione che limitino la concorrenza. Per questo motivo, tali operazioni devono essere notificate all'Autorità quando la somma dei fatturati nazionali delle imprese coinvolte oppure il fatturato nazionale dell'impresa² acquisita superino determinati valori che vengono rivalutati ogni anno in funzione del tasso di inflazione. Dopo questa preliminare fase, è importante la scelta della tipologia di M&A da effettuare.

² Tutti quelli che il gruppo a cui l'impresa appartiene realizza nel mercato rilevante per l'operazione e che non sono previste, come accade in altri Paesi europei, soglie rilevanti per la comunicazione basate sulla quota di mercato.

Come affermato in precedenza, una possibilità è ravvisabile nella **fusione** vera e propria delle due imprese, in cui una assume integralmente tutte le attività e le passività dell'altra, operazione che deve essere approvata da entrambe le assemblee straordinarie. La fusione può avvenire per incorporazione o per unione: nel primo caso una società preesistente (incorporante) assorbe una o più altre società (incorporate) implicando quindi che il patrimonio del complesso creato sia pari alla somma dei patrimoni di tutte le società partecipanti e la cui compagine sociale sia composta da tutti i soci delle medesime; nella fusione per unione, invece, una società nuova prende vita dalle società partecipanti, le quali perdono la propria individualità giuridica. L'intero patrimonio viene trasferito alla società risultante dall'operazione e la compagine sociale viene formata da tutti i soci delle società fuse. La fusione può poi avvenire attraverso un aumento di capitale sociale da parte della incorporante, con il fine di emettere azioni da attribuire ai soci delle società incorporate in base ad un predeterminato rapporto di cambio: questa modalità avviene mediante l'annullamento delle azioni dell'incorporata già possedute dall'incorporante oppure mediante un'applicazione congiunta di entrambe le fattispecie, nel caso in cui l'incorporante non possieda la totalità delle azioni della incorporata.

Un'alternativa è rappresentata dall'**acquisto delle azioni** dell'azienda in vendita, in cambio di contante, azioni proprie o altri titoli. I manager potrebbero anche non essere coinvolti nelle trattative, sebbene si cerchino spesso il loro consenso e la loro cooperazione. Se questi resistono, l'acquirente cerca di acquisire la maggioranza effettiva delle azioni in circolazione e, qualora abbia successo, l'acquirente acquisisce il controllo, realizza la fusione e cambia il management dell'acquisita.

Il terzo approccio è invece l'**acquisto di una parte o di tutte le attività dell'impresa**, nel cui caso è necessario provvedere al trasferimento della proprietà delle diverse attività acquistate e il pagamento è fatto direttamente all'impresa e non ai suoi azionisti. Il prezzo è in questo caso maggiore, in quanto la negoziazione di pacchetti di attività composte da impianti, immobili, marchi o altro è più costosa rispetto alla negoziazione di azioni (Salvi e Dallochio 2011).

Le M&A possono essere, inoltre, raggruppate principalmente in quattro tipologie:

- Verticali
- Orizzontali
- Concentriche
- Conglomerati

Le fusioni e acquisizioni *cross-border* possono essere motivate dall'esigenza di estendere verticalmente oppure orizzontalmente le catene del valore per generare sinergie e complementarità tra le stesse, ad esempio nel caso di un'impresa che possiede una forte quota di mercato, può essere interessata ad acquisire un *leader* tecnologico per aumentare il proprio controllo sul mercato: le M&A possono, pertanto, essere motivate dalla decisione di riconfigurare la catena del valore attraverso l'unione parziale o totale con quella di un *partner*. Estendendo il controllo sulle imprese poste a monte o a valle della filiera produttiva, si può comprimere l'offerta di input necessari allo svolgimento dell'attività delle imprese indipendenti, agire sul sistema dei prezzi oppure svincolare l'impresa dal potere contrattuale del fornitore o del cliente-distributore ed alzare le barriere nei confronti dei potenziali entranti ((Caiazza 2011).

Una **concentrazione verticale** si verifica quando una società si fonde o acquisisce uno dei suoi fornitori o clienti. In genere, le M&A verticali avvengono tra le imprese per le quali esiste già un rapporto cliente-fornitore o venditore-compratore, infatti l'acquirente espande il proprio controllo a monte verso le materie prime oppure a valle verso il consumatore finale. Queste avvengono principalmente per ridurre i costi, ottenendo in tal modo economie di scala, o con lo scopo di ottenere una certa quantità di controllo sulla fornitura di materiali in ingresso e dei prodotti. Nel settore finanziario, e soprattutto bancario, la logica di fondo per l'integrazione delle banche si è concentrata principalmente sul conseguimento di miglioramenti dell'efficienza attraverso la riduzione dei costi nel corso degli ultimi decenni.

Una **M&A orizzontale** è l'integrazione tra due aziende operanti nella stessa linea di *business*; può essere spiegata da due classi principali di teorie: la "teoria di massimizzazione del valore " e la "teoria manageriale" (Capron, 1999).

La teoria della massimizzazione del valore, che si basa su economie di scala e di scopo, nonché sulla visione delle risorse come una maggiore utilizzazione delle capacità e risorse, può essere quella che spiega le M&A orizzontali: esse, infatti, sono in grado di creare valore sfruttando sinergie basate sulla riduzione di costi e sul migliore utilizzo delle risorse (anche reddituali). La sinergia è raggiunta quando il valore della nuova entità costituita in seguito all'operazione supera il valore delle due imprese distinte in precedenza. Le economie di scala sono ampiamente considerate come il principale motore della riduzione dei costi, ma esse possono essere ottenute anche in altre funzioni di business, come ricerca e sviluppo, distribuzione, vendita e spese amministrative (Pastore, 1979). Queste economie di scala sono di gran lunga più importanti per il settore finanziario, dal momento che le aziende in questo settore non stanno in realtà producendo alcun tipo di merce.

Una **fusione concentrica** avviene quando due società che sono legate in termini di clienti funzioni o gruppi di clienti, si fondono. Esse sono molto comuni nel settore finanziario e si verificano quando le imprese vogliono aumentare le loro conoscenze in una nuova area di business o vogliono acquisire la conoscenza al di fuori di servire meglio i loro clienti attuali.

Le **M&A conglomerati** avvengono quando sono coinvolte aziende che operano in settori non correlati, allo scopo di conseguire vantaggi tramite la diversificazione (Brealey, et al. 2011).

1.2 Le determinanti delle operazioni *cross-border*

In un contesto in continua evoluzione, l'emergere dei nuovi paesi nella scacchiera internazionale, il ruolo più attivo dei *private equity* e degli investitori istituzionali, la necessità di elevate barriere protettive e l'esigenza di incrementare il patrimonio cognitivo per l'acquisizione del migliore posizionamento competitivo hanno spinto le imprese ad effettuare in misura crescente operazioni di *cross-border mergers and acquisitions* dai caratteri profondamente diversi rispetto al passato. Negli scorsi decenni le multinazionali europee, americane e giapponesi hanno investito nelle economie in via di sviluppo al fine di sfruttare le dotazioni fattoriali in esse presenti.

Attualmente, le imprese provenienti dai mercati emergenti si configurano non solo come *target* ma anche, soprattutto, come *bidder* nelle operazioni di M&A, passando da recettori passivi ad attori determinanti. La configurazione di un contesto multipolare, in cui si identificano una molteplicità di centri di potere, ha avuto un profondo effetto sull'intensità e la direzione delle *cross-border* M&A, imponendo una riconsiderazione delle teorie sui *driver* che guidano tali scelte e sui fattori condizionanti il successo dell'operazione in una prospettiva strategico-operativa piuttosto che in un'ottica puramente finanziaria. Elevate sono le difficoltà che emergono nell'integrazione di strutture, sistemi, risorse e processi di imprese provenienti da aree del mondo a differente sviluppo e caratterizzate da significative diversità nella cultura organizzativa e nazionale (Caiazza 2011). Le *cross-border* M&A sono transazioni in cui *asset* di aziende che appartengono a paesi differenti sono combinate per dar vita ad una nuova entità legale. Esse si configurano come investimenti diretti all'estero in quanto presuppongono l'intenzione dell'investitore di acquisire un significativo livello di influenza sulla gestione dell'impresa e, pertanto, si distinguono dagli investimenti di portafoglio che sono semplici partecipazioni finanziarie di soggetti non interessati alla gestione aziendale. Se il soggetto che investe possiede il 10% o più delle azioni ordinarie, per un'impresa costituita in società o l'equivalente per un'impresa non costituita in società, la *cross-border* M&A viene considerata una IDE³ *brownfield*, cioè realizzata mediante l'acquisto di stock di un'impresa già stabilita nel paese ospitante.

³ Per IDE si intende un investimento diretto all'estero, cioè un investimento internazionale volto all'acquisizione di una partecipazione (di controllo, paritaria o minoritaria) in un'impresa estera (M&A) o alla costituzione di filiali all'estero (investimento *greenfield*), in cui l'investitore viene coinvolto nella direzione e gestione dell'impresa partecipata o costituita (Fonte: Borsa Italiana).

Questo tipo di operazione si differenzia da un investimento *greenfield*, nel quale avviene la creazione ex-novo di una nuova unità organizzativa all'estero. Alla base della scelta delle operazioni, come accennato in precedenza, c'è pertanto una distinzione tra investimenti *greenfield* e *brownfield*; quando poche imprese controllano la maggior parte o la totalità del mercato, possono incrementare i profitti agendo in modo collaborativo piuttosto che competitivo (Stigler, 1952). Di seguito vengono mostrati alcuni casi in cui è preferibile scegliere un'operazione di M&A piuttosto che un investimento *greenfield* e viceversa.

Può avvenire la circostanza in cui l'operatore estero trovi una forte opposizione da parte delle imprese locali nell'effettuare un investimento *greenfield*: ciò può essere dovuto all'incremento del livello di concorrenza che questo può causare nel mercato ospite. In questo caso, risulta maggiormente indicata una *cross-border* M&A.

In situazioni di concorrenza imperfetta, quindi in un mercato inefficiente, la scelta di un'operazione di M&A espone la *bidder* al rischio di sostenere alti costi per l'acquisto del controllo sulla nuova impresa (Meyer e Estrin, 2001): una possibile acquisizione può infatti essere ritardata dalla ricerca di una *target*, dalle lunghe e incerte trattative per la negoziazione, dalla burocrazia inefficiente, oltre agli alti costi di transazione del mercato e la mancanza di potere contrattuale e conoscenze dell'operatore estero nel mercato ospite. Un investimento *greenfield* può, pertanto, risultare più idoneo e ridurre l'esposizione al rischio.

In un processo di ricerca internazionale degli elementi su cui basare il vantaggio competitivo di un'azienda, il tentativo di acquistare *asset* complementari in un mercato estero può trovare il limite negli alti costi di transazione: in tal caso, per l'impresa sarebbe preferibile acquisire l'altra del mercato estero che gli consente di ottenere gli *asset* complementari di cui ha bisogno per sviluppare il proprio prodotto o servizio, realizzando quindi una M&A *cross-border* per consolidare il proprio vantaggio competitivo.

Anche la distanza culturale tra l'acquirente e la *target* influenza la scelta della modalità di ingresso: maggiore risulta tale distanza tra le imprese di paesi diversi, maggiore sarà la propensione a preferire investimenti *greenfield* rispetto alle acquisizioni, a causa dei costi d'integrazione che possono risultarne.

Studi riconducibili alla teoria dell'agenzia, identificano nei vantaggi ottenuti dal management in termini di prestigio e potere le determinanti alla base delle scelte di investire in altri paesi mediante una *cross-border* M&A piuttosto che un investimento *greenfield* (Jensen, 1986).

Infine, risulta che un'impresa con più esperienza in un mercato estero sia più propensa a sviluppare capacità organizzative adatte a quel mercato (Johanson, 1977): le esperienze di investimento all'estero possono contribuire allo sviluppo di nuove conoscenze e aumentano le possibilità di successo di operazioni di M&A su mercati stranieri, riducendo incertezze e minacce.

L'acquisizione di imprese estere preesistenti sul mercato consente all'acquirente di impossessarsi di risorse, conoscenze, tecnologie, capitale umano e relazionale, sbocchi sul mercato e vantaggi locali che prima erano dell'acquisita. Generalmente le imprese multinazionali effettuano un investimento diretto secondo un approccio OLI (*Ownership, Location, Internalisation*), quando cioè si realizzano 3 ordini di vantaggi, legati al diritto di proprietà (*ownership-specific competitive advantages*); alle caratteristiche del paese scelto per la localizzazione (*location advantages*); a vantaggi legati ai benefici derivanti dal rendere interne all'impresa (tramite l'acquisizione dell'impresa fornitrice) fasi produttive a monte e a valle, che precedentemente erano svolte da imprese estere (*internalisation advantages*).

Le imprese oggetto di acquisizione possono essere:

- Le società controllate (*subsidiary companies*), cioè quelle imprese nelle quali l'investitore estero detiene, direttamente o indirettamente, più del 50% del capitale sociale, oppure ha il diritto di nominare o di rimuovere la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione;
- le società consociate (*associate companies*), cioè quelle imprese nelle quali l'investitore estero (e le società da lui controllate) detiene una quota tra il 10 e il 50% del capitale sociale;
- Le filiali (*branches*), quelle imprese anche prive di personalità giuridica, possedute interamente o congiuntamente dall'investitore estero.

Per quanto riguarda l'impatto delle M&A sulla dimensione aziendale, l'identificazione dei confini aziendali viene rivista nel corso del tempo per l'acquisizione di un durevole vantaggio competitivo: tali confini sono modificati attraverso decisioni finalizzate ad una maggiore presenza nel mercato d'origine, all'estensione a monte o a valle dell'attività svolta, oppure ad una diversificazione dei mercati in cui operare. La modifica dei confini può portare ad un cambiamento delle aree di affari, dei mercati, delle attività svolte all'interno e di quelle affidate a terzi e, quindi, può generare una variazione della dimensione aziendale attraverso l'intervento su parametri di natura strutturale, funzionale oppure relazionale. In un'ottica strategica, la scelta della crescita dimensionale rappresenta una parte del processo di sviluppo che riguarda il complesso dei cambiamenti che si susseguono nel corso della vita dell'azienda investendo non solo i profili dimensionali delle imprese, ma anche molteplici fattori di natura qualitativa, finalizzati a garantire all'impresa condizioni di equilibrio interno ed esterno. La crescita dimensionale può essere realizzata investendo nello sviluppo interno di risorse, oppure attraverso processi esterni di fusione e acquisizione o alleanze strategiche con imprese che già operano nello stesso settore, creando forme di *business combinations* che richiedono un'integrazione di risorse di natura finanziaria, umana e organizzativa appartenenti ad imprese differenti che generano un'interdipendenza di lungo periodo tra le stesse, comportando la crescita dimensionale di ciascuna unità. L'implementazione del processo di crescita comporta l'assunzione dell'onere relativo alla gestione della scala, in quanto il governo di un'organizzazione più grande e complessa richiede la gestione di una massa maggiore di transazioni e che vengano controllate più variabili a causa dell'elevato numero di scambi e informazioni che si registrano al suo interno. Con il salto dimensionale, inoltre, l'impresa deve affrontare una fase di transizione e di squilibrio organizzativo. Se il processo di crescita impatta negativamente su fattori di equilibrio aziendale, può richiedere una rivisitazione della modalità prescelta di attuazione delle strategie e una riconsiderazione della strategia inizialmente programmata. Lo sviluppo esterno si caratterizza per l'impiego di risorse già formate mediante relazioni di varia natura con altre imprese che portano alla costituzione di aggregazioni aziendali in grado di affiancare ai vantaggi della crescita dimensionale anche quelli di una maggiore flessibilità.

I vantaggi che può portare questo tipo di operazione sono una maggiore tempestività dell'iniziativa, i ridotti tempi di realizzazione dell'investimento, che in contesti variabili ed incerti, come quelli attuali, consentono di raggiungere in anticipo una posizione competitiva sul mercato e permettono di sfruttare in tempi brevi le potenzialità presenti. Attraverso le aggregazioni con imprese già operanti in un dato settore o mercato è possibile, inoltre, superare le barriere all'entrata, accrescere la quota di mercato senza forzare il mercato, godere di una struttura operativa e relazioni avviate ed aumentare la capacità produttiva con le relative economie di scala, senza rinunciare alla flessibilità. I fattori critici di insuccesso, tuttavia, possono derivare da problemi di tipo integrativo tra le diverse unità aziendali portatrici di una propria cultura e organizzazione, inoltre possono determinare comportamenti collusivi ed essere, perciò, vietate dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM).

Inoltre, in alcuni casi le pressioni derivanti dall'ambiente esterno possono spingere l'impresa ad optare per un'alleanza strategica piuttosto che per una M&A nella realizzazione degli obiettivi di crescita per via esterna. In settori molto concentrati, ad esempio, le imprese possono coordinare la loro attività soprattutto in termini di *pricing* e prodotti, nel cui caso le imprese possono essere orientate a costruire alleanze per perseguire obiettivi di *economizing* o appropriazione di risorse. Nella scelta tra M&A e alleanze, le imprese possono essere influenzate da fattori istituzionali come norme, regole e valori comuni (Scott, 2001) oppure dalle esperienze in altri settori o da processi imitativi, diventa perciò necessario valutare il *trade-off* tra coinvolgimento e flessibilità. Le M&A implicano una partecipazione di controllo o maggioranza, a differenza delle alleanze: quindi le M&A risultano ideali qualora l'unione di struttura, sistema, processi e persone che deriva dalla combinazione proprietaria garantisca un migliore sviluppo delle potenzialità combinate. La combinazione impone maggiori costi per investimenti in combinazioni di risorse fisiche, umane e per attività di controllo. Le alleanze generalmente non consentono una combinazione così profonda delle realtà aziendali ma permettono di mantenere una maggiore libertà di uscita e flessibilità. Le alleanze sono inoltre preferite nel caso in cui il controllo centralizzato potrebbe nuocere alla cooperazione e distruggere valore invece che crearlo.

Secondo Hennart (1988) le alleanze sono usate per ridurre i costi di amministrazione e dovrebbero essere preferite nel caso in cui le risorse che ciascuna parte desidera sono specifiche e solo un sottoinsieme di esse sono detenute dal partner: è infatti in tal caso che il costo dell'acquisizione risulterebbe troppo alto e costringerebbe l'impresa ad entrare in possesso anche di quelle risorse di cui non necessita. Anche in ambienti altamente tecnologici che richiedono un continuo cambiamento, sono preferibili le alleanze che consentono di mantenere maggiore flessibilità e adattamento. Nella scelta tra alleanze e M&A, secondo Dyer (2004), i dirigenti devono tenere in considerazione tre fattori: le risorse e le sinergie che desiderano, il mercato in cui competono e le loro competenze a collaborare. Le acquisizioni sono preferite quando le imprese intendono unire le proprie risorse strutturali; nel caso in cui le imprese presentano invece buone capacità di collaborazione e il mercato sia altamente instabile, è preferibile optare per le alleanze. Anche il grado di incertezza ambientale incide sulla decisione: al crescere dell'incertezza, che riguarda il cambiamento tecnologico, l'accettazione sul mercato di un dato prodotto e l'impatto sul settore, aumenta la necessità di cooperazione per fronteggiarla, da cui risulta preferibile scegliere le alleanze piuttosto che le operazioni di M&A. Risulta necessario, infine, considerare anche le reazioni dei *competitors* e degli *stakeholders*. I vincoli strutturali ed istituzionali nell'imporre alcune norme di comportamento alle imprese le indirizzano verso forme aggregative più o meno radicali. Le scelte strategiche di crescita internazionale, così come quelle inerenti la modalità più adatta all'ingresso e il paese in cui investire, sono influenzate da una concomitanza di fattori legati al contesto paese di origine e di destinazione, al settore e alla singola impresa.

Andando ad analizzare le motivazioni che stanno dietro alle operazioni di acquisizione, cioè le ragioni per cui due imprese dovrebbero valere più insieme che separate, esse sono spesso sopravvalutate, nel senso che i *manager* delle aziende possono decidere di compierle per dei benefici che in realtà si rivelano dei danni per l'azienda. Per questo è di fondamentale importanza valutare attentamente l'operazione e pianificarne nei dettagli il processo: molte acquisizioni che risultano opportune sotto il profilo economico si rivelano un insuccesso perché, ad esempio, sorgono problemi di integrazione tra due imprese con metodi contabili, politiche di retribuzione, processi produttivi e culture aziendali differenti.

Ci sono poi casi in cui si ottengono benefici ma, nonostante ciò, si perde valore perché il prezzo da pagare è superiore, a causa ad esempio di sovrastima del valore di un magazzino obsoleto, sottostima del costo di rinnovo di impianti oppure garanzie su prodotti difettosi. In ogni caso, in generale le possibili fonti di sinergie derivanti dalle acquisizioni sono ravvisabili nelle seguenti variabili (Brealey, et al. 2011):

- **Economie di scala:** si ottengono nel caso in cui il costo medio unitario diminuisce all'incremento delle quantità prodotte.

Una modalità può essere quella di distribuire i costi fissi su un volume maggiore di produzione; nel caso dell'acquisizione o fusione, i costi delle imprese integrate risultano minori dei costi dell'impresa prima dell'operazione, grazie a operazioni di consolidamento ed eliminazione di spese "ridondanti" come la condivisione di servizi centrali quali la gestione del personale, l'amministrazione, il controllo finanziario, lo sviluppo delle carriere e la pianificazione strategica.

- **Economie di integrazione verticale:** si ottengono attraverso l'acquisizione di un fornitore o un cliente, in modo da acquisire il massimo controllo possibile sul processo produttivo, facilitando il coordinamento e l'amministrazione.

- **Combinazione di risorse complementari:** acquisizione di piccole aziende con prodotti esclusivi ma carenti in termini di organizzazione produttiva e distributiva, così da combinarsi con grandi aziende per produrre e distribuire su vasta scala. In pratica, due aziende possiedono risorse complementari, l'una possiede qualcosa che l'altra cerca e viceversa, e in tal caso può essere conveniente combinarsi, in quanto le due entità valgono più insieme che separate.

- **Eccesso di fondi:** un altro motivo per compiere un'acquisizione può essere un'impresa che opera in un settore maturo e genera un considerevole ammontare di liquidità ma dispone di poche opportunità di investimento; in tal caso possono decidere di acquisire un'altra impresa finanziando per contante.

- **Eliminazione delle inefficienze:** a volte l'acquisizione di un'azienda con opportunità non sfruttate, costi da tagliare e vendite e utili da migliorare può rappresentare un'opportunità per imprese con un *management* efficiente.

- **Consolidamento di settore:** le maggiori opportunità per incrementare l'efficienza sembrano provenire da settori che presentano un eccessivo numero di imprese e una capacità produttiva eccedente, le cui condizioni tendono a scatenare un'ondata di fusioni e acquisizioni per ridurre la capacità e l'occupazione e liberare capitale per reinvestirlo in altri settori.

- **Razionalizzazione delle strutture di gruppo:** attraverso la fusione, possono essere effettuate razionalizzazioni e semplificazioni nelle strutture di grandi gruppi societari per ridurre i costi attraverso l'eliminazione di duplicazioni di unità operative, sia per realizzare un più adeguato assetto organizzativo e societario (CONSOB 1998).

1.3 La creazione di valore nelle *cross-border* M&A

Per quanto riguarda la creazione di valore nelle operazioni *cross-border*, il processo di M&A porta alla cattura del valore nel caso in cui si ottenga un trasferimento di valore dagli azionisti dell'impresa acquisita a quelli dell'impresa acquirente senza che venga posta in essere alcuna operazione finalizzata alla creazione di nuovo valore: tale fenomeno è collegato alla formazione di un prezzo di cessione inferiore al valore effettivo dell'impresa, e i benefici risultano collegati alla transazione, in cui avviene un trasferimento di valore dal cedente al cessionario. Nel caso in cui l'impresa che si intende acquistare risulti sottovalutata dal mercato, la cessione trasferisce il differenziale tra il prezzo pagato e l'effettivo valore dell'azienda all'acquirente; anche qualora ci sia asimmetria informativa, cioè nel caso in cui l'acquirente risulti in possesso di maggiori informazioni, c'è un'appropriazione di valore. Una terza modalità di cattura di valore consiste nell'acquisire una società, suddividerne i *business* e rivenderli poi per parti, conseguendo delle plusvalenze. La cattura di valore rientra nel *range* degli obiettivi degli operatori finanziari per i quali le acquisizioni rappresentano investimenti di portafoglio, riconducibili a semplici partecipazioni finanziarie di soggetti non interessati alla gestione aziendale, con lo scopo di trarre un rendimento dal capitale investito al momento dell'acquisto o del disinvestimento previsto generalmente dopo qualche anno. Anche per gli operatori industriali, le ragioni finanziarie possono giustificare un'acquisizione nel caso in cui la borsa sottostimi il valore della *target*: chi acquisisce un'impresa sottostimata dal mercato ha l'obiettivo di far riconoscere il maggiore valore di mercato oppure sfruttare i vantaggi fiscali che discendono dalla fusione con un'impresa in perdita. Nell'analisi dell'opportunità di procedere all'operazione, la necessità di agire tempestivamente per ottenere vantaggi finanziari viene, tuttavia, bilanciata con il bisogno di pensare e agire strategicamente. L'acquirente industriale è, infatti, motivato da ragioni di tipo strategico volte a rafforzare oppure ampliare il proprio *business*. Per questa tipologia di acquirente, le operazioni di M&A sono modalità di implementazione della propria strategia che, modificando struttura e sistema aziendale, sono finalizzate a rafforzare o a preservare il proprio vantaggio competitivo. Le M&A si collocano, nel sistema di scelte strategiche, a livello *business* oppure *corporate* a seconda che l'impresa acquisita operi o meno in aree strategiche d'affari già presidiate attraverso la creazione di valore.

Acquisizioni di imprese operanti in nuove aree d'affari o mercati possono essere considerate attuative di una strategia *corporate* finalizzata all'espansione o alla diversificazione del business in cui si opera. Acquisizioni di imprese che operano in aree già parte del portafoglio di attività, possono invece essere considerate attuative di una strategia finalizzata a rafforzare il vantaggio competitivo dell'impresa in quello specifico *business*. Nel perseguire una strategia di *leadership* di costo, ad esempio, l'acquirente industriale è interessato a scegliere l'impresa target che consente di ridurre ulteriormente i costi attraverso la centralizzazione di alcune operazioni e la standardizzazione della produzione. Al contrario, le imprese che perseguono una strategia di differenziazione sono guidate nella scelta della target dalla possibilità di ottenere *input* di alta qualità, lavoro specializzato, migliore reputazione. Un'operazione di M&A, nell'attuare una strategia *corporate* o *business*, non realizza una mera sommatoria di aziende, ma consente di dar vita ad un soggetto capace di valorizzare al meglio le eccellenze delle aziende conferenti, proiettandosi al contempo verso obiettivi nuovi a cui le parti non avrebbero potuto ambire isolatamente. Di particolare importanza per l'investitore industriale è, quindi, la decisione di acquisire un'altra impresa nascendo da opportunità presenti sul mercato piuttosto che da esigenze interne, in quanto fondata su valutazioni strategiche e sulla volontà di gestire il business e creare valore attraverso tale gestione. Quest'ultimo rimane il vero obiettivo nell'agire dell'acquirente industriale, che, nel perseguire i propri interessi, genera vantaggi anche per gli altri *stakeholders* aziendali e per l'intero sistema economico.

Secondo una prospettiva di efficienza, le fusioni e acquisizioni *cross-border* sono guidate dalla logica della riduzione dei costi rispetto alle transazioni che impongono un ricorso al mercato: le scelte di M&A possono essere basate esclusivamente sulla valutazione dei costi complessivi e le imperfezioni di mercato, che si concretizzano in situazioni di svantaggio per l'impresa che intrattiene relazioni con altre aziende, possono spingere verso scelte di internalizzazione mediante M&A (Williamson, 1975). Occorre però considerare non solo l'economicità come unica variabile di scelta, ma anche fattori relativi al mercato in cui si intende operare; le imprese che investono all'estero, infatti, devono affrontare costi maggiori rispetto alle imprese locali, sia per le difficoltà di operare in contesti socio-economici di cui si ha minore conoscenza, sia per la presenza di barriere all'ingresso poste dai governi in termini di misure

protezionistiche o derivanti dai gusti e dalle preferenze dei consumatori locali (Hymer, 1976).

Kindleberger (1970) ha ricondotto i vantaggi delle imprese che effettuano IDE alla imperfetta concorrenza di mercato dovuta all'esistenza di prodotti differenziati, alle concentrazioni industriali che rendono le imprese *price makers*, al differenziale tecnologico tra paesi, al disequilibrio della struttura del mercato che rende i tassi di rendimento dei fattori produttivi diversi da mercato a mercato, agli interventi del governo che possono distorcere la libera concorrenza, alla possibilità di aggirare limitazioni all'operare sul mercato estero, agendo come operatore interno. Integrando l'approccio teorico basato sull'efficienza indotta dalle imperfezioni di mercato, gli economisti Buckley e Casson (1976) pongono l'attenzione su due fattori: quelli specifici *firm* e quelli *location*; i primi si riferiscono alla struttura organizzativa dell'impresa, il patrimonio umano e manageriale, l'intensità dei fattori di produzione, il grado di tecnologia e la possibilità di realizzare economie di scala, mentre i secondi si riferiscono alla situazione politica, economica e fiscale e alla distanza geografica e culturale tra i paesi che sono coinvolti nel processo di internazionalizzazione. Un'impresa è, pertanto, spinta ad effettuare un investimento all'estero qualora la somma dei costi dei due fattori sopracitati risulti minore dei costi aggiuntivi che le imperfezioni di mercato fanno gravare sul prezzo delle transazioni dei prodotti intermedi. Il paradigma eclettico di Dunning (1981, 1986) noto come OLI (*Ownership, Location, Internalization*) theory, conduce le scelte di internazionalizzazione ai vantaggi della proprietà (*Ownership advantages*), in grado di compensare i costi maggiori di localizzazione all'estero e alle maggiori possibilità di sfruttamento di tali vantaggi; i vantaggi legati alla *location* sono l'unica discriminante nella decisione di porre in essere un investimento diretto estero, in quanto si tratta di vantaggi sulla possibilità di operare come soggetto interno al mercato locale, con la diretta partecipazione nel controllo sulle unità produttive estere⁴.

⁴ Nel caso in cui per l'impresa non siano ottenibili vantaggi legati alla *location*, infatti, essa si può internazionalizzare tramite operazioni di *import-export*, senza possedere direttamente il controllo sulle unità produttive estere.

Tra i vantaggi di natura economica vi sono la quantità e la qualità dei fattori di produzione e dei beni intermedi offerti e il loro costo, le potenzialità del mercato sia di sbocco che di approvvigionamento, il costo e la qualità dei trasporti e delle infrastrutture di comunicazione, il grado di sviluppo del settore dei servizi connesso alla produzione e commercializzazione del prodotto, la stabilità del tasso di cambio. Tra i vantaggi di natura socio-culturale rientrano la vicinanza culturale in senso lato (di lingua, usi e consuetudini), nonché di atteggiamento verso il mercato tra il paese ricevente e quello dell'impresa che effettua gli investimenti e l'atteggiamento del paese ricevente verso gli investimenti. Esistono, infine, vantaggi appartenenti alla sfera politica: stabilità, l'atteggiamento del governo di apertura verso gli IDE, la presenza di leggi meno rigide nei confronti della protezione ambientale dei diritti dei lavoratori.

Secondo l'approccio *resource based* le imprese che desiderano conquistare un vantaggio competitivo devono identificare le fonti delle risorse di valore, acquisire tali risorse e combinarle in modo unico e inimitabile in modo da generare un valore superiore al costo sostenuto per entrarne in possesso e proteggerle da eventuali imitazioni: le risorse di valore rappresentano gli elementi su cui si basa il vantaggio competitivo delle imprese (Barney, 1991; Castanias e Helfat, 1991; Ireland, 2002) e, per mantenere tale vantaggio nel tempo, occorre che le risorse possedute vengano combinate continuamente e sviluppate. Le operazioni di M&A, quindi, incrementando il potere e il controllo su tali risorse in modo da ridurre la dipendenza, consentono l'accesso a risorse critiche e sono utilizzate per ridurre l'incertezza competitiva (Thorelli, 1986; Pfeffer e Salancik, 1978). Il carattere globale del mercato ha accresciuto 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 *cross-border* forniscono in tale modo l'opportunità di internalizzare risorse provenienti da diverse parti del mondo altrimenti difficili da reperire e di creare nuove sinergie altrimenti impossibili da realizzare, oltre al reperimento rapido di conoscenze e competenze e il controllo di fattori strategici fondamentali. Per quanto riguarda la scelta di internazionalizzazione di imprese provenienti da paesi sviluppati nelle economie emergenti, la sfida principale consiste nell'accertarsi che le consolidate strategie globali possano essere estese alle economie emergenti ed in caso contrario svilupparne di nuove: le tradizionali strategie globali sono, infatti, state utilizzate per entrare nei mercati in cui il profitto proviene dal vertice

della piramide economica, mentre nelle economie in via di sviluppo il profitto nasce dalla base. In merito a ciò, Guillen (2000) suggerisce che il *driver* principale consiste nella ricerca di risorse e assetti istituzionali che offrano possibilità di sviluppo assenti nel paese d'origine; la scelta di operare in altri paesi emergenti è finalizzata ad evitare lo svantaggio competitivo che tali imprese potrebbero avere nell'ingresso in economie avanzate e a sfruttare l'eventuale vantaggio competitivo che possono vantare in contesti simili a quello di origine. Risulta probabile che le imprese provenienti da paesi simili possono avere nelle economie emergenti un vantaggio superiore ai *competitors* globali provenienti dalle economie sviluppate, in quanto non subiscono pressioni finalizzate a cambiare il loro modello aziendale. Le scelte di internazionalizzazione poste in essere da imprese provenienti dalle economie emergenti verso le economie avanzate, invece, sono spesso finalizzate a sviluppare capacità di assorbimento che consentano loro di migliorare la posizione competitiva a livello globale (Zahara e George, 2002).

Le acquisizioni *cross-border*, infine, possono rappresentare un modo per entrare in un nuovo *business* o sviluppare un nuovo settore. La combinazione di imprese appartenenti a diversi settori può infatti contribuire alla nascita oppure allo sviluppo di nuovi prodotti o servizi che contribuiscono a definire i caratteri di un nuovo settore. L'integrazione può derivare da specifiche opportunità di creazione di valore oppure da bisogni latenti dei clienti, con il fine di realizzare sinergie derivanti dalla complementarità dei prodotti o servizi offerti. Il successo di tali operazioni dipende dalla capacità imprenditoriale di chi guida l'operazione, in quanto è necessario identificare nella maniera ottimale il *driver* che deve guidare la scelta di una operazione di M&A ed il suo processo di implementazione.

1.4 Le criticità nel processo delle *cross-border* M&A

Nei processi che riguardano le operazioni di fusioni e acquisizioni, è fondamentale il legame di interdipendenza che unisce gli elementi delle due aziende che si fondono e che deriva dal fatto che, in seguito alla fusione, esse concorrono al medesimo fine. L'attività economica della nuova realtà aziendale nasce dalla combinazione di persone, beni e altre condizioni di produzione o di consumo delle precedenti imprese e dalla loro nuova interazione dinamica. Tale processo risulta particolarmente complesso, dato che presuppone la riorganizzazione degli elementi strutturali, l'identificazione di un unico fine comune e la ridefinizione delle condizioni di produzione per il suo raggiungimento. La complessità è maggiore nel caso in cui le operazioni siano svolte all'estero: in tale caso intervengono, infatti, fattori di contesto, in larga parte culturali, che possono ostacolare la condivisione di linguaggi, obiettivi e pratiche manageriali. La combinazione di strutture, sistemi, processi e persone imposta dall'operazione di M&A consente di dar vita ad una nuova realtà il cui valore supera quello delle entità originarie solo nel caso in cui il processo di combinazione sia gestito in modo corretto. Nella progettazione ed implementazione di un'operazione del genere, è pertanto necessario affiancare alle competenze di gestione ordinaria delle aziende, una serie di competenze per la gestione straordinaria che spesso richiedono il coinvolgimento di specifico personale qualificato. Sono richieste, quindi, competenze specifiche nella fase tipiche del processo di M&A che risultano le seguenti: la prima fase di precombinazione, la seconda di integrazione e la terza di assestamento. Il processo di M&A in ciascuna delle sue fasi richiede il coinvolgimento di differenti figure specializzate nella realizzazione delle attività richieste (Tabella 1.1).

Tabella 1.1 Le fasi del processo di fusione e acquisizione

STADIO I	STADIO II	STADIO III
Precombinazione	Combinazione e integrazione	Assestamento e solidificazione

Fonte: Cross-border M&A determinanti e fattori critici di successo (Caiazza, 2011)

Nella prima fase, il *management* aziendale è chiamato ad identificare esperti *advisors* nella ricerca della *target*, nelle valutazioni, nella negoziazione e nella chiusura dell'accordo (*closing*).

La seconda fase richiede competenze specifiche all'attività di combinazione delle due imprese che dall'aspetto organizzativo si deve spingere sino all'integrazione culturale. L'ultima fase, invece, richiede competenze volte alla solidificazione del rapporto tra le due realtà che alla luce delle differenze di base, del processo integrativo scelto e della capacità di assorbimento può portare a una effettiva crescita delle competenze distintive con effetti sinergici per la nuova entità aziendale e sviluppo del valore programmato. Processi di trasformazione così radicali da coinvolgere struttura, sistema, persone e processi espongono l'impresa a numerose incertezze: per evitare che l'insieme delle pressioni influenzi negativamente l'esito dell'operazione, occorre che siano definite chiaramente le linee di sviluppo e che sia identificato il *team* di lavoro idoneo al processo di combinazione sin dall'inizio. In generale, imprese che realizzano ripetute operazioni di *cross-border* M&A possiedono personale con elevata esperienza relativa alla gestione dell'intero processo e riescono ad ottenere migliori *performance* (Wir, 2002); fondamentale risulta avere una visione chiara e dettagliata degli obiettivi da raggiungere e dei possibili scenari di sviluppo futuro. In ogni caso, gli elementi da tenere in considerazione per il successo di ciascuna fase risultano la gestione delle risorse umane e la necessità di un'adeguata comunicazione.

Per quanto riguarda la gestione delle risorse umane, nella fase preliminare occorre definire gli aspetti legali, predisponendo piani di progressione e evidenziando il gap tra le aziende coinvolte; nella fase di combinazione, occorre invece implementare nuove pratiche e politiche che coinvolgano individui provenienti dalle differenti organizzazioni culturalmente distanti; nella fase di assestamento, il trasferimento di nuove conoscenze e la creazione di competenze specifiche nella nuova organizzazione dipende dalla capacità di assorbimento delle risorse umane e dal loro coinvolgimento negli obiettivi aziendali. Nelle *cross-border* M&A occorre tenere in considerazione soprattutto le differenze culturali per una corretta gestione delle risorse umane: un esempio di difficoltà di interazione di imprese appartenenti a differenti contesti è rappresentato dall'OPA ostile dell'inglese Vodafone sulla tedesca Mannesmann, nella quale la prima ha dovuto fronteggiare una serie di ostacoli derivanti da strutture proprietarie influenzate da banche, incongruenze contabili e organizzative dovute all'assenza di regole specifiche.

Emerge chiaramente l'importanza di una corretta identificazione delle differenze tra i *partners* (provenienti da contesti profondamente differenti), della programmazione del livello di allineamento desiderabile e delle modalità di gestione delle risorse umane per la sua concreta realizzazione. La necessità di evitare conflitti impone un processo di cambiamento lento e graduale che tiene conto sia delle differenze tra i contesti di provenienza sia degli obiettivi perseguiti con l'operazione di M&A: conviene studiare i contesti paese a cui le risorse umane appartengono sulla base di variabili come l'individualismo, l'accettazione della diversità, le caratteristiche dello stato, il sistema finanziario, il sistema formativo e le relazioni lavorative (Adler, 1986). Importante risulta anche allineare le scelte inerenti la corretta gestione del fattore umano alla strategia perseguita dall'impresa, tenendo in considerazione le pressioni provenienti dai paesi nei quali le aziende entrano.

Per quanto concerne la necessità di un'adeguata comunicazione, quest'ultima svolge un ruolo centrale nel contrastare lotte di potere, riduzione dell'impegno, abbassamento del rendimento e incertezza e negatività percepite dal personale e dal *management* (Bastien, 1987; Schweiger e Denisi, 1991). Spesso, infatti, il personale non è informato adeguatamente delle decisioni che possono avere un impatto significativo sul suo sviluppo professionale: la comunicazione è, pertanto, rilevante in particolar modo nelle *cross-border* M&A, dato che vengono coinvolte imprese dai linguaggi e dagli stili comunicativi profondamente diversi (Larsson e Risberg, 1998). L'identificazione di una lingua comune rappresenta una possibilità da tenere in considerazione per la riuscita di un'operazione *cross-border*, dato che può favorire la ricostruzione di una nuova cultura organizzativa.

1.4.1 Le criticità nella fase preliminare

Passando a considerare le criticità di ogni fase, nella prima, quella che comprende tutte le attività realizzate prima che il contratto sia firmato, devono essere prese decisioni attinenti gli obiettivi della transazione, la scelta dell'*advisor*, il ruolo della *target* nella nuova organizzazione e il grado di integrazione da conseguire, decisioni che, se valutate in un modo sbagliato, possono inficiare il successo dell'operazione (generando problemi dovuti all'insufficiente conoscenza del *partner*, alla sopravvalutazione delle sinergie e alla sottovalutazione delle difficoltà che possono sorgere).

Una delle prime decisioni è quindi la scelta dell'*advisor*, una società di consulenza che offre esperti per seguire l'impresa nella *due diligence*⁵, nella stipula del contratto e nelle fasi di implementazione dell'operazione, che contano anche la valutazione *stand alone* della *target* e la valutazione delle potenziali sinergie, oltre alla definizione del *range* del prezzo prima dell'inizio della negoziazione. La fase relativa alla *due diligence* risulta ancora più complessa nelle *cross-border* M&A, in quanto la valutazione degli *asset* può essere resa difficile dalle differenze negli *standard* contabili adottati dalle parti e possono nascere problemi nella valutazione dei beni immateriali, della reputazione dell'azienda, delle condizioni e del contesto in cui l'impresa opera. Nella *due diligence* occorre considerare anche i rischi derivanti dal livello di integrazione complessivo programmato e la determinazione di come entrambe le organizzazioni possano soddisfare la strategia-obiettivo dell'operazione: una differenza con le M&A domestiche emerge quindi nella necessaria considerazione di differenze culturali, linguistiche, religiose e il livello di ostilità e incompatibilità, per la gestione dell'integrazione. Nella successiva fase, quella di ricerca del giusto prezzo, occorre fare attenzione al fatto che esso risulti inferiore rispetto alle sinergie attese; un primo riferimento è legato al valore di mercato che la *target* possiede prima dell'annuncio della potenziale acquisizione, che esprime il premio che si è disposti a pagare senza considerare le potenziali sinergie. La valutazione delle sinergie potenziali rappresenta, invece, un elemento determinante nella ricerca del prezzo da pagare: il prezzo massimo che l'acquirente è disposto a pagare è, infatti, pari al valore della *target* più quello delle sinergie, occorre, perciò, valutare attentamente tutte le sinergie conseguibili dall'operazione. Nella fase del pagamento, l'acquirente può decidere tra la modalità *cash*, cioè in contanti, e scambio di azioni: nel primo caso avviene un semplice cambiamento di proprietà e il rischio viene assunto completamente dalla società acquirente, mentre nel secondo il rischio viene condiviso con gli azionisti della *target*. Nella modalità a valore fisso l'acquirente si assume tutto il rischio di fluttuazioni del prezzo delle azioni della *target* tra l'annuncio e la chiusura del contratto: il *management* deve considerare se la *target* è correttamente valutata dal mercato, deve stimare l'entità del rischio associato alla mancata realizzazione delle sinergie attese e stimare la reazione del mercato all'offerta di acquisto.

⁵ Processo di analisi strategica e finanziaria attraverso cui l'acquirente valuta l'impresa *target* e acquisisce tutte le informazioni che la riguardano, mediante un esame approfondito sotto il profilo commerciale, economico-contabile, fiscale e giuridico (Caiazza, 2011).

Nel caso contrario di pagamento tramite emissione di nuove azioni, si deve tenere in considerazione la possibilità che il mercato faccia scendere il valore delle azioni della società, qualora la decisione venga interpretata come un segnale negativo, in quanto il mercato considera l'emissione di azioni come un segnale negativo dell'andamento a lungo termine dell'impresa. La decisione di utilizzare *stock* o *cash* rappresenta anche un segnale circa la valutazione del rischio fatta sulle sinergie attese: il *cash* indica una forte convinzione dell'acquisizione di sinergie positive, mentre l'uso di azioni potrebbe essere interpretato come segnale del fatto che i *manager* considerino sovrastimata la propria azienda e che non credano nella possibilità di materializzare le sinergie. Per quanto riguarda le scelte della *target*, nell'acquisizione tramite *cash* si confronta il valore dell'impresa *stand alone* con il prezzo offerto; nel caso di pagamento *stock* si invitano gli *shareholders* dell'acquisita a divenire *partner* della nuova società, e qualora il *management* accetta azioni viene dato al mercato un chiaro segnale della fiducia nelle sinergie attese. Un ultimo fattore da tenere in considerazione è la reazione del mercato all'annuncio dell'operazione: esso può rappresentare un segnale di fiducia o meno nelle possibilità di successo dell'acquisizione, mentre la capitalizzazione di mercato successiva all'acquisizione rappresenta un indice dell'effettivo risultato conseguito. Il mercato, infatti, riversa nei prezzi le aspettative relative alla capacità dell'impresa di creare valore nel lungo periodo (Caiazza 2011).

1.4.2 Le criticità nella fase di integrazione

Con l'acquisizione e con la fusione nasce il dilemma di integrare due realtà distinte e, al contempo, di preservare le caratteristiche peculiari che ne definiscono le specifiche identità. L'integrazione attiene a tutti i modi in cui possono essere combinate strutture, sistemi, processi e persone di due differenti aziende. Esistono diverse teorie sui fattori che impattano sulla loro concreta realizzazione e una molteplicità di modalità di integrazione. In riferimento ad essa, Pablo (1994) distingue tre livelli di integrazione: un basso livello, che implica un limitato cambiamento tecnico e amministrativo; un moderato livello, che comporta modifiche nella catena del valore con cambiamenti nella struttura dei rapporti, nelle mansioni e nei ruoli; un alto livello, che comporta una condivisione di tutte le tipologie di risorse. Considerando che la fase integrativa è rilevante per il successo dei processi di fusione e acquisizione, la sua corretta gestione rappresenta un elemento di particolare interesse nello studio dei fattori che condizionano il successo delle *cross-border* M&A.

Gli elementi più rilevanti nel processo di integrazione risultano: la comunicazione, sia formale che informale; la velocità di integrazione, in merito a cui le operazioni di questo tipo richiedono tempi piuttosto lunghi per essere realizzate; la capacità del leader e del management di dare una visione unica all'insieme di imprese; la gestione degli elementi di differenza, soprattutto organizzativi e culturali. Un processo di integrazione equilibrato porta, quindi, a riflettere sul *trade-off* tra autonomia organizzativa e possibilità di preservare l'identità dell'acquisita ed interdipendenza strategica, che deve necessariamente far nascere una certa capacità di perseguire obiettivi comuni e di realizzare collegamenti in grado di valorizzare le rispettive capacità strategiche. Un ultimo fattore da considerare in questa fase, sono le problematiche legate alle differenze culturali: dagli anni '90 si sono sviluppate sempre più le operazioni *cross-border*, intraprese con lo scopo di consolidare il proprio *business* e diversificare il mercato; è in questi anni che si è parlato per la prima volta di cultura riferendosi al contesto nazionale di appartenenza (Morosini, 1998). La cultura di un'impresa è l'insieme dei valori, frutto della storia e della *mission* e del modo in cui questi sono interpretati; essa ha, quindi, una forte influenza sul modo in cui all'interno di un'organizzazione i manager prendono decisioni e si rapportano con il personale (Schneider e De Meyer, 1991). Nelle *cross-border M&A*, alla cultura organizzativa che varia da impresa a impresa si aggiungono problemi di diversità di culture nazionali, che si riflettono nelle pratiche organizzative, nel linguaggio e nella cultura di cui le risorse umane sono portatrici al livello sia di singolo che di gruppo. La distanza culturale, infatti, può rappresentare una barriera insormontabile qualora si cerchi di imporre una cultura piuttosto che rispettare le diversità. È pertanto consigliabile cercare di abbracciare una visione paritaria nel rispetto delle norme e dei valori altrui, al fine di evitare lo scontro culturale, che può nascere sia nel caso in cui tra le due imprese ci sia un'elevata diversità di linguaggio, sia nel caso in cui ci sia una notevole distanza fisica. Una corretta integrazione emerge, ad esempio, quando la cultura della *bidder* è vista come attrattiva e la combinazione di culture differenti ha effetti positivi, in quanto la *target* aspira a farla propria: gli autori Morosini *et al.* (1998) evidenziano che le maggiori differenze culturali, correttamente gestite, possono essere fonte di crescita per le parti e migliorare le *performance*, grazie ad un arricchimento culturale che porta a vantaggi competitivi difficilmente imitabili e non replicabili. La fase iniziale del processo di integrazione culturale consiste quindi nell'identificazione delle differenze relative all'ambiente di provenienza delle parti in relazione a fattori geopolitici, economici, sociali e normativi; le motivazioni alla base

dell'accordo di ciascuna parte; il processo di implementazione; la capacità del *management* di creare un'atmosfera di supporto al cambiamento; le differenze nella cultura organizzativa e nazionale. In conclusione, è possibile affermare che se si è in grado di moderare gli effetti del *gap* culturale, si possono vedere le diversità come opportunità piuttosto che come ostacoli, cercando di fare proprie le differenti culture e visioni e traendo da esse un vantaggio competitivo.

1.4.3 Le criticità nella fase di assestamento

Nell'ultima fase del processo di una fusione o acquisizione, è importante che le organizzazioni incoraggino gli individui a condividere le conoscenze e ad apprendere per la creazione di una nuova organizzazione: tutti i cambiamenti relativi a posizioni di lavoro, responsabilità, nuove strutture e nuove politiche dovrebbero essere effettuate quanto prima, in modo da formare un nuovo ordine stabile. Alcuni sistemi per organizzare le risorse umane sono rappresentati dalla creazione di strutture a cui collaborare, criteri di selezione, formazione, informazione, controllo e valutazione che premiano il lavoro condiviso piuttosto che quello individuale, oltre all'articolazione e codificazione di un unico linguaggio aziendale, un codice di condotta comune e specifici *set* di regole di valutazione dei risultati. La tipologia di competenza che si genera in seguito ad una operazione *cross-border* dipende non solo dall'atmosfera creata per il trasferimento delle competenze, ma anche dalla tipologia di conoscenza da trasferire e dalla distanza delle pregresse conoscenze tra le due aziende coinvolte. Se da un lato risulta più complesso trasferire conoscenze tra organizzazioni che possiedono un *background* conoscitivo fortemente diverso, dall'altro è proprio dalle diversità che si ricevono gli stimoli per una crescita discontinua del proprio patrimonio di conoscenze. Il successo di un processo M&A viene, allora, misurato in termini di incremento del patrimonio di competenze distintive che caratterizzano la nuova impresa. La distanza conoscitiva può dipendere da fattori quali il *business* e l'area geografica in cui operano le imprese: nel caso di M&A domestiche orizzontali nello stesso settore, in cui le conoscenze di base comuni relativamente ai processi, ai prodotti e alla distribuzione sono le stesse, la distanza risulta minore rispetto ad operazioni *cross-border*, verticali o conglomerati.

1.5 La valutazione delle operazioni di fusione e acquisizione

Gli studi inerenti le tecniche e le modalità che consentono di valutare il successo di un'operazione di M&A sono numerosi e riferibili a differenti prospettive teoriche (Zollo, 2008). Col passare del tempo necessario per portare a compimento tutte le fasi del processo, altri eventi e scelte strategiche influenzano la competitività dell'impresa, rendendo difficile individuare quale parte di valore creato dipenda effettivamente dall'acquisizione: è, pertanto, una fase delicata scegliere la metodologia adatta per valutare le operazioni di M&A, in particolar modo quelle *cross-border*. Un'operazione di M&A crea valore per l'impresa innanzitutto se migliora la sua capacità di competere all'esterno e di combinare risorse all'interno, realizzando la strategia pianificata e ponendo le basi per nuove direzioni di sviluppo: se l'operazione rappresenta la migliore alternativa per il perseguimento degli obiettivi strategici e per le concrete possibilità attuative, i risultati *ex-post* sono in grado di trovare riscontro. In secondo luogo, il successo dell'operazione dipende anche dalla capacità dell'impresa di competere nell'ambiente in cui opera, identificando il contributo dell'operazione al rafforzamento rispetto a *competitors*, fornitori e clienti. Un ulteriore elemento da considerare è l'impatto sulla dimensione interna all'azienda e sulle risorse, processi e valori che la caratterizzano; un'operazione di M&A crea, infatti, valore se incrementa il suo patrimonio di risorse materiali e immateriali, migliora i processi con cui esse vengono combinate e rafforza i valori. Per quantificare, quindi, il valore generato si deve tenere conto di tutti gli aspetti immateriali che concorrono a definire il differenziale tra il valore della nuova impresa e la somma dei *partners*. Il successo di un'operazione di M&A viene, in conclusione, identificato con il rafforzamento della capacità dell'impresa di creare valore nel tempo e viene misurato mediante l'incremento di valore dell'impresa in seguito all'operazione (Caiazza 2011).

La prima cosa per valutare un'operazione di M&A è chiedersi, prima di compierla, se dall'integrazione delle aziende A e B si è in grado di far emergere un beneficio economico. Ipotizzando, ad esempio, che due aziende congiunte abbiano un valore attuale pari a V_{AAB} e l'azienda A e B valgano rispettivamente V_{AA} e V_{AB} :

$$\text{Beneficio economico} = V_{AAB} - (V_{AA} + V_{AB}) = \Delta V_{AAB}$$

Se tale risultato è positivo, esiste una giustificazione economica per l'integrazione. Occorre, in tal caso, prendere in considerazione anche il costo di acquisizione: se, ad esempio, il pagamento è effettuato in contanti, il costo di acquisizione di B è pari al pagamento effettuato meno il valore dell'azienda B:

$$\text{Costo} = \text{Contante} - VA_B$$

Se il pagamento avviene attraverso azioni, il costo dipende dal valore dell'azienda che risulta dalla fusione.

A questo punto, è consigliabile procedere nell'acquisizione soltanto se:

$$VAN = \text{Beneficio} - \text{Costo} = \Delta VA_{AB} - (\text{Contante} - VA_B)$$

Per quanto riguarda la valutazione del valore d'impresa, è possibile compierne due tipi: la valutazione dell'impresa oggetto dell'acquisizione/fusione (*target*), o dell'impresa acquirente prima e dopo l'operazione. La valutazione dell'impresa *target* è possibile considerandola in una prospettiva *stand alone*: tale concetto si differenzia da quello di valore di mercato, che è sostanzialmente ravvisabile concretamente nei valori di acquisizione, di cessione e i prezzi. Il valore *stand alone* è invece un valore astratto, che potrebbe essere attribuito a un'impresa nelle sue attuali condizioni di gestione senza considerare gli effetti di interventi né la valorizzazione di eventuali benefici privati (Massari, 1998). La nozione di valore *stand alone* è associata a due concetti:

- Il valore dell'impresa nell'ottica dell'investitore finanziario;
- Il valore del capitale economico, in contrapposizione al valore del capitale di bilancio (contabile) sviluppato dai fondatori delle discipline economico-aziendali per evidenziare la differenza tra i due: il capitale contabile non è infatti in grado di cogliere la capacità dell'impresa di produrre redditi.

Il valore *stand alone* rappresenta quindi una nozione base del valore ed è, spesso, il punto di partenza per ulteriori elaborazioni di stima di altri concetti di valore.

Esistono due tipologie principali di metodologie per la determinazione del valore dell'azienda: i metodi indiretti, che comprendono procedimenti diversi e possono essere ricondotti a quelli in grado di valutare l'impresa in funzione dei flussi attesi (finanziari o di reddito) o in funzione della consistenza patrimoniale del capitale d'impresa; i metodi diretti, che si basano sui valori espressi dal mercato in considerazione di informazioni di vario tipo (Zanetti 2000).

1.5.1 I metodi indiretti di valutazione

La formula generale che definisce, in linea teorica, il valore di un'azienda è data da:

$$W_0 = \sum_{s=1}^n d_s v^s + P_n * v^n$$

d_s = Dividendo pagato dall'impresa nell'anno s (con s variabile tra 1 e n)

P_n = Prezzo di realizzo più probabile per l'impresa al tempo n

v^s e v^n = Coefficienti di attualizzazione (al tasso i predeterminato)

Tale formula rappresenta la semplice definizione del valore dell'impresa attraverso l'utilizzo degli schemi della teoria finanziaria per la valutazione di un investimento, dato che definisce l'impresa quale sommatoria dei flussi di cassa attualizzati al tasso i che l'azienda sarà in grado di procurare all'investitore. Non tutti i metodi possiedono i requisiti richiesti, ma ciascuna delle metodologie presenta caratteristiche particolari che soddisfano alcuni dei requisiti: razionalità, oggettività e generalità. La razionalità si riferisce che la metodologia di calcolo mantiene nei confronti della formula; l'oggettività si riferisce al contenuto della formula di valutazione e fa riferimento al fatto che essa abbia per oggetto dati certi e non dipendenti soggettivamente da chi è chiamato a fornire la stima; la generalità riguarda il fatto che il valore *stand alone* deve prescindere dalle caratteristiche dei soggetti interessati alla determinazione del valore.

Esistono tre approcci in cui i metodi indiretti sono articolati: quello basato sui flussi di risultato, a cui appartengono i metodi finanziari e reddituali; l'approccio patrimoniale; l'approccio basato sulla creazione di valore.

- **L'approccio basato sui flussi di risultato** si fonda sul presupposto che l'impresa abbia valore per i risultati economico-finanziari che è in grado di generare e sarà in grado di generare in futuro.

I metodi di questo approccio mirano a tradurre flussi di risultati futuri incerti in un equivalente certo alla data di valutazione. È necessario, quindi, quantificare i flussi di risultato rilevanti, stimarne la distribuzione temporale e attualizzarne il valore con un appropriato tasso espressivo del valore d'uso delle risorse finanziarie. Per la definizione del tasso di capitalizzazione, ci sono due soluzioni alternative: utilizzare il costo-opportunità oppure il costo dei capitali.

Il costo-opportunità è il tasso equivalente al rendimento offerto da investimenti rinvenibili sul mercato a parità di rischio. Le sue componenti sono generalmente:

- Il rendimento reale alternativo offerto dal mercato per impieghi privi di rischio (r);
- Le aspettative di inflazione (p);
- Il premio per il rischio (s).

Da cui: $i = r + p + s$

Per quanto riguarda la determinazione del tasso di interesse privo di rischio, in economie avanzate e sufficientemente organizzate esiste la possibilità di individuare investimenti che mostrano un grado di rischio che, se non può essere considerato rigorosamente nullo, può essere ritenuto trascurabile (Nel sistema italiano esso coincide generalmente con il tasso offerto dai titoli di stato). Per quanto riguarda le aspettative di inflazione, esse coincidono con il tasso atteso di inflazione. Difficile risulta determinare il premio per il rischio, che è calcolabile tramite una quantificazione soggettiva del rischio determinato dalla sensibilità ed esperienza di chi è chiamato a fare la stima, tramite la valutazione dei Beta (mutuato dal *Capital Asset Pricing Model*⁶), coefficienti che legano il rischio dell'impresa al rischio di mercato, al fine di valutare se la correlazione tra i due sia positiva o negativa e il grado di ciclicità (attività ad elevata reattività, a bassa reattività o ad assoluta indipendenza rispetto al mercato) oppure tramite una valutazione quantitativa attribuendo un valore al premio per il rischio misurando la rischiosità dell'impresa attraverso una serie di indici quantitativi opportunamente ponderati in un valore sintetico.

⁶ Il modello della *Capital Asset Pricing Theory*, sviluppato a partire dalla nozione di rischio sistematico non diversificabile, basato sul fatto che esso rappresenti la sensibilità dei titoli rispetto alla dinamica del mercato e può essere misurato rapportando la covarianza tra i rendimenti del mercato e i rendimenti dell'impresa alla varianza del rendimento del mercato ($\beta_{imp} = Cov(r_m, r_{imp})/Var(r_m)$) (Damodaran 2006).

Il criterio del costo dei capitali si differenzia da quello del costo-opportunità in quanto si caratterizza per la sua specificità e per il diretto riferimento alle caratteristiche economico-finanziarie dell'impresa acquirente o acquisita: si ipotizza che l'impresa acquisita si presenti come un investimento puro, dotato di una propria propensione a generare flussi e di un proprio livello di rischio.

Nelle valutazioni *equity side* si utilizza il costo del capitale proprio, mentre nelle *asset side (unlevered)* viene utilizzato il costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital*), la media ponderata del costo del debito e dei mezzi propri.

Nell'approccio basato sui flussi di risultato, ci sono i metodi finanziari e i metodi reddituali.

I metodi finanziari rappresentano i modelli di più forte aderenza alla formula teorica sopra presentata di determinazione del valore del capitale economico d'impresa. Essi si fondano sul principio per cui il valore di qualunque attività economica è rappresentato dal valore attualizzato dei flussi di cassa complessivi che tale attività può generare in futuro. I metodi finanziari fanno coincidere il valore d'azienda con il valore attuale dei flussi di cassa futuri attesi, secondo la seguente formula:

$$W = \sum_{t=0}^T \frac{F_t}{(1+k)^t}$$

W = Valore del capitale

F_t = Flusso di cassa del periodo t

k = Saggio di attualizzazione dei flussi di cassa

t = durata dell'azienda

I metodi finanziari possono poi essere di tre tipologie diverse secondo i flussi utilizzati: ci sono quelli analitici, in cui la previsione dei flussi di cassa avviene analiticamente anno per anno, sino al termine della durata attesa dell'azienda. L'orizzonte temporale è definito, quindi viene utilizzato in condizioni che limitano la vita dell'impresa. L'andamento dei flussi risulta influenzato dal fatto che l'operatività dell'impresa verrà

interrotta⁷, è necessario pertanto al termine dell'orizzonte temporale di riferimento determinare il flusso finale derivante dalla liquidazione delle attività dell'impresa.

I flussi finanziari sintetici si fondano, invece, sulla costanza di alcuni parametri, almeno per definiti orizzonti temporali, al fine di snellire il processo di previsione analitica. I più diffusi utilizzano: valori medio-normali di flusso di cassa atteso (assunti come perpetui); previsioni di flussi variabili secondo costanti, come nei modelli in cui si ipotizza che il flusso di cassa da scontare cresca in ragione di un tasso costante "g".

Più di frequente si utilizzano metodi finanziari analitici con *Terminal Value*, intendendo per tale il flusso di cassa risultante dall'attualizzazione dei flussi dopo il periodo di previsione analitica: questi sono costituiti, quindi, dalla somma tra il capitale risultante dall'attualizzazione dei flussi durante il periodo di previsione analitica e il *Terminal Value*. La stima di quest'ultima avviene maggiormente mediante la metodologia di valutazione sintetica e la metodologia dei multipli.

I flussi di cassa utilizzabili nell'applicazione dei metodi finanziari possono essere quelli generati dalla sola attività operativa (FCFO) oppure quelli netti disponibili per gli azionisti (FCFE): nel primo caso, si estrae un valore *asset side* ed il valore del capitale netto dell'impresa viene poi ottenuto sottraendo dal valore del capitale operativo il valore di mercato dell'indebitamento finanziario, mentre nel secondo caso si ottiene direttamente il valore del patrimonio netto (*equity side*). I primi, inoltre, vengono scontati al costo medio ponderato del capitale, mentre i secondi al costo del capitale di rischio in presenza di debito.

I metodi reddituali sono volti a determinare il valore dell'azienda in funzione del flusso di redditi futuri attesi nell'arco temporale di previsione assunto nella valutazione e del valore del tasso di capitalizzazione/attualizzazione espressivo del rendimento-opportunità del capitale: si tratta di flussi di reddito attesi dall'impresa e non di flussi finanziari effettivamente disponibili per gli investitori.

I metodi reddituali sintetici si fondano sulla stima di un valore medio-normale del reddito e sull'ipotesi che l'azienda sia in grado di generare simili redditi per archi temporali piuttosto protratti, essi fanno quindi uso del concetto di reddito contabile

⁷ È il caso, ad esempio, di attività svolte in concessione, se la concessione non verrà presumibilmente rinnovata o estesa nel tempo.

normalizzato (inteso come reddito contabile rettificato per tenere conto dell'incompletezza e delle distorsioni che generalmente gravano sul dato di bilancio), sottoposto in seguito a capitalizzazione con orizzonte indefinito o limitato ad n anni. Per essi si utilizza il tasso di capitalizzazione, ossia il tasso che, applicato al valore espressivo del flusso di reddito medio annuale atteso, determina il valore del capitale.

I metodi reddituali analitici si caratterizzano per il fatto che la previsione dei flussi di reddito avviene anno per anno, sino al termine del periodo di previsione analitica, e l'orizzonte può essere tale da esaurire la vita dell'azienda, nel cui caso il valore nasce dal reddito atteso attualizzato, come nel caso di imprese che operino sulla base di contratti già conclusi, oppure sommando ad esso un valore "a regime" calcolato tramite una capitalizzazione perpetua del reddito medio-normale ad un idoneo tasso i . Per essi, si utilizza il tasso di attualizzazione, cioè il costo opportunità del capitale utile a determinare il valore attuale dei flussi.

- Il **metodo patrimoniale** di valutazione delle aziende determina il valore del capitale economico come somma tra il valore corrente degli elementi attivi e quello degli elementi passivi. Per questa caratteristica, esso si presta male alla valutazione delle acquisizioni di aziende in funzionamento, distaccandosi nell'impostazione concettuale dai presupposti teorici dei metodi basati sui flussi. Gli elementi attivi che entrano a far parte della valutazione possono comprendere: i beni contabilizzati e cioè tutti i beni materiali più alcuni immateriali, nel cui caso si parla di metodo patrimoniale semplice; anche beni immateriali non contabilizzati ma dotati di un effettivo valore di mercato, nel cui caso si parla di metodo patrimoniale complesso.
- Il **metodo basato sulla creazione di valore** misura il valore dell'azienda attraverso la somma di due fattori: il valore patrimoniale delle attività dell'impresa; il valore di avviamento, espressione che indica il valore creato per effetto della capacità di generare sovraprofiti, denominato *goodwill*.

La prima tipologia è il metodo misto patrimoniale-reddituale, con stima autonoma dell'avviamento, che si fonda sulla formula:

$$W = K + a_n]i' (R - iK)$$

K = Capitale netto rettificato

R = Reddito medio-normale atteso per il futuro

n = numero definito di anni

i' = Tasso di attualizzazione dell'avviamento

i = Tasso d'interesse "normale" rispetto al tipo d'investimento considerato

Il tasso i' viene determinato sulla base del numero di anni su cui è applicato, in quanto la certezza dell'avviamento nel breve periodo è ragionevolmente sicura: al crescere di n il valore tende a crescere diventando superiore ad i , come accade per un orizzonte infinito.

La seconda tipologia è data dall'*Economic Value Added* (EVA), un metodo misto che provvede alla misurazione della ricchezza creata dall'impresa sulla base di un approccio *asset side*, fondato sulla capacità dell'impresa di offrire una remunerazione superiore alla norma al capitale investito in luogo che al solo patrimonio netto. Il capitale corrisponde alla somma di tre addendi: il patrimonio netto rettificato, il valore attuale degli EVA futuri attesi sugli investimenti in essere, il valore attuale degli EVA futuri attesi sui nuovi investimenti (dove il valore attuale degli EVA consiste nel valore attuale netto generato dagli investimenti). L'EVA si differenzia dal precedente metodo per le modalità di determinazione dei saggi di sconto e per le modalità di calcolo che sostituiscono il capitale investito al patrimonio ed il reddito operativo all'utile netto, come base di riferimento (Zanetti 2000).

1.5.2 I metodi diretti di valutazione

I metodi diretti di valutazione non si basano su formule valutative razionalmente costruite, ma deducono il valore direttamente da osservazioni di mercato, basandosi su prezzi fatti nelle negoziazioni di borsa e di quote di controllo dei capitali d'impresa, con tecniche più o meno elaborate. Essi esprimono i "prezzi probabili" negoziabili per una data impresa, durante lo svolgimento delle operazioni *cross-border*, con riferimento ad esperienze omogenee e paragonabili; oppure i prezzi ragionevolmente raggiungibili a certe epoche future. Il metodo dei multipli risulta utile e frequentemente utilizzato nella valutazione delle acquisizioni, dove l'obiettivo primario è l'individuazione di un prezzo fattibile. Le due tecniche più rilevanti sono l'approccio dei multipli di borsa (o delle società comparabili) e l'approccio dei multipli delle transazioni. Per entrambi, i multipli

sono quasi sempre espressi dal rapporto tra un prezzo ed una misura di performance realizzata da una società in un dato periodo. Il metodo dei multipli di borsa fanno riferimento ad un campione di società quotate omogenee e quindi ai prezzi segnati dalle Borse, mentre nel secondo caso si riferiscono ai prezzi di negoziazione tipicamente riguardanti il controllo o pacchetti rilevanti di società omogenee.

Le valutazioni condotte sulla base del metodo dei multipli si fondano su due ipotesi principali: la prima è l'uguaglianza nei saggi di crescita attesi nei flussi di cassa aziendali e nel grado di rischiosità; la seconda è assumere che il valore dell'impresa vari in proporzione diretta con le variazioni intercorrenti nella variabile economica scelta come parametro di performance. Se queste ipotesi sono verificate, il metodo dei multipli fornisce una misura di valore anche migliore rispetto a quella con i metodi basati sui flussi. Di fatto, tuttavia, le imprese comparabili raramente soddisfano queste ipotesi, nel senso che i flussi di cassa possono avere diverse crescite attese e la rischiosità può essere differente. Il problema della soggettività della stima comporta che la selezione del campione di società comporta un giudizio soggettivo, per cui il grado di comparabilità tra le imprese è sempre limitato, dato che ogni impresa svolge un particolare tipo di attività, ha proprie dimensioni e un proprio profilo di rischio, oltre che differenti rapporti di *leverage*.

Il metodo dei multipli di borsa giunge a determinare il valore del capitale aziendale sulla base dei prezzi negoziati in vasti mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote di capitale di imprese comparabili: lo scopo è quello di sviluppare rapporti fondati sugli effettivi prezzi di quotazione dei titoli delle società comparabili e finalizzati ad individuare la relazione che lega il prezzo di mercato del capitale delle imprese con variabili economiche aziendali; il multiplo viene poi applicato alla medesima variabile economica dell'azienda oggetto di valutazione, in modo da giungere al valore ricercato. I vantaggi consistono nella facilità di applicazione; la presenza di un grande numero di dati finanziari e altri dati disponibili nelle società quotate in oggetto; la rappresentatività dei prezzi di mercato, che esprimono il risultato delle negoziazioni di un grande numero di compratori e venditori. Per contro, esistono motivi per cui i prezzi espressi dai mercati possono non essere considerati indicativi del valore dell'impresa: la dinamica temporale dei prezzi risulta caratterizzata da un'intensa variabilità, che rende difficile proporre una singola quotazione o una quotazione media come indicativa del valore dell'impresa; alcune stime mostrano fenomeni di sopra o sotto-valutazione, assunto un

gruppo di imprese dalle caratteristiche e prospettive omogenee, infatti, la varianza delle quotazioni al tempo t rispetto alla media può risultare estremamente elevata e la singola quotazione può risultare scarsamente significativa del valore reale dell'impresa; i prezzi espressi dal mercato rappresentano il valore di una partecipazione societaria limitata, non il valore dell'impresa; la mancanza di sufficienti volumi di domanda ed offerta fa sì che talvolta i prezzi esprimano soltanto situazioni contingenti e non valori consolidati; i prezzi che si vengono a definire sarebbero frutto di un *random walk*, cioè di un cammino erratico delle quotazioni, non sorretto da alcun fondamento economico (Zanetti 2000).

Il metodo dei multipli di borsa permette di determinare il valore dell'azienda da valutare attraverso diverse fasi:

- Individuazione delle aziende comparabili (*comparables*);
- Selezione delle aziende più simili a quella da valutare (pulizia del campione);
- Scelta dei moltiplicatori utilizzabili nella valutazione;
- Calcolo dei multipli delle società comparabili e dei multipli medi di campione;
- Applicazione dei multipli per effettuare la stima.

Nella prima fase si procede con l'individuazione di società quotate simili a quelle da valutare (*comparables*); si tratta di società operanti nel medesimo settore o influenzate dalle stesse variabili economiche.

Nel caso in cui non sia possibile trovare *comparables* nel contesto nazionale, il confronto viene spostato sul piano internazionale: in tale caso, occorre omogeneizzare i dati delle *comparables* e della *target* per quanto attiene alle convenzioni contabili e al diverso trattamento fiscale che si registra passando da un paese all'altro (ovviare al problema è possibile utilizzando ad esempio multipli basati sull'EBITDA). In seguito alla scelta dei *comparables* e alla costituzione del campione, si procede con la scelta del multiplo da utilizzare per il calcolo: è possibile scegliere tra diversi metodi. Il valore dell'azienda nei multipli *asset side* emerge nel modo seguente:

$$We = \left(\frac{EV}{K}\right)_c \times Kt - PFNt$$

We = Valore dell'azienda (Equity Value)

$(EV/K)_c$ = Multiplo medio di mercato delle *comparables*

K_t = Variabile chiave del valore economico del capitale investito dell'azienda presa in esame

PFN_t = Posizione finanziaria netta dell'azienda

L'utilizzo dell'*Enterprise Value* consente di confrontare società con differente struttura finanziaria. La variabile chiave può consistere nell'EBIT, l'EBITDA, le vendite: la scelta dipende dalle *comparables* selezionate.

Nel multiplo EV/EBIT, si rapporta il valore economico del capitale investito e l'EBIT, il risultato operativo al lordo delle imposte. L'EBIT non è influenzato dai diversi sistemi di tassazione: ciò può renderlo adatto per *comparables* su diversi contesti internazionali, con imprese soggette a una diversa tassazione. Inoltre, può essere utilizzato per aziende con risultati netti negativi. La sua misura, tuttavia, può essere influenzata da politiche di bilancio, in quanto si tratta di un risultato formato da valutazioni di fine esercizio (come ammortamenti, svalutazioni, accantonamenti a fondi oneri e rischi), ciò può portare a indicazioni distorte anche nel caso in cui vi siano diversi principi contabili adottati nella redazione dei bilanci.

Nel multiplo EV/EBITDA, viene rapportato invece il valore economico del capitale investito all'EBITDA, il risultato al lordo delle imposte e di ammortamenti e svalutazioni; come l'EBIT non subisce l'influsso di diversi sistemi di tassazione e può consentire il confronto tra società aventi una differente struttura finanziaria. In aggiunta a ciò, subisce in tono minore l'influenza delle valutazioni di bilancio effettuate dagli amministratori, essendo il risultato ante ammortamenti e svalutazioni. Risulta quindi il multiplo più adatto a confronti internazionali.

Il multiplo EV/SALES è caratterizzato dal rapporto tra il valore economico del capitale e il fatturato. Esso ha, da un lato, il vantaggio di essere insensibile alla differente imposizione fiscale di paesi diversi, dall'altro di non subire l'influsso di politiche di bilancio e può essere applicato a imprese con margini negativi; ha lo svantaggio, però, di trascurare tutta la redditività (Gonnella 2008).

Nei multipli *equity side* il valore dell'azienda emerge invece nel modo seguente:

$$We = \left(\frac{P}{K}\right)_c \times Kt$$

We = Valore dell'azienda (Equity Value)

$(P/K)_c$ = Multiplo medio di mercato delle comparables

Kt = Grandezza espressiva del valore dell'azienda presa in esame

Il multiplo PRICE/EARNINGS può rapportare il prezzo per azione all'utile netto per azione, oppure la capitalizzazione di borsa all'utile netto complessivo: esso richiama la relazione che lega il prezzo agli utili dell'azienda. Uno dei limiti è rappresentato dal fatto che non sia immune a politiche di bilancio, in quanto l'utile netto comprende componenti non oggettivi, che derivano da stime; per lo stesso motivo, può variare per effetto di diversi sistemi di tassazione; inoltre, l'indicatore è molto volatile perché risente delle variazioni degli utili nei periodi successivi, aumentando i rischi di sotto/sopravvalutazione.

Il multiplo PRICE/BOOK VALUE rapporta la quotazione di Borsa al valore contabile del patrimonio netto; è caratterizzato da una minore volatilità rispetto al P/E, utile quindi per contenere l'esposizione al rischio, e può essere utilizzato anche per aziende in perdita. La sua misura è però condizionata dalle valutazioni di bilancio effettuate dagli amministratori a fine periodo.

Il multiplo PRICE/CASH FLOW rapporta il prezzo di un'azione o la capitalizzazione direttamente al *cash flow* per azione o a quello complessivo. Esso è meno sensibile alle politiche di bilancio e limita l'influenza delle convenzioni contabili; tuttavia, risulta meno idoneo per *start-up*, dove si possono avere flussi negativi e c'è il rischio di attribuzione di valori eccessivi ad aziende che generano consistenti flussi di cassa a limite di scarsa redditività (Damodaran 2011).

Il metodo dei multipli delle transazioni comparabili si fonda sullo stesso impianto del metodo dei multipli di borsa, differenziandosene quanto alla natura dei prezzi, espressivi dei valori negoziati, utilizzati per la costruzione dei multipli: i prezzi sono quelli rilevabili nell'ambito delle negoziazioni private per quote di controllo del capitale azionario di imprese comparabili.

2 L'ANDAMENTO DEL MERCATO M&A

L'obiettivo del capitolo è quello di fornire informazioni circa l'andamento del mercato *Mergers and Acquisitions* (M&A) in seguito alla crisi e la sua evoluzione negli anni, partendo da un'ottica globale e arrivando a delineare le caratteristiche del mercato italiano e gli elementi che risultano più importanti, tra cui l'importanza dei paesi emergenti (in particolare della Cina) con uno sguardo anche alle tendenze recenti.

I *report* di KPMG dei relativi anni sono la base di partenza per analizzare le operazioni di fusione e acquisizione che hanno coinvolto le aziende italiane nel corso del tempo. Con l'esame delle tendenze evolutive del mercato nazionale ed internazionale e della ridefinizione dello scenario competitivo dei principali settori industriali e finanziari, la finalità è quella di tracciare trasversalmente i percorsi evolutivi dell'industria italiana osservandone i processi di consolidamento, di internazionalizzazione e di competizione anche nel contesto globale ed europeo. Questo verrà preso come punto di partenza per introdurre l'analisi trattata nel terzo capitolo.

Le operazioni riguardano aziende di cui sono disponibili informazioni pubbliche e sono classificate in funzione del settore di attività della società acquisita e della società acquirente, della nazionalità (determinata in base al gruppo di controllo della stessa) e della Regione delle aziende coinvolte, della tipologia delle transazioni e del loro controvalore, e non comprendono transazioni che hanno interessato esclusivamente entità estere. Le statistiche a livello globale del mercato M&A sono state realizzate utilizzando la base dati di *Thomson Reuters*.

La crisi finanziaria del 2008 ha colpito tutti i Paesi⁸ e, a livello mondiale, ha causato molti danni alle imprese di tutto il mondo: a partire dalla metà del 2008, infatti, ha messo in discussione le strategie delle imprese, in primo luogo proprio quelle orientate alla crescita e alle acquisizioni; incertezza e preoccupazione circa l'andamento futuro

⁸ La crisi bancaria del 2007-2008 è stata una crisi sistemica che ha avuto origine dalla mancanza di offerta di moneta e di liquidità, in seguito alla quale l'intero sistema finanziario è stato compromesso. Il sistema bancario ha mostrato significativi segnali di stress finanziario, e, come risultato, il governo ha preso misure significative di intervento politico per salvare le banche (Rao-Nicholson e Salaber 2015).

della domanda, da un lato, clienti insolventi e *credit crunch*⁹, dall'altro, hanno infatti condizionato le scelte aziendali come mai si era visto in passato. Il mercato M&A ne ha risentito notevolmente, registrando un calo del numero di acquisizioni. A fronte di un ambiente ostile come quello che caratterizza la crisi, infatti, le imprese che realizzano operazioni di M&A sembrano essere più prudenti. Questa prudenza si manifesta soprattutto in un maggior divario tra le dimensioni medie di chi acquista e le dimensioni medie di chi è acquisito, una preferenza per target che operano nello stesso settore o in settori affini e una focalizzazione nello stesso mercato di provenienza. Dall'altro lato, tuttavia, in periodi di crisi se da un lato ha senso aspettarsi una caduta nel numero e soprattutto nel valore delle operazioni di concentrazione, dall'altro ci si aspetta anche un aumento del numero di iniziative realizzate per cogliere opportunità, quali, ad esempio, l'acquisizione, a condizioni convenienti, di imprese in situazione di difficoltà (Capaldo, Cogman e Suonio, 2009; Melwani e Rehm, 2010).

La crisi, senza dubbio, rende l'ambiente più ostile e, in conseguenza di ciò, le operazioni di M&A in periodo di crisi si caratterizzano per un livello di rischio più elevato rispetto a quelle realizzate in condizioni di stabilità o, più ancora, di crescita economica. Questo maggior rischio sembra essere accompagnato da un maggior grado di prudenza da parte di chi si impegna, come *bidder*, in operazioni di M&A. Questa prudenza emerge soprattutto osservando i seguenti due fattori:

- In periodo di crisi, sono le imprese più grandi che acquisiscono imprese più piccole ad effettuare maggiormente operazioni di M&A; ciò è confermato anche dall'inferiore valore medio dei *deal*, che risente dunque sia delle minori dimensioni delle *target*, sia dell'effetto della crisi. Il risultato è un'attenuazione del rischio associato alle operazioni realizzate sotto il profilo economico-finanziario e sotto il profilo organizzativo (si tratta di operazioni meno complesse rispetto a quelle in cui *bidder* e *target* hanno dimensioni simili).
- Si realizzano operazioni di M&A soprattutto se si sono già avute esperienze di fusione e acquisizione, anche se non necessariamente nell'ambito della stessa *bidder*.

⁹ Si definisce con tale termine la riduzione dell'offerta creditizia in conseguenza del declino nel valore del capitale bancario e delle condizioni imposte dai *regulators*, dalle banche centrali e dalle banche stesse che hanno provveduto a detenere più capitale rispetto a quello che in precedenza avrebbero detenuto, a causa dell'innalzamento dei tassi di interesse (Ryder 2014).

Ciò che è importante è che l'esperienza sia stata sviluppata nell'ambito del gruppo di appartenenza, sottolineando così la criticità del ruolo del gruppo rispetto alla singola azienda che vi appartiene.

Ne risulta che le imprese che hanno una chiara strategia di crescita esterna e sono abituate a realizzare operazioni di M&A non trovano un ostacolo nelle condizioni ambientali che sono proprie dei periodi di crisi, ma anzi possono far leva sui propri punti di forza per realizzare acquisizioni a condizioni particolarmente vantaggiose. Come sempre avviene, quindi, quelle che ai più paiono pericolose minacce possono in realtà rappresentare interessanti opportunità per chi è pronto a coglierle. Il messaggio che le imprese possono cogliere è che l'investimento fatto sviluppando specifiche competenze, capacità, esperienze può dare i suoi frutti migliori forse proprio nei periodi più difficili (AIDEA 2013).

2.1 Il mercato M&A in ottica globale

Nel paragrafo viene descritto l'andamento del mercato mondiale M&A nel periodo seguente la crisi, esaminando in un primo tempo i dati sul controvalore totale del mercato, per poi procedere con le aree geografiche che riportano il maggior numero di operazioni e concludere con i settori in cui si sono concentrate tali operazioni. I dati sono in miliardi di dollari e nei grafici e nelle tabelle sono stati presi dati precedenti e successivi alla crisi per illustrare in modo migliore l'andamento del mercato. Vengono inoltre osservati, in conclusione, alcuni dati più recenti sugli sviluppi del mercato globale nel 2015-2016.

2.1.1 I controvalori e i volumi

Osservando l'evoluzione del mercato M&A a livello globale tra il 2000 e il 2014 emerge il suo carattere di prociclicità, a replica e amplificazione dell'andamento del mercato finanziario. Le distinte fasi cicliche che hanno contraddistinto l'attività M&A (nei seguenti periodi specialmente: dal 2000 al 2002, dal 2003 al 2007 e dal 2008 al 2011) fanno emergere la correlazione positiva tra i controvalori complessivamente realizzati e l'indice S&P 500¹⁰ (indice di correlazione pari a 0,55). In corrispondenza di variazioni positive dell'indice di borsa, infatti, si sono registrati aumenti dei controvalori, mentre nei periodi di flessione dei mercati i valori sono stati altrettanto negativi, se non anche in modo più accentuato. Solo nel 2009-2010, in concomitanza con variazioni positive dell'indice S&P 500, si è registrata una contrazione dell'attività M&A, sintomatica di una minor fiducia degli investitori rispetto ai primi segnali di ripresa dalla crisi. Questo andamento testimonia comunque il significativo legame tra le scelte di investimento, in particolare mediante acquisizioni, e i *trend* osservati sui mercati finanziari. La ripresa dell'attività mondiale M&A ha avuto inizio nel 2010 ed è proseguita anche durante il 2011: il controvalore totale del mercato mondiale ha infatti registrato un aumento del 27% rispetto all'anno precedente, raggiungendo 2.346 miliardi di dollari, mentre i volumi sono rimasti stabili.

¹⁰ Lo Standard & Poor's 500 è il più importante indice azionario nordamericano: contiene 500 titoli azionari con contrattazione continua selezionati da un apposito comitato per capitalizzazione flottante (Fonte: Borsa Italiana).

Nel 2012 si assiste invece ad una contrazione sia dei controvalori (13%) che dei volumi (5%) e ad una diminuzione delle operazioni superiori al miliardo (da 415 a 388): una delle cause può essere ricercata nel fallimento di alcuni mega *merger* che hanno caratterizzato il 2012, come quello da 45 miliardi di dollari tra la compagnia aerospaziale europea EADS e la britannica BAE Systems o come l'Offerta Pubblica di Acquisto amichevole lanciata dalla statunitense UPS-United Parcel Service, leader mondiale nelle spedizioni, sul capitale della concorrente olandese TNT Express, ritirata dall'acquirente in seguito al parere negativo della Commissione Antitrust dell'Unione Europea. Da un punto di vista numerico, le operazioni rilevanti (controvalore superiore a 10 miliardi di dollari) si sono ulteriormente ridotte nel 2012, attestandosi a 15 *deal*, contro i 17 dell'anno precedente e i 45 del 2007. In controtendenza, invece, il valore delle prime dieci operazioni, attestatosi a 189 miliardi di dollari, a fronte di 182 miliardi registrati nel 2011 e 209 miliardi nel 2010.

Il mercato risulta in stallo anche nel 2013; la ripresa stenta a ripartire, a causa soprattutto di un *middle market*¹¹ stagnante e nel quale crescono le operazioni domestiche a scapito dell'attività *cross-border*, scesa al 38% del controvalore complessivo. Mentre il controvalore si è attestato a 2.044 miliardi di dollari, in linea con l'anno precedente, i volumi, in ulteriore lieve contrazione (-4%), si sono fermati a 27.387 operazioni completate. Le persistenti preoccupazioni in merito alla ripresa economica e il rialzo dei prezzi sul mercato azionario hanno contribuito a limitare il ricorso ad attività M&A da parte delle aziende di dimensioni più contenute. Sono state 339 le acquisizioni nella fascia compresa tra 1 miliardo e 10 miliardi di dollari, per un controvalore complessivo di 871 miliardi (-6% rispetto all'anno precedente), cifre ben lontane dai 400 *deal* valutati oltre 1.100 miliardi del 2011 o dalle 600 transazioni per oltre 1.600 miliardi registrate nel 2007.

Il 2014 è un anno di svolta, durante il quale il consolidamento dei segnali di ripresa dell'economia ha consentito al mercato M&A di avviare una decisa ripartenza. In aumento l'attività *cross-border*, risalita al 45% del controvalore complessivo, e il peso dei mega *deal*, affiancati da un ritorno di operazioni nel *middle market*. I volumi sono in crescita: le operazioni completate sono state infatti 29.758 (+9%), ed hanno generato un controvalore di 2.468 miliardi di dollari, in crescita del 21% rispetto al 2013 (Il valore

¹¹ Per *middle market* si intendono le imprese di medie dimensioni che impiegano solitamente tra i 50 e i 250 dipendenti, dal fatturato annuo compreso tra i 10 e i 50 milioni di dollari (Barbara Braggio, 2013).

più alto raggiunto da cinque anni a questa parte e non lontano dal dato rilevato nel 2008 all'avvio della crisi). Un dato rilevante di questo anno è anche l'avanzata dell'attività M&A in Asia Pacifico (+34% in valore, includendo l'arretramento del 14% del mercato giapponese) e nelle Americhe, trascinate dalla ripartenza degli Stati Uniti, che fanno registrare la loro miglior performance dall'avvio della crisi (1.360 miliardi di dollari, +30% sul dato 2013; +8% in volume).

Dopo un avvio d'anno in linea con i risultati rilevati nell'ultimo trimestre del 2013 e un secondo trimestre caratterizzato da controvalori in lieve calo (-12%), è nella seconda parte del 2014 che si è osservata una progressiva crescita dell'attività M&A mondiale: i valori sono aumentati di circa il 20% rispetto ai tre mesi precedenti e nel periodo ottobre-dicembre hanno superato 700 miliardi di dollari. Proprio l'aumento del controvalore rispetto ad una più modesta crescita dei volumi è l'aspetto che più ha caratterizzato l'attività M&A nel 2014: ciò a causa delle difficoltà che hanno condizionato il mercato negli ultimi anni (questioni geopolitiche, una crescita economica modesta e fragile, lo sviluppo contenuto dei business), che hanno spinto gli operatori a privilegiare la qualità piuttosto che la quantità delle operazioni.

2.1.2 Le aree geografiche

Una volta osservato l'andamento anno per anno, è utile passare all'analisi per aree geografiche delle operazioni, per definire le zone nelle quali si è verificato il maggior numero di operazioni e con il controvalore totale più elevato.

Tabella 2.1 Controvalori totali per area geografica (2006-2014)

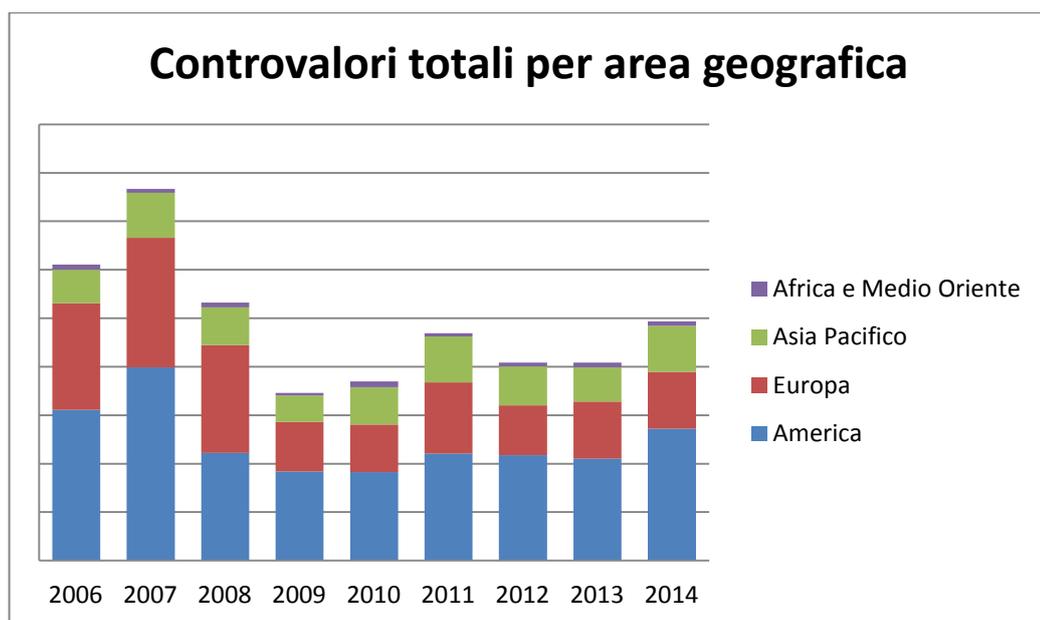
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Americhe	1.554	1.992	1.112	918	914	1.105	1.086	1.050	1.360
Europa	1.101	1.339	1.112	513	491	734	515	591	587
Asia Pacifico	345	463	388	271	385	474	401	353	474
Africa e Medio Oriente	55	40	51	27	57	32	42	50	47
TOTALE	3.055	3.834	2.663	1.729	1.847	2.346	2.044	2.044	2.468

Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

La tabella 2.1 illustra i controvalori totali per ogni area geografica; si può notare in modo chiaro il calo generale dovuto alla crisi negli anni 2009 e 2010, particolarmente grave per l'Europa, il cui controvalore rispetto all'anno precedente viene quasi dimezzato. La ripresa del 2011 è evidente per tutte le aree, ad esclusione di Africa e Medio Oriente, i cui controvalori sono scesi a 32 miliardi rispetto ai 57 del 2010. Nonostante risultino ancora lontani i controvalori raggiunti nel 2007, ad esempio per l'America, il cui totale era quasi il doppio, ci sono buone prospettive di ripresa: dopo un biennio 2012-2013 piuttosto stabile, si può notare infatti un aumento dei controvalori dal 2014 per l'America e per l'Asia. Lo stesso non si può dire per l'Europa, che dopo un picco nel 2011 ha assunto un andamento piuttosto calante.

Nel grafico seguente (Figura 2.1) si può vedere chiaramente l'andamento del mercato globale M&A e l'evidenza della significativa e vera e propria ripresa a partire dall'anno 2014.

Figura 2.1 Controvalori totali per ogni area geografica (Miliardi di dollari)

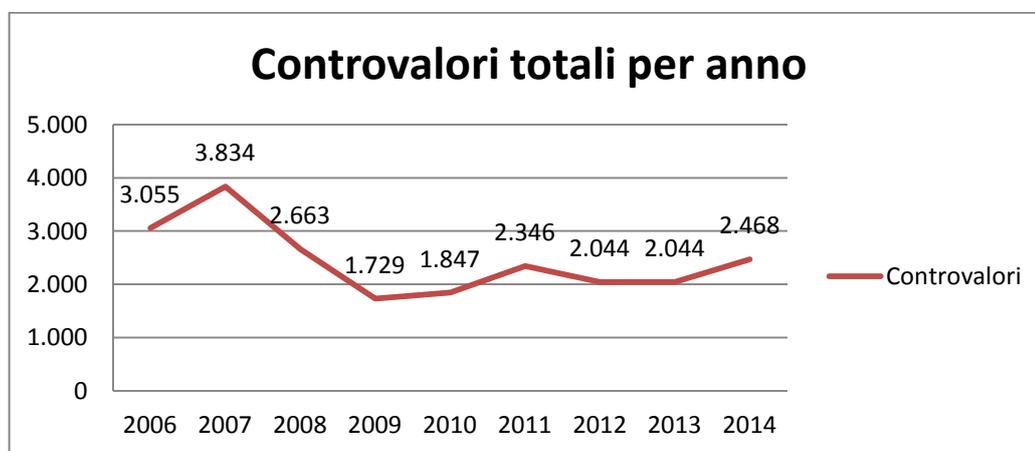


Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

Un'osservazione riguarda l'andamento ciclico, *merger waves*, del mercato M&A globale nell'arco temporale considerato: esso risulta in linea con l'andamento del mercato finanziario, in quanto prima della crisi i valori erano piuttosto elevati fino ad arrivare ad un picco nell'anno 2007. In seguito, con il peggioramento della crisi e la congiuntura economica negativa globale, si è verificato un calo di attività, anche drastico, come si può notare nell'anno 2009.

Da quel punto in poi le attività hanno iniziato a riprendersi molto lentamente, assumendo un andamento altalenante nel triennio 2011-2012-2013. A partire dal 2014 il mercato M&A sembra aver recuperato il ritmo di crescita, è noto infatti come l'anno di svolta per le acquisizioni e le fusioni, nonostante gli elevati valori raggiunti prima della crisi siano ancora piuttosto lontani. Nel seguente grafico (Figura 2.2) è possibile osservare l'andamento ciclico del mercato M&A: crescente fino al 2007, con un calo negli anni successivi e un ribasso nel 2009, anno con i controvalori più bassi di tutto il periodo considerato. Dal 2010 una ripresa lenta e altalenante, ma i valori segnati nel 2014 fanno sperare in un trend futuro crescente.

Figura 2.2 Andamento dei controvalori totali del mercato M&A globale (M&A completed, target)



Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

È utile prendere in considerazione anche i volumi totali delle operazioni M&A per ogni area geografica nell'arco temporale osservato.

Tabella 2.2 Volumi totali per area geografica (2007-2014)

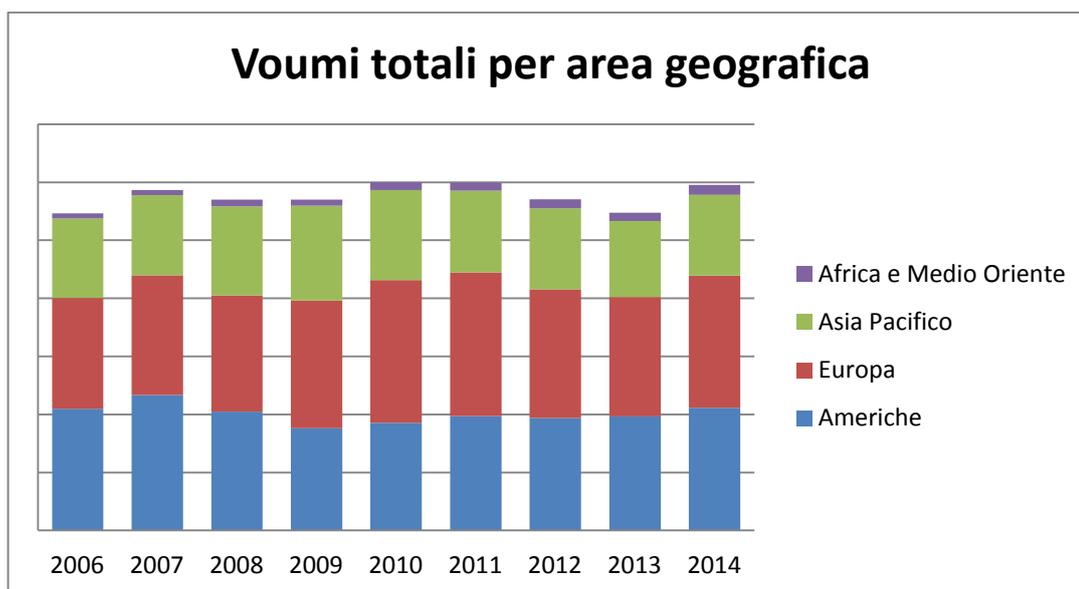
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Americhe	10.481	11.665	10.231	8.822	9.273	9.856	9.700	9.818	10.578
Europa	9.560	10.320	10.023	10.997	12.290	12.367	11.079	10.290	11.378
Asia Pacifico	6.848	6.891	7.661	8.163	7.757	7.056	6.985	6.565	6.967
Africa e Medio Oriente	439	447	591	528	668	686	777	714	835
Totale	27.328	29.323	28.506	28.510	29.988	29.965	28.541	27.387	29.758

Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

Ciò che viene notato nella tabella 2.2 è che, in primo luogo, il numero totale delle operazioni concluse non è stato significativamente influenzato dalla crisi economica: si registra un lieve calo (0,1%) dal 2010 al 2011, che prosegue anche dal 2011 al 2012 (5%) e dal 2012 al 2013 (4%). Guardando le singole zone, la riduzione del numero delle operazioni è particolarmente evidente dall'anno 2011 al 2012 per America ed Europa. Nel 2013 viene registrata un'ulteriore riduzione in tutte le aree geografiche, ad eccezione dell'America dove i volumi sono aumentati. Con l'anno 2014 si registra un aumento in tutte le zone: infatti il numero totale delle operazioni cresce del 9% rispetto all'anno precedente.

Di seguito vengono illustrati graficamente i dati sui volumi totali dal 2006 al 2014 in ogni area geografica (Figura 2.3).

Figura 2.3 Volumi totali per ogni area geografica



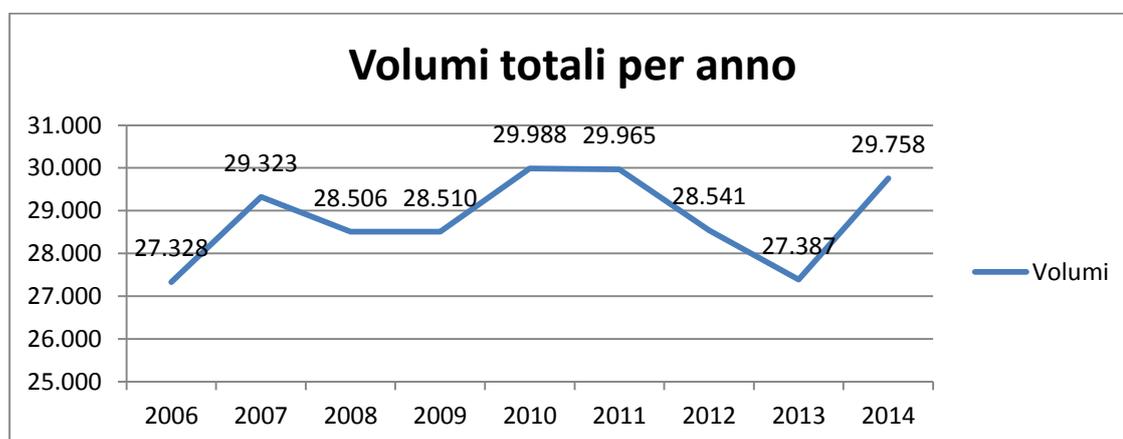
Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

Dal grafico è intuibile che l'area maggiormente interessata in termini di volumi, dal 2006 al 2014, è l'Europa, seguita dalle Americhe. L'area Asia Pacifico resta abbastanza rilevante, nonostante registri un calo nel numero di operazioni dal 2011 in poi. È nel 2014 che l'Europa segna il passo: nonostante abbia mantenuto il primato del mercato mondiale per volumi (il 38% delle operazioni completate a livello globale), in termini di controvalore le fusioni e le acquisizioni che hanno interessato aziende del Vecchio Continente restano sostanzialmente ferme, tanto da aver ridotto la loro contribuzione al 24% di valori mondiali, dal 29% dell'anno precedente.

La debolezza dell'economia dell'area Euro, un mercato del credito ancora poco accessibile nonostante i bassi tassi di interesse e la volatilità dei mercati finanziari dovuta alle tensioni geopolitiche (dalle incertezze legate all'economia greca alla crisi ucraina, agli embarghi alla Russia), hanno influito sull'attività europea M&A, che nel 2014 si è attestata a 587 miliardi, sostanzialmente in linea con il dato 2013, a fronte di 11.378 operazioni (+11%).

Guardando ai volumi totali, si può notare nel grafico in figura 2.4 che l'andamento risulta piuttosto irregolare, con alti e bassi tra anni successivi: il più alto livello si registra negli anni 2010 e 2011, con successivo calo nel biennio 2012-2013 e ripresa nel 2014.

Figura 2.4 Andamento dei volumi totali del mercato M&A globale (M&A completed, target)



Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

In conclusione, si può osservare che il 2014 è l'anno che dimostra un miglioramento del mercato M&A sia in termini di controvalori che di volumi, con un maggiore aumento dei primi rispetto ai secondi. È possibile, in conclusione, dedurre che l'andamento globale del mercato M&A sia stato danneggiato dalla crisi, ma dall'anno 2014 sono evidenti i segnali di ripresa e il graduale ritorno alla normalità dei mercati finanziari e, di conseguenza, anche di quelli M&A; anche i dati riguardanti il 2015 fanno sperare in una crescita di fiducia da parte degli operatori per quanto riguarda i business e la disponibilità di capitali.

2.1.3 I settori di appartenenza

Un ulteriore passo utile ai fini dell'analisi del mercato M&A mondiale è la suddivisione delle aziende target rispetto ai settori di appartenenza nei vari anni: i dati da considerare riguardano i settori di *Information and Communications*, *Consumer Markets*, *Energy and Utilities*, *Support Services and Infrastructure*, *Industrial Markets*, *Financial Services* e si possono vedere dalle tabelle seguenti.

Tabella 2.3 Controvalori e volumi dei principali settori a livello globale nel 2012

2012	CONTROVALORE	VOLUME
Consumer Markets	454 miliardi	7.902
Industrial Markets	349 miliardi	6.394
Information & Communications	331 miliardi	6.326
Financial Services	253 miliardi	2.962
Support Services & Infrastructure	225 miliardi	2.772

Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

Nel 2012, come è possibile osservare nella tabella 2.3, è il *Consumer Markets* a dominare l'attività M&A, con 7.902 transazioni completate e 454 miliardi di dollari (nonostante venga registrato un calo in termini di volumi e di valore rispettivamente del 4% e del 2% rispetto all'anno precedente). Al secondo posto l'*Industrial Markets* con 6.394 deal e un controvalore di 349 miliardi di dollari; terzo per volumi (6.326 operazioni) e quarto per valore (331 miliardi di dollari) il settore *Information and Communications*. Seguono poi *Financial Services* (2.962 operazioni), *Support Services and Infrastructure* (2.772 operazioni), *Energy and Utilities* (2.185 operazioni).

Tabella 2.4 Controvalori e volumi dei principali settori a livello globale nel 2013

2013	CONTROVALORE	VOLUME
Consumer Markets	481 miliardi	7.814
Information & Communications	365 miliardi	6.122
Industrial Markets	309 miliardi	5.657
Support Services & Infrastructure	277 miliardi	2.988
Financial Services	252 miliardi	2.828

Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

Nel 2013 (Tabella 2.4) il *Consumer Markets* risulta nuovamente il comparto più importante per il mercato M&A sia in termini di valore (481 miliardi, una crescita del 6% rispetto al 2012) che di volumi; a differenza dell'anno precedente il settore *Information and Communications* si trova al secondo posto con 365 miliardi e 6.122 operazioni completate, mentre l'*Industrial Markets* perde l'11% per controvalore (309 miliardi) rispetto all'anno precedente e passa da 6.394 a 5.657 operazioni completate. Il comparto *Support Services and Infrastructure* sale in larga misura dell'8% per quanto riguarda il numero di operazioni e del 23% per quanto riguarda i valori, raggiungendo 277 miliardi, il massimo storico mai rilevato dal 1999. In ultima posizione restano i *Financial Services* con 2.828 operazioni per 252 miliardi.

Dati dai report di KPMG mostrano che le operazioni di maggiori dimensioni, nel 2013, si sono concentrate prevalentemente nei comparti delle telecomunicazioni e tecnologie e nel farmaceutico, i settori più esposti a rapidi cambiamenti e ad alta innovazione, quindi i più appetibili per le aziende acquirenti (disposte a pagare per garantirsi crescita, nuove tecnologie, sviluppo di nuovi prodotti e copertura del mercato).

Tabella 2.5 Controvalori e volumi dei principali settori a livello globale nel 2014

2014	CONTROVALORE	VOLUME
Information & Communications	610 miliardi	7.231
Consumer Markets	541 miliardi	8.447
Support Services & Infrastructure	352 miliardi	3.047
Industrial Markets	301 miliardi	-
Financial Services	237 miliardi	-

Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

Nel 2014 il settore *Information and Communications* diviene il maggiore contribuente del mercato globale per controvalore: risulta infatti in crescita per il 67% rispetto al 2013, attestandosi su 610 miliardi di dollari per 7.231 operazioni completate. Dalla tabella 2.5 si può notare come il *Consumer Markets* passi al secondo posto con un controvalore di 541 miliardi, restando tuttavia in prima posizione per volume (8.477 deal completati). L'*Energy and Utilities* si conferma al terzo posto con 427 miliardi di controvalore (+19%), mentre il comparto *Support Services and Infrastructure* guadagna la quarta posizione con 352 miliardi di dollari in ulteriore crescita (+27%) e 3.047 operazioni completate. *Industrial Markets* e *Financial Services* sono i settori che occupano le ultime posizioni, entrambi con controvalori in calo rispetto all'anno

precedente (301 e 237 miliardi). Anche nel 2014 i comparti nei quali si sono principalmente concentrate le maggiori transazioni M&A sono le telecomunicazioni e i media, oltre alle grandi aggregazioni tra *big pharma* favorite da condizioni molto appetibili: profittabilità elevata (che supera il 30% del fatturato), indebitamento basso e sinergie vantaggiose (di costo e di leadership di prodotto).

2.1.4 Le tendenze recenti del mercato: il biennio 2015-2016

In questo paragrafo vengono presi in considerazione alcuni dati riguardanti il mercato M&A globale nel biennio 2015-2016. Nonostante non siano ancora stati resi noti i dati totali sul numero e valore di operazioni relativi a tali anni, alcuni articoli de Il Sole 24 Ore dimostrano che il 2015 è l'anno in cui il mercato M&A continua la crescita a ritmi frenetici cominciata durante il 2014, tornando addirittura ai livelli precedenti alla crisi: la stipulazione di numerosi accordi lo rende un anno da record nel campo delle fusioni e acquisizioni, estremamente positivo per le acquisizioni e fusioni mondiali. Le società infatti continuano a fondersi a ritmi rapidissimi, incoraggiate da fattori come la crescente sicurezza dei consigli di amministrazione, il miglioramento delle condizioni economiche delle aziende e la loro necessità di tenere il passo delle rivali, il basso costo del debito, la pressione a migliorare l'efficienza in un'economia debole e la necessità di mantenere il passo con i consolidati rivali. Una serie di acquisizioni di piccole dimensioni ha contribuito, infatti, a fare del 2015 l'anno più "ricco" per l'attività di M&A a livello globale. Il 2015, a livello globale, è stato caratterizzato da un'importante crescita nel primo semestre: secondo i dati di EY-Ernst & Young, infatti, i primi sei mesi registrano il secondo più alto volume di sempre attestandosi a 2,27 trilioni di dollari: una cifra di poco inferiore ai 2,59 trilioni dello stesso periodo del 2007. Alla crescita, pari al 37%, hanno contribuito operazioni di altissimo valore economico, in quanto 31 di queste, da gennaio a giugno 2015, hanno superato i 10 miliardi di dollari di valore.

Secondo invece dati ancora più recenti di Dealogic (2015), sono stati annunciati nel mese di dicembre 2015 ben 112 accordi, per lo più siglati da società poco note, come le cinesi Zhejiang Idc Fluid e Sto Express, che hanno fatto innalzare ulteriormente il totale globale a 4.304 miliardi di dollari, superando il record fissato nel 2007 a 4.296 miliardi di dollari e prevedendo di arrivare nell'intero anno alla soglia di 4.700 miliardi.

Analizzando l'andamento dei singoli paesi, si registra il maggior numero di operazioni internazionali negli Stati Uniti con 184 miliardi di dollari di valore, a cui fa seguito il Regno Unito con quasi 170 miliardi di dollari; Svizzera, Francia e Cina completano la classifica delle prime 5 nazioni nel mondo. In termini di valore complessivo, per quanto riguarda gli Stati Uniti il totale si attesta oltre 2.000 miliardi per la prima volta nella storia, con i settori farmaceutico (si pensi alla maxi fusione da quasi 160 miliardi di dollari tra Pfizer e Allergan) e tecnologico tra i più rilevanti. Al secondo posto la Cina continentale (222 miliardi di dollari), seguita da Regno Unito, da Hong Kong e Francia. Con la Corea del Sud, Australia e Giappone, Svizzera e Canada si può notare una diffusione equilibrata del peso dell'M&A a livello globale in Nord America, Europa e Asia.

I fattori più evidenti riconducibili a tale imponente crescita derivano maggiormente dagli impulsi in diversi settori che stanno raggiungendo picchi di crescita, come quello sanitario e quello delle telecomunicazioni: in questi settori, infatti, i volumi sono cresciuti rapidamente grazie agli importanti *deal*. Il consolidamento nel settore TLC è guidato principalmente dalle unioni tra telecomunicazioni e emittenti e tra infrastrutture di internet e il continuo progresso tecnologico nel regno digitale. Per quanto attiene al settore sanitario, invece, sempre più industrie farmaceutiche stanno ricorrendo a tali operazioni per ottenere risparmi in costi di Ricerca e Sviluppo e per prevenire i problemi riguardanti le scadenze dei brevetti dei farmaci di successo esistenti. Un secondo fattore è la disponibilità di finanziamenti ad un costo minore, come già evidenziato in precedenza: dopo la crisi, infatti, le aziende, specialmente quelle più grandi, hanno accumulato liquidità e, nello stesso tempo, i differenziali creditizi e i titoli di stato nei paesi sviluppati sono generalmente stati mantenuti su bassi livelli, dando la possibilità a molte aziende di accedere facilmente a finanziamenti a basso costo per intraprendere acquisizioni. Un terzo fattore è che gli azionisti si sono rivelati più aperti alle M&A: nonostante una acquisizione abbia uno scopo e una strategia ben definita e possa essere prontamente finanziata in termini vantaggiosi, il *deal* non può essere concluso se *acquiror* e *acquiree* non si mettono d'accordo sul prezzo di acquisto; rispetto a ciò, il recente apprezzamento nelle valutazioni azionarie ha fatto aumentare l'incentivo finanziario degli azionisti della *acquiree* a vendere le proprie quote. A dimostrazione di ciò, durante il 2014 molti *acquiree* hanno percepito guadagni dall'aumento del prezzo delle azioni in seguito all'annuncio di acquisizioni.

Tra i comparti, locomotiva della ripresa è quindi l'*healthcare* cresciuto nei primi sei mesi del 50% rispetto al 2014, con oltre 340 miliardi di dollari e una elevata domanda di farmaci innovativi e terapie all'avanguardia. A proposito di tale settore, Eddie Yoon, gestore di portafoglio e leader nel settore sanitario di Fidelity Investments Ltd., ha scritto nel suo Outlook per il 2016 "L'M&A è destinato a rimanere a livelli elevati e, dato il profilo attraente dei *free-cash-flow* del settore sanitario, l'allocazione efficace del capitale volta a rilanciare le prospettive di crescita di una società e la riduzione dei costi attraverso sinergie, tale settore dovrebbe continuare a creare opportunità di investimento." La ricerca scientifica specializzata sta invece guidando il maggior numero di acquisizioni, dai nuovi farmaci alle tecnologie industriali. In particolare, nel primo semestre 2015 in Italia si contano 7 operazioni nel settore *Life Sciences* per un valore complessivo di 2,437 miliardi di dollari. Si registra poi dinamismo anche nel settore dell'energia (*oil&gas*), che ha registrato un valore molto alto (264 miliardi di dollari) guidato dalla volatilità dei prezzi del greggio. Il settore tecnologico (con circa 247 miliardi di dollari, il 69% in più rispetto all'anno precedente) e quello delle telecomunicazioni (211 miliardi di dollari, in crescita del 13%) rimangono invece storicamente trainanti per le fusioni e acquisizioni a livello internazionale (C.Fe, 2015). Durante il 2015, le società di consumo, come i prodotti farmaceutici e le industrie alimentari e delle bevande, hanno comandato la quota maggiore dei controvalori con 1 trilione di dollari e hanno rappresentato parte dei *deal* più grandi dell'anno.

In aggiunta ai settori già nominati, secondo l'ultimo report di PwC "Power and Renewables Deals", il 2015 è stato un anno straordinario per le operazioni di M&A nel settore dell'energia e delle fonti rinnovabili: sulla scia dei forti risultati già ottenuti nel 2014, l'attività mondiale è quasi duplicata, toccando il record assoluto di 55,3 miliardi di dollari (28,3 miliardi nel 2014). Malgrado i venti contrari dell'economia mondiale, secondo PwC, questo slancio delle operazioni nel settore energetico e delle rinnovabili proseguirà a un ritmo sostenuto anche nel 2016 (da BeBeez, 2016).

Nella tabella 2.6 sono indicate le 10 maggiori operazioni del 2015 (per valore) secondo i dati tratti da *Zephyr* (Global FY 2015).

Tabella 2.6 Top 10 global M&A deals (2015) per valore

VALUE (Miliardi \$)	DATA DEAL (Annuncio)	TIPO DEAL	TARGET	SETTORE	NAZIONE	ACQUIROR	SETTORE	NAZIONE
160	23/11/2015	Fusione	Allergan	Farmaceuti co	US	Pfizer	Farmaceuti co	IE
131,7	11/11/2015	Acquisi zione	SabMiller plc	Food/Bever age	GB	Ab-InBev	Food/Bever age	BE
78,7	26/05/2015	Fusione	Time Warner Cable Inc.	TLC	US	Charter Communicati ons Inc.	TLC	US
67,9	06/08/2015	Fusione	Altice SA	TLC	LU	Altice NV	TLC	NL
67	12/10/2015	Acquisi zione	EMC Corporation	IT	US	Denali Holding Inc.	IT	US
61,7	11/12/2015	Fusione	EI du Pont de Nemours & Company	Chimico	US	The Dow Chemical Company	Chimico	US
54,2	24/07/2015	Fusione	CIGNA Corporation	Servizi	US	Anthem Inc.	Servizi	US
52,8	08/04/2015	Acquisi zione	BG Group plc	Energia	GB	Royal Dutch Shell plc	Petroliifero	GB
43,5	18/12/2015	Acquisi zione	Nanyang Commercia l Bank Ltd	Bancario	HK	Cinda Financial Holdings Co., Ltd	Bancario	HK
40	25/03/2015	Fusione	Kraft Foods Group Inc.	Food/Bever age	US	The Kraft Heinz Company	Food/Bever age	US

Fonte: Nostra elaborazione su dati ZEPHYR

Con un valore annunciato di 160 miliardi di dollari, la fusione tra la big dell'industria farmaceutica americana Allergan e l'irlandese Pfizer resta la più grande operazione annunciata nel 2015 e potrebbe divenire la seconda M&A più grande di sempre, dopo l'acquisizione di Mannesman da parte di Vodafone nel 1999 (Luke Graham, CNBC, 2015). Altra operazione di grande valore (131,7 miliardi di dollari) si rivela l'acquisizione di Sab Miller da parte di Anheuser-Busch InBev SA, che porterebbe all'unione di due tra i più grandi produttori di birra del mondo, combinando insieme quasi un terzo della fornitura di birra del mondo. Altre due importanti fusioni e

acquisizioni riguardano i settori delle telecomunicazioni, dell'*information technology*, chimico, di servizi e l'acquisizione di BG Group plc da parte di Royal Dutch Shell plc nel settore energetico e petrolifero (52 miliardi di dollari).

Per quanto riguarda l'attività M&A, essa nel 2016 parte con il freno: eguagliare i numeri dello scorso anno per l'M&A, fusioni e acquisizioni, a livello mondiale sembra difficile, anche perché al momento si è addirittura sotto i risultati dei primi quattro mesi del 2014. I primi quattro mesi dell'anno hanno registrato 11.116 operazioni per un ammontare complessivo di 854,276 miliardi di dollari, secondo i dati Dealogic. Niente a che vedere con i livelli raggiunti lo scorso anno nello stesso periodo: 12.322 *deal* per un valore totale di 1.139,6 miliardi di dollari. E i dati di quest'anno sono anche più bassi del 2014. Eppure le attese per l'intero anno restano positive, anche perché con la volatilità dei mercati a questi livelli le fusioni e le acquisizioni si stanno presentando sempre più come valide alternative alle quotazioni in Borsa. Stando alle affermazioni di Marco Paesotto, *managing director* di Goldman Sachs, il primo trimestre 2016 ha visto un calo delle attività, sia a livello globale che in Europa a causa della volatilità del mercato, del deterioramento delle condizioni di finanziamento e di aspettative macroeconomiche meno favorevoli. A livello geografico l'Asia si trova sui valori dello scorso anno, mentre l'America è ben sotto con 311 miliardi di dollari contro 486,7 miliardi. Le aree che segnano, invece un progresso sono Africa con 11 miliardi contro 7,3 del 2015, Medio Oriente con 8 miliardi contro 7,6 miliardi e soprattutto Giappone con 36,7 miliardi contro 17,3 miliardi di dollari dei primi quattro mesi del 2015 (Monica D'Ascenzo 2016).

2.2 Il mercato M&A in Italia

Nel seguente paragrafo, viene descritto l'andamento del mercato M&A italiano. Partendo da un focus sui rilevanti cambiamenti prima e dopo la crisi, si passa ad una panoramica sui controvalori e volumi nell'arco temporale 2004-2014, evidenziando i settori di appartenenza più rilevanti delle aziende *target*, arrivando infine all'osservazione di dati recenti (2015-2016).

2.2.1 Le principali dinamiche del mercato M&A italiano dagli anni Novanta al 2010

Secondo le rilevazioni KPMG, tra il 1988 e il primo semestre 2010 sono state finalizzate in Italia 12.402 transazioni M&A, per un controvalore complessivo di 1.256 miliardi di euro. Il mercato M&A italiano, non diversamente dagli altri Paesi, è sempre stato influenzato da diverse variabili: il ciclo economico nazionale e internazionale, il crescente grado di apertura e integrazione della nostra economia, nonché il processo di sviluppo e maturazione dei *player* attivi in questo ambito di attività, siano essi aziende, imprenditori, banche finanziatrici o consulenti.

L'evoluzione storica del mercato M&A italiano si può articolare in due grandi periodi. Il primo, che si sviluppa tra il 1988 e il 1998, è legato all'avvio della stagione delle privatizzazioni e contestualmente al progressivo sviluppo del *middle market* con l'affacciarsi dei primi fondi di *private equity*. Il secondo, che ricomprende gli anni tra il 1999 e il 2010, si caratterizza prima per l'entrata dell'Italia nell'area euro, successivamente per i processi di globalizzazione economica, che hanno contribuito allo sviluppo delle operazioni *cross-border*, e infine per l'avvento della crisi globale.

Osservando i controvalori totali annui del mercato M&A italiano, questa dinamica risulta con immediatezza: a fronte di un numero di operazioni sostanzialmente stabile, i controvalori crescono considerevolmente a partire dalla fine degli anni Novanta, registrando un vero e proprio salto di dimensione. Il cambio di marcia nell'M&A domestico trova ulteriore spinta nella politica economica dell'Unione Europea, che in quegli anni impone all'Italia un percorso virtuoso nelle politiche di bilancio pubblico.

In questa prospettiva, è possibile individuare alcune grandi fasi di riferimento nel corso degli oltre vent'anni analizzati. Dopo un'intensa crescita sul finire degli anni Ottanta (con ben 920 transazioni concluse solo nel 1990), il mercato M&A subisce un forte

ridimensionamento a seguito della crisi valutaria e all'instabilità politica di quegli anni. Con l'aggravarsi della situazione istituzionale e macroeconomica del paese, rallenta in particolare l'attività degli operatori stranieri a seguito della perdita di attrattività agli occhi degli investitori internazionali. A partire dal 1993 si registra una ripresa del mercato favorita da una serie di fattori strutturali. Innanzitutto, l'avvio del processo di privatizzazione, che porta sul mercato mobiliare le azioni di veri e propri colossi quali ENI, Enel e Credito Italiano. La svalutazione della lira inoltre favorisce la ripresa delle acquisizioni estere in Italia. Lo sviluppo del mercato borsistico, con un numero crescente di matricole approdate in Borsa e con i collocamenti dei giganti nazionali come Enel e Telecom, contribuisce ad un significativo innalzamento del valore delle transazioni, offrendo opportunità concrete sia agli investitori sia agli imprenditori.

Con l'adesione all'euro a partire dal 1° gennaio 1999 la politica economica italiana cambia passo, e il «virtuosismo» richiesto dal trattato di Maastricht sui conti pubblici assicura stabilità al paese, accelerando il processo di internazionalizzazione, favorendo l'ingresso di capitali stranieri in Italia e migliorando il funzionamento dei mercati finanziari.

La ripresa economica italiana, le migliori condizioni macroeconomiche (es. il calo sia dell'inflazione sia dei tassi di interesse) e il clima di maggiore stabilità politica hanno un effetto positivo soprattutto sulle acquisizioni estero su Italia: in questi anni si finalizzano infatti diverse transazioni da parte dei fondi di *private equity* statunitensi e inglesi. Si intensificano anche i processi di acquisizione di imprese medie e piccole a opera degli operatori industriali stranieri. Una dinamica che ha un impatto anche sul mercato delle fusioni e acquisizioni, che registra un incremento significativo nei controvalori complessivi.

Gli anni Duemila vedono un cambiamento strutturale dell'M&A italiano. Il mercato è sempre più influenzato dai fenomeni globali, dalle sue variabili macroeconomiche e dai nuovi equilibri geopolitici internazionali: basti pensare agli effetti generati dallo scoppio della bolla della *New Economy* o dalla crisi post 11 settembre 2001, eventi che determinano un ciclo calante delle fusioni e acquisizioni su scala mondiale e anche in Italia fino a fine 2004. Nel periodo 2005-2007 il mercato ritrova un *trend* positivo grazie alla rinnovata fiducia delle imprese e alla positiva evoluzione delle condizioni economiche.

2.2.2 Il mercato M&A italiano: il quadro prima e dopo la crisi

Secondo le rilevazioni di KPMG, tra il 2007 e 2011 sono state finalizzate in Italia 1.759 transazioni M&A, per un controvalore complessivo di 285 miliardi di euro, a fronte di un mercato mondiale che ha registrato oltre 146.000 operazioni per un valore di 12,4 miliardi di dollari. Nel quinquennio precedente (2002-2006) il mercato italiano aveva raggiunto 2.211 operazioni attestandosi ad oltre 390 miliardi di euro di controvalore: questi dati riflettono pertanto l'influenza di alcuni fattori, tra cui l'andamento della congiuntura nazionale ed internazionale e il crescente grado di apertura e di integrazione della nostra economia con il resto del mondo. Nella tabella 2.7 è possibile osservare i controvalori e i volumi realizzati tra il 2004 e il 2014, da cui trarre le considerazioni relative.

Tabella 2.7 Controvalori e volumi totali del mercato M&A italiano (2004-2014)

ANNO	CONTROVALORE (Euro)	VOLUME
2004	29 miliardi	417
2005	120 miliardi	457
2006	100 miliardi	467
2007	148 miliardi	459
2008	56 miliardi	495
2009	34 miliardi	197
2010	20 miliardi	279
2011	28 miliardi	329
2012	26 miliardi	340
2013	31 miliardi	381
2014	50 miliardi	543

Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

Come registrato a livello mondiale, nel 2011 anche in Italia il mercato M&A avvia una ripresa sia dei controvalori che dei volumi delle operazioni completate: dopo un biennio nero (2009-2010) e un record negativo di valore di 20 miliardi di euro nel 2010, il numero delle operazioni registra una decisa crescita, arrivando nel 2011 a 329 *deal* completati (+18% sul 2010), per un valore di 28 miliardi di euro (+40% rispetto all'anno precedente). Nonostante i segnali positivi, l'attività M&A rimane ancorata a valori decisamente al di sotto della media storica.

La crescita dei controvalori viene determinata soprattutto dalle poche grandi operazioni che hanno caratterizzato il 2011: le quattro transazioni più rilevanti dal punto di vista dimensionale (valore superiore a 1 miliardo di euro) hanno totalizzato 11 miliardi di euro circa, con innalzamento del controvalore medio.

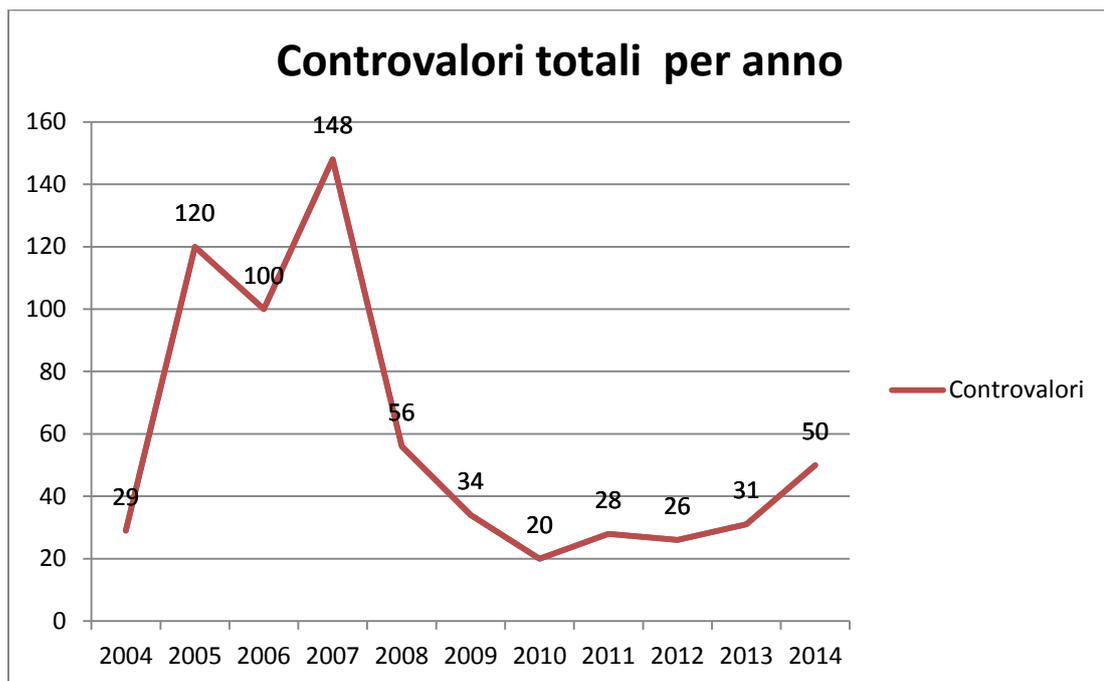
Nel 2012 il mercato M&A italiano segna di nuovo il passo: le 340 operazioni completate fanno registrare un +3% sul 2011, ma il controvalore complessivo di 26 miliardi di euro evidenzia un calo dell'8%; è l'effetto dello scenario economico recessivo, delle tensioni sul debito sovrano e del blocco del *financing*. Si evidenzia il peso sempre più rilevante assunto dall'intervento pubblico: Cassa Depositi e Prestiti ha fatto ricorso, durante tale anno, ad operazioni M&A con investimenti da circa 11,7 miliardi di euro, confermandosi la "regina" del mercato nazionale. La diminuzione dei controvalori interessa fusioni e acquisizioni di ogni fascia dimensionale, con l'eccezione di alcune operazioni di grandi dimensioni che hanno registrato un aumento del 18% rispetto all'anno precedente; la riduzione si è rivelata particolarmente significativa per il *middle market* (numero di *deal* tra 100 milioni e 1 miliardo di euro e tra 50 e 100 milioni), che risulta sempre più polverizzato a fronte dei grandi *deal* sopra il miliardo di euro: circa l'80% del controvalore del mercato italiano è rappresentato dalle prime venti operazioni.

Il 2013 sembra confermare una leggera ripresa dell'attività M&A italiana: a fronte di 381 operazioni (+12% rispetto al 2012), il controvalore realizzato si attesta a 31 miliardi di euro (+21%), avvicinandosi ai livelli pre-crisi. In questo periodo, grazie ad un migliore quadro economico e condizioni più favorevoli sui mercati finanziari europei ed italiani, la fiducia degli operatori italiani cresce e, in conseguenza di ciò, anche l'interesse negli investitori stranieri per il Paese si risollewa. Le operazioni M&A di tutte le fasce dimensionali vengono interessate da aumenti sia in termini di controvalore che di volume: significativi gli incrementi nelle transazioni di grandi dimensioni, che sono raddoppiate rispetto all'anno precedente. Il mercato italiano rimane comunque frammentato, dato che oltre il 50% dell'intero mercato è caratterizzato dalle prime 10 operazioni.

Il 2014 risulta un anno molto positivo per il mercato M&A italiano: rispetto al 2013 si registra un incremento dei controvalori del 60% (questi ultimi raggiungono i 49,8 miliardi di euro) e dei volumi del 43%, arrivando a 543 operazioni concluse. La ripresa

di fiducia interessa quindi non solo l'Europa ma anche l'Italia, nonostante la contrazione del credito e le difficoltà macroeconomiche del Paese. I grandi investitori internazionali hanno dimostrato un crescente interesse negli *asset* italiani e anche presso gli investitori italiani si è evidenziato un sentimento positivo per aprirsi al confronto con i player internazionali e per l'adozione di strategie focalizzate sulla crescita per linee esterne. L'attività M&A risulta comunque ancora concentrata sulle prime 10 operazioni, le quali contribuiscono nuovamente per il 50% dei valori realizzati; tuttavia si nota una crescita del 46% rispetto al 2013 del numero di *deal* con controvalore inferiore a 50 milioni di euro, nonostante il loro valore complessivo sia sostanzialmente rimasto immutato. Nel grafico in figura 2.5 si può vedere ancora più chiaramente l'andamento del mercato italiano M&A tra il 2004 e il 2014, osservando i controvalori totali per anno.

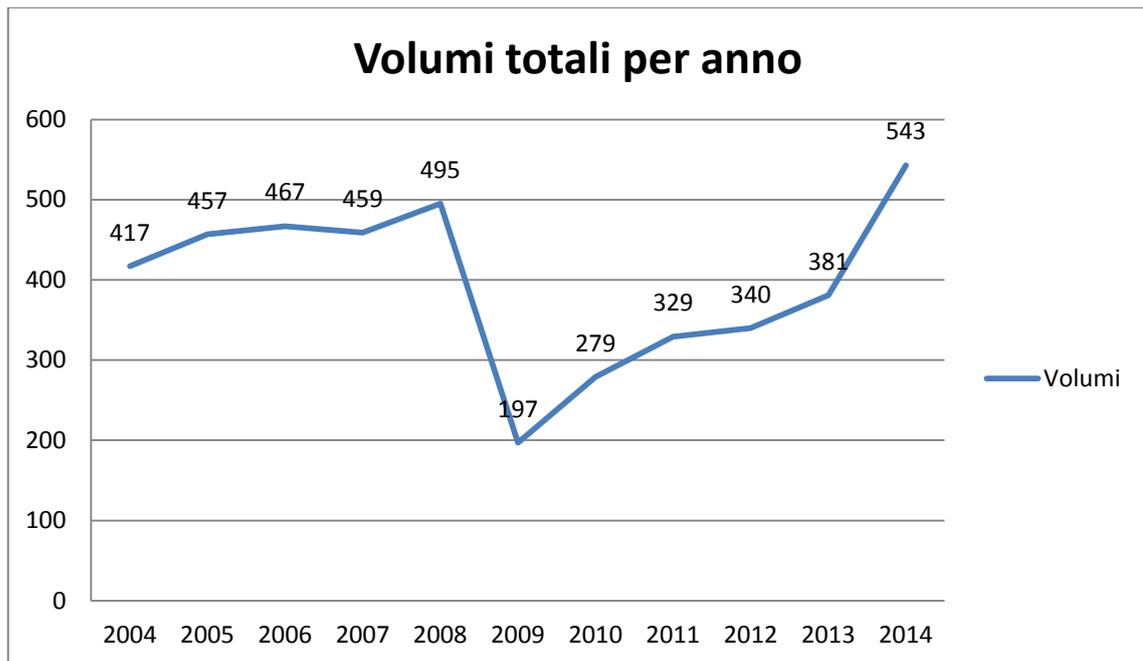
Figura 2.5 Andamento dei controvalori totali del mercato M&A italiano (M&A completed, target, Miliardi di Euro)



Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

Si evidenzia chiaramente una forte concentrazione di valore dal 2005 al 2007, con un picco di 148 miliardi di euro in tale anno; da lì in poi, come già detto in precedenza, si verifica un calo drastico, con conseguente ripresa dei volumi che risulta poco significativa nel 2010-2011, più importante dal 2013 al 2014.

Figura 2.6 Andamento dei volumi totali del mercato M&A italiano (M&A completed, target, Miliardi di Euro)



Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

Dal grafico in figura 2.6 sono evidenti i livelli elevati di numero di operazioni nell'arco temporale 2004-2008, con un picco di controvalore nel 2007 di 148 miliardi di euro e un picco di 495 operazioni nel 2008. Come già detto, nel seguente biennio la crisi porta le sue conseguenze sul mercato M&A, causando un grande peggioramento su tutti i fronti. Il 2009 è l'anno peggiore per i volumi, che scendono drasticamente a 197; dal 2010 si può invece osservare una crescita decisa di volumi, fino al 2014 che è l'anno che segna un numero di operazioni pari a 543, il più alto livello raggiunto in tutto il decennio.

Confrontando l'andamento dei controvalori totali italiani e mondiali, si può concludere che essi vanno quasi di pari passo: dopo il periodo difficile di crisi nel biennio 2008-2009, la ripresa è iniziata prima a livello mondiale (già dal 2010), mentre in Italia è stata più lenta, ma dal 2011 ha assunto un andamento positivo in linea con quello mondiale. Addirittura l'Italia ha superato nel biennio 2013-2014 ha assunto toni molto più dinamici rispetto a quelli a livello mondiale. L'andamento dei volumi in Italia è risultato molto più positivo rispetto all'andamento a livello mondiale, infatti si dimostra sempre più crescente dal 2010 in poi, fino ad arrivare ad un picco mai raggiunto durante l'intero decennio; a livello mondiale ciò non è successo, anzi nel 2012-2013 si è verificato un calo, tornando a livelli di crescita solamente nel 2014.

2.2.3 I settori di appartenenza

Come fatto a livello globale, è utile passare alla suddivisione delle aziende target rispetto ai settori di appartenenza nei vari anni: i dati da considerare riguardano i settori di *Information and Communications*, *Consumer Markets*, *Energy and Utilities*, *Support Services and Infrastructure*, *Industrial Markets*, *Financial Services* e si possono vedere dalle tabelle seguenti.

Tabella 2.8 Controvalori e volumi dei principali settori del mercato M&A italiano nel 2012

2012	CONTROVALORE	VOLUME
Consumer Markets	3,9 miliardi	109
Energy & Utilities	7,5 miliardi	34
Industrial Markets	2,6 miliardi	95
Financial Services	9,4 miliardi	20
Support Services & Infrastructure	1,8 miliardi	41
Telecommunication, Media & Technology	0,8 miliardi	41
TOTALE	26 miliardi	340

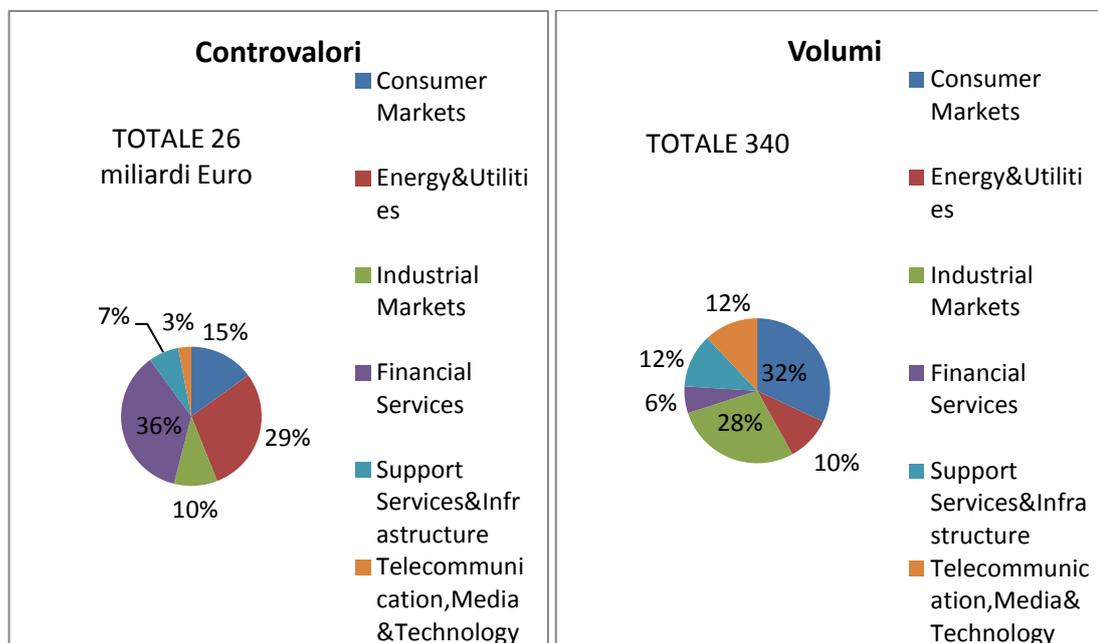
Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

Nella tabella 2.8 è possibile osservare che, nel 2012, le transazioni che hanno interessato aziende operanti nel settore *Financial Services* sono quelle in vetta alla classifica per valore con 9,4 miliardi di euro, nonostante il limitato numero di operazioni (20, solamente il 6% del totale dei deals): il comparto è al primo posto per contribuzione al mercato italiano complessivo (36%). Il comparto *Energy and Utilities* si conferma il secondo *contributor* con 7,5 miliardi di euro, con un aumento del 70% circa rispetto al 2011: il settore ha realizzato il 29% del mercato italiano complessivo. Fa seguito il *Consumer Markets* con 3,9 miliardi; meno rilevanti in termini di valore sono risultati tutti gli altri comparti.

Nel grafico in figura 2.7 si può osservare il peso, in percentuale, dei vari comparti sul totale sia in termini di controvalore che di volume nel 2012. Il *Consumer Markets* è risultato il protagonista del mercato italiano per volumi con 109 operazioni completate: il macro settore ha rappresentato il 32% dell'attività M&A italiana. In seconda posizione si trova l'*Industrial Markets*, rimasto stabile rispetto all'anno precedente, con 95 operazioni completate. In terza posizione a pari merito *Support Services and*

Infrastructure e il settore delle telecomunicazioni, entrambi con il 12% di operazioni sul totale.

Figura 2.7 Peso in percentuale dei controvalori e volumi dei principali settori del mercato M&A italiano nel 2012



Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

Come si può vedere invece dalla tabella 2.9, nel 2013 il valore del comparto *Financial Services* scende al quarto posto con circa 4,7 miliardi di euro rispetto al primo posto conquistato lo scorso anno; in vetta si posiziona invece il comparto *Energy and Utilities* con 8 miliardi, da cui non si discosta molto l'*Industrial Markets* con 7,7 miliardi. In crescita anche il controvalore delle attività M&A che hanno interessato il *Support Services and Infrastructure*, al terzo posto con 5,3 miliardi.

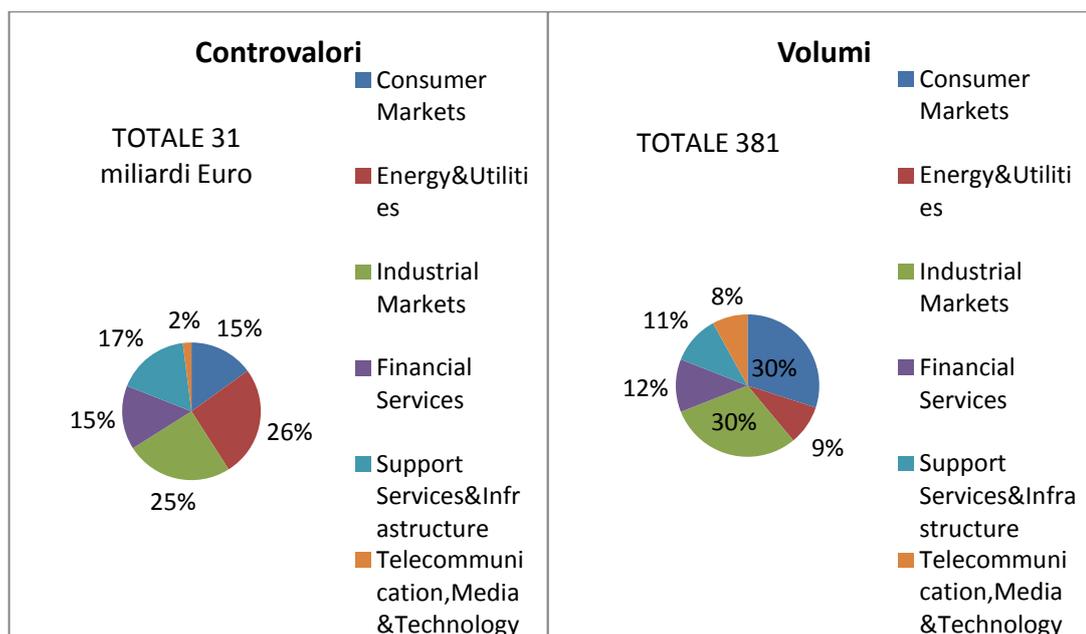
Tabella 2.9 Controvalori e volumi dei principali settori del mercato M&A italiano nel 2013

2013	CONTROVALORE	VOLUME
Consumer Markets	4,7 miliardi	114
Energy & Utilities	8 miliardi	34
Industrial Markets	7,7 miliardi	114
Financial Services	4,7 miliardi	46
Support Services & Infrastructure	5,3 miliardi	42
Telecommunication, Media & Technology	0,6 miliardi	31
TOTALE	31 miliardi	381

Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

Anche dal grafico in figura 2.8 si può notare come nel 2013 il *Consumer Markets* si confermi protagonista, insieme all'*Industrial Markets*, in termini di volumi, con 114 operazioni completate. Il macro settore ha contribuito meno significativamente in termini di controvalore: 4,7 miliardi. Seguono gli altri comparti con un ruolo più marginale: il settore TMT risulta nuovamente un fanalino di coda sia in termini di controvalore che di volumi, dato che influisce sul totale solo per il 2% dei controvalori e per l'8% dei volumi totali.

Figura 2.8 Peso in percentuale dei controvalori e volumi dei principali settori del mercato M&A italiano nel 2013



Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

La tabella 2.10 mostra che il 2014 segna l'ascesa del comparto *Energy and Utilities*, che è il primo per contribuzione in termini di controvalore con 20,4 miliardi di euro: esso ha innalzato la propria partecipazione al mercato M&A italiano complessivo dal 26% dell'anno precedente al 41%. Il contributo del settore in termini di volume resta tuttavia ancora contenuto, attestandosi al 9% dell'intero mercato con 49 operazioni completate. *Consumer Markets* e *Financial Services* guadagnano posizione rispetto al 2013, durante il quale dividevano il quarto posto con 4,7 miliardi: nel 2014 contribuiscono per 10 e 7,5 miliardi di euro. L'attività M&A che ha interessato aziende operanti nel TMT ha registrato il maggior incremento in valore: ben 7 volte il dato del 2013, passando da 0,6 a 5 miliardi.

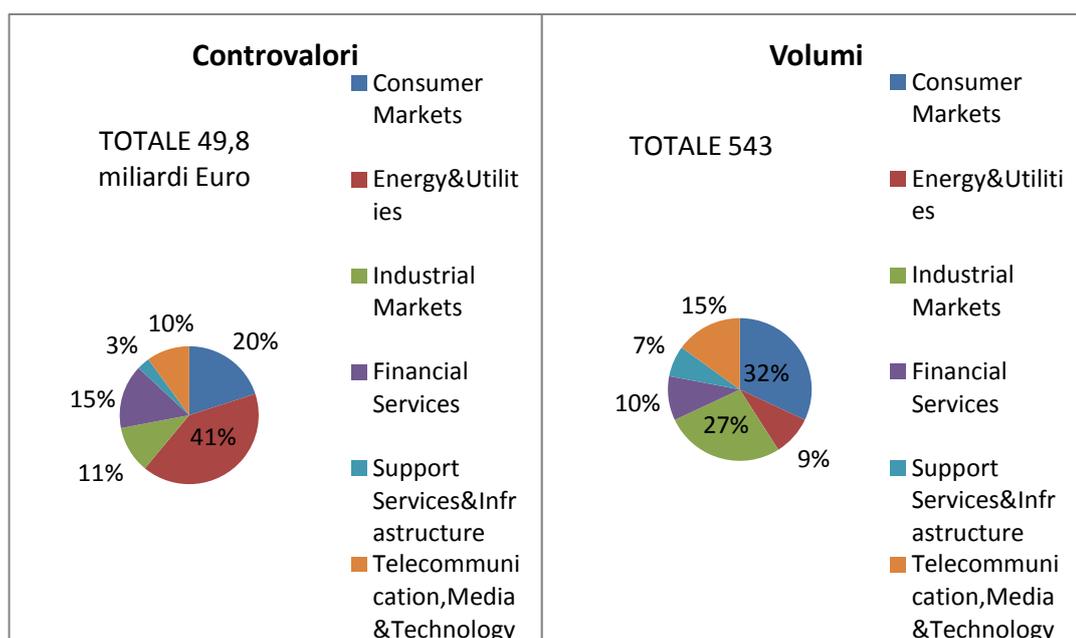
Tabella 2.10 Controvalori e volumi dei principali settori del mercato M&A italiano nel 2014

2014	CONTROVALORE	VOLUME
Consumer Markets	10 miliardi	174
Energy & Utilities	20,4 miliardi	49
Industrial Markets	5,5 miliardi	147
Financial Services	7,5 miliardi	54
Support Services & Infrastructure	1,4 miliardi	38
Telecommunication, Media & Technology	5 miliardi	81
TOTALE	49,8 miliardi	543

Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

In termini di volumi, osservando anche il grafico in figura 2.9, è evidente l'importanza del comparto *Consumer Markets* con 174 operazioni concluse, che ha registrato una crescita del 54% rispetto al 2013. Rilevante anche l'*Industrial Markets*, che ha contribuito per il 27% al totale delle transazioni, seguito dal settore TMT.

Figura 2.9 Peso in percentuale dei controvalori e volumi dei principali settori del mercato M&A italiano nel 2014



Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

In conclusione, i settori fondamentali per il mercato M&A italiano e nei quali si sono concentrate maggiormente le operazioni nell'arco preso in considerazione sono quello dei consumi, rilevante soprattutto in termini di volumi e quello dell'*Energy and Utilities*, cresciuto moltissimo dal 2012 al 2014.

2.2.4 Le tendenze recenti del mercato: il biennio 2015-2016

Gli ultimi dati KPMG sul 2015 e i primi mesi del 2016 per quanto riguarda il mercato M&A italiano dimostrano che il nostro sistema imprenditoriale esce dai lunghi anni di crisi più sano e appetibile (Il Sole 24 Ore 2016). Nonostante la difficile ripresa economica in Europa e in Italia, per il 2015 i propositi di crescita sono molto buoni, grazie alla rinnovata fiducia con cui gli investitori guardano al nostro Paese e al migliorato *sentiment* generale da parte degli operatori. Il *trend* di crescita dell'M&A italiano, infatti, si consolida e fa presupporre una dinamicità soprattutto come controvalori: nei primi nove mesi del 2015 sono state chiuse operazioni per circa 25 miliardi di euro (+25% contro i 20 miliardi rilevati nei primi nove mesi dello scorso anno). In diminuzione, invece i volumi: 326 operazioni rispetto alle 433 chiuse nello stesso periodo dello scorso anno. A questo dato si aggiungono tre importanti *deal* per oltre 10 miliardi di euro: si tratta dell'acquisizione di Pirelli da parte di China National Chemical Corporation (per un valore che potrebbe raggiungere i 7 miliardi di euro), della fusione tra Pioneer Investments e Santander Assets Management (per un valore di circa 3 miliardi di miliardi di euro) e dell'acquisizione di BSI da parte di Btg Pactual (per un valore di 1,75 miliardi). Il dato più interessante del mercato M&A italiano nei primi nove mesi del 2015 è il ritorno delle grandi operazioni di taglio industriale: nel complesso tra operazioni effettivamente chiuse (9 per 15,7 miliardi di controvalore) ed operazioni annunciate (7 per ben 22 miliardi di controvalore) sono stati 16 i *deal* sopra il miliardo di euro di controvalore. Nello stesso periodo del 2014, le operazioni sopra il miliardo erano state solo 5.

Anche dall'analisi condotta da AIFO sul rapporto di Dealogic relativo all'anno 2015, parte consistente della vivacità del segmento M&A italiano è derivata da operazioni M&A in ingresso dall'estero per un volume pari a 39.4 bilioni di euro, in aumento del 70% rispetto ai 20.6 realizzati nel 2014. L'incremento è stato principalmente guidato da investitori industriali esteri che, tramite investimenti, hanno chiuso circa il 63% dei deal registrati in Italia. La Cina si conferma in prima linea tra gli investitori in *asset* italiani, in particolare grazie agli investimenti effettuati dalla Bank of China in quote di minoranza di aziende italiane quotate. Gli Stati Uniti sono stati il secondo paese a investire in Italia, seguiti dal Qatar (quest'ultimo ha visto in Expo 2015 l'occasione per realizzare grandi investimenti immobiliari nel territorio di Milano).

Oltre a una crescita dei volumi dei *deal* si è registrata, nel corso del 2015, una diversificazione dei veicoli di investimento: ai fondi di *Private Equity* si sono affiancate altre strutture quali *club deal*, *holding* industriali e SPAC (*Special Purpose Acquisition Company*) che si sono affacciate per la prima volta sul mercato italiano.

Nei 12 mesi del 2015 sono stati diversi i settori italiani interessati da operazioni M&A, con alcune novità rispetto al panorama europeo. Accanto al ritorno delle grandi operazioni di taglio industriale, il settore che ha registrato un boom di investimenti è stato quello delle infrastrutture, principalmente in strade, porti e stazioni, affiancato dai classici settori più importanti italiani, *luxury e food*; anche i segmenti TMT, industriale e chimico/energetico, come visto a livello globale, hanno registrato un alto numero di transazioni M&A, seguiti da servizi finanziari e beni di consumo di massa. Sono diminuiti invece gli investimenti nel settore farmaceutico che, come dimostrato in precedenza a livello mondiale, risultano invece in crescita in tutta Europa. Le cause della ripresa del settore M&A che ha avuto inizio nel 2014 ed è proseguita nel 2015 sono da ricercare principalmente nella riduzione percepita del “rischio paese” Italia da parte degli operatori di mercato: grazie alla ripresa della crescita del Pil nei quattro trimestri del 2015 e le positive privatizzazioni avvenute si è sempre più rafforzato il clima di fiducia verso l’economia italiana e ciò ha reso disponibili ingenti somme di capitali. Secondo il rapporto M&A di KPMG Advisory, anche le novità normative in materie di banche popolari sono state alla base dell’attività M&A nel comparto banking: sull’incremento di cessazioni e acquisizioni incidono infatti anche le nuove regolamentazioni sulle fondazioni, in cui viene fatto divieto di concentrare il proprio patrimonio finanziario in un solo *asset*, e il rafforzamento delle strutture patrimoniali richiesto dalla Banca Centrale Europea che ha imposto requisiti più stringenti.

Nella tabella 2.11 sono indicate le 10 operazioni Estero/Italia dal valore più rilevante: i settori più importanti che emergono sono chiaramente quello dell’*Energy and Utilities* e quello bancario, con valori compresi tra 1 e 2,378 miliardi di euro.

Tabella 2.11 Top 10 Italian M&A deals in entrata (2015) per valore

VALUE (Milioni €)	DATA DEAL (Annuncio)	TIPO DEAL	TARGET	SETTORE	ACQUIROR	NAZIONE
2,378	19/10/2015	Acquisizione 100%	Sorin SpA	Biomedico	LivaNova plc	GB
2,186	26/02/2015	Acquisizione 6%	Enel SpA	Energy and Utilities	Investitori Istituzionali	
2,000	01/07/2015	Acquisizione	E.ON Italia SpA's coal and gas business	Energy and Utilities	Energeticky a Prumyslový Holding AS	CZ
1,857	07/07/2015	Acquisizione 5%	Enel SpA	Energy and Utilities	BlackRock Inc.	US
1,758	07/08/2015	Acquisizione 50%	World Duty Free SpA	IT	Dufry AG	CH
1,123	24/06/2015	Acquisizione 7%	Telecom Italia SpA	TLC	JP Morgan	US
1,100	01/07/2015	Acquisizione 100%	Pozzi- Ginori SpA	Arredamento	Geberit AG	CH
1,080	27/05/2015	Acquisizione 2%	Intesa San Paolo SpA	Bancario	Norges Bank	NO
1,062	02/10/2015	Acquisizione 2%	Eni SpA	Energy and Utilities	Norges Bank	NO
1,002	17/06/2015	Acquisizione 2%	Intesa San Paolo SpA	Bancario	The People's Bank of China	CN

Fonte: Nostra elaborazione su dati ZEPHYR

Nella tabella 2.12 sono invece indicate le 10 operazioni Italia/Estero dal valore più rilevante. I settori più importanti nei quali si sono verificate le operazioni risultano nuovamente quello dell'*Energy and Utilities*, risultante per la metà delle 10 operazioni dal valore più alto.

Tabella 2.12 Top 10 Italian M&A deals in uscita (2015) per valore

VALUE (Milioni €)	DATA DEAL (Annuncio)	TIPO DEAL	TARGET	NAZIONE	SETTORE	ACQUIROR
1,246	16/01/2015	Acquisizione 100%	Generali PPF Holding BV	NL	Assicurativo	Assicurazioni Generali SpA
505	31/03/2015	Acquisizione 84%	Trans Austria Gasleitung GmbH	AT	Energy and Utilities	Snam SpA
391	31/12/2015	Acquisizione minoranza	The Economist Group Ltd	GB	Media	EXOR SpA
297	31/12/2015	Acquisizione 100%	Undisclosed wind farms and operational and commercial technical assistance companies	FR;DE	Energy and Utilities	ERG Renew SpA
208	04/02/2015	Acquisizione 20%	Trans Adriatic Pipeline AG	CH	Energy and Utilities	Snam SpA
102	02/07/2015	Acquisizione minoranza	Taboola Inc.	US	IT	Mr Carlo De Benedetti
90	09/10/2015	Acquisizione 100%	Severn Trent plc's Water Purification Business	GB	Energy and Utilities	Industrie De Nora SpA
89	20/05/2015	Acquisizione 91%	Finnlines Oyj	FI	Trasporti/Infr astrutture	Grimaldi Euromed SpA
85	31/07/2015	Acquisizione 100%	Arjo Wiggins Ltda	BR	Industria cartaria	Fedrigoni SpA
72	08/10/2015	Acquisizione 100%	Macquarie European Infrastructure Fund LP's four French wind farm companies	FR	Energy and Utilities	ERG Renew SpA

Fonte Nostra elaborazione su dati ZEPHYR

Per quanto riguarda ultime notizie sul mercato M&A italiano 2016, grazie alle migliorate condizioni di mercato e di accesso al credito già osservate durante il 2015, le attese in Italia riguardano una ripresa dei volumi di attività M&A dopo la pronunciata flessione dei primi tre mesi a 9,2 miliardi di dollari (rispetto ai 22,8 miliardi del corrispondente periodo del 2015). Secondo Marco Paesotto, *managing director* di Goldman Sachs, i settori d'elezione sono innanzitutto quelli dell'energia, dei media e delle telecomunicazioni, mentre l'attività in altri, come quello bancario e infrastrutturale, potrebbe richiedere più tempo per dispiegarsi. Negli ultimi sei mesi, inoltre, sempre più aziende italiane cercano di guardare target esteri (Monica D'Ascenzo (Business Community 2016) 2016).

2.3 Il mercato delle operazioni *cross-border*

La dimensione internazionale del mercato delle fusioni ed acquisizioni italiano, il cui avvio risale agli inizi degli anni 2000 e che ha coinciso con l'entrata dell'Italia nella zona Euro, ha consentito un salto dimensionale dell'attività M&A del nostro Paese, riflessa soprattutto dal considerevole incremento dei controvalori registrato rispetto ai dati degli anni Novanta. In termini aggregati, circa il 40% del numero complessivo di operazioni M&A completate nel periodo 2007-2011 ha riguardato transazioni *cross-border*, testimonianza da un lato dell'allargamento del contesto di riferimento per le nostre imprese, passato da una visione nazionale ad una europea, prima, ed internazionale, poi; dall'altro, della maturazione del mercato italiano e del suo *appeal* globale: le aziende italiane continuano ad essere percepite come *asset* pregiati agli occhi di molti investitori stranieri, nonostante l'emergere di nuovi *competitor* globali e la presenza di alcune condizioni sfavorevoli di sistema (burocrazia, elevata fiscalità, alto costo del lavoro).

L'interesse nei confronti delle imprese nazionali, seppur notevolmente ridimensionato, si è mantenuto pressoché costante nonostante la crisi: dal tessile/abbigliamento all'alimentare, dalla meccanica strumentale alla componentistica, passando per i settori tecnologico, telefonico, energetico, sono numerosi i "gioielli" della nostra imprenditoria che sono progressivamente passati in mani estere, con l'inevitabile trasferimento dei processi decisionali al di fuori dei nostri confini nazionali. Anche le operazioni italiane *cross-border* nei confronti dell'Estero, seppure minori sia in termini di valore che di volume, hanno ripreso a crescere; le aziende italiane sono infatti state in grado di cogliere le opportunità derivanti da mercati esteri, perseguendo strategie di crescita e internazionalizzazione.

È possibile comprendere l'importanza e il ruolo fondamentale nell'accelerazione della ripresa delle operazioni M&A *cross-border* osservando i dati sulle operazioni di anno in anno, prima in ottica globale (focalizzandosi sull'Europa), poi guardando la sola Italia, traendone le conclusioni necessarie.

2.3.1 L'attività cross-border a livello globale

È nel 2011, in particolare, che la crescita del mercato mondiale M&A ha interessato l'attività *cross-border* a livello globale: essa ha, infatti, rappresentato quasi la metà del controvalore complessivo: in questo anno le operazioni *cross-border* sono ulteriormente cresciute sia in controvalore (+42% sull'anno precedente) che, seppur in misura meno consistente, in volume (+9% sul 2010), innalzando la loro incidenza sul controvalore mondiale (era il 45% nel 2010 e il 37% nel 2009).

L'Europa ha dimostrato di essere il continente nel quale l'attività M&A *cross-border* (*M&A completed, target or acquiror*) si è mantenuta su livelli più intensi: l'insieme delle acquisizioni o fusioni europee all'estero e degli investimenti esteri in imprese del vecchio continente ha, infatti, raggiunto 5.217 operazioni (+8% rispetto al 2010) ed un controvalore complessivo di 587 miliardi di dollari (+65% sul 2010), il 66% del valore complessivo del mercato europeo. Nonostante controvalori assoluti ancora contenuti, Europa Orientale (+243% rispetto al 2010), Federazione Russa (+157%), Francia (+136%) e Giappone (+112%) sono, nell'ordine, le aree del globo nelle quali il valore dell'attività *cross-border* ha mostrato nel corso del 2011 gli incrementi più rilevanti.

Non si può dire lo stesso dell'anno 2012, durante il quale l'attività ha subito un calo del 27% rispetto all'anno precedente, azzerando la crescita registrata. In termini di controvalore mondiale, l'incidenza delle operazioni *cross-border* è scesa al 43%, in calo rispetto agli anni precedenti, mentre in termini di volumi si è assistito ad un calo più contenuto (7%). Tale riduzione ha riguardato tutte le aree geografiche ma è risultata più sostenuta in Asia Pacifico ed Europa (30%). È l'Europa che si conferma il continente maggiormente interessato alle M&A *cross-border*, tanto da rappresentare il 66% del valore complessivo del mercato europeo. Il complesso delle acquisizioni o fusioni europee all'Estero e degli investimenti esteri in imprese del Vecchio Continente è sceso a 409 miliardi di dollari per 4.810 operazioni. Spagna (-70%), India (-65%), Francia (-64%) ed Europa Orientale sono le aree con riduzioni di valore più marcate.

Il trend discendente dell'attività *cross-border* è continuato anche nel 2013: la sua incidenza sul controvalore mondiale si è ridotta ulteriormente fino al 38%, a causa della contrazione dei volumi (9%) e dei valori (13%). La riduzione ha interessato tutte le aree geografiche, seppur con intensità diversa.

Si è assistito in particolare ad una crescita di valore nelle operazioni *cross-border* in Cina (23%), Giappone (21%) e India (31%); l'attività M&A *cross-border* europea ha registrato un elevato calo in controvalore del 25% (306 miliardi di dollari) e in volumi dell'8% (4.438 operazioni concluse) ed ha rappresentato il 47% del mercato europeo complessivo. Russia (-45%), Regno Unito (-32%) e Spagna (-18%) sono le nazioni in cui il valore delle attività ha subito una maggiore contrazione, mentre la Germania ha registrato un aumento del 25%. Il Vecchio Continente si conferma tuttavia l'area geografica con maggior contribuzione ai volumi mondiali M&A *cross-border*: il 43% delle operazioni oltre confine sono state completate, a differenza del 30% delle Americhe e il 22% dell'Asia Pacifico; il continente americano attua però un sorpasso in termini di controvalore del 37% contro il 35% dell'Europa.

In seguito alla contrazione registrata nel biennio precedente, il 2014 segna la ripresa decisa dell'attività M&A *cross-border*, cresciuta sia in volumi (15%) che in controvalori (44%) e la cui contribuzione al mercato mondiale è salita del 45%. Tutte le aree geografiche sono state interessate da un significativo incremento delle transazioni di questo tipo: Africa e Medio Oriente (4% in valori e 13% in volumi), Asia Pacifico (20% in valori) e Americhe (40%, in controvalori, considerando solo Stati Uniti 55%). L'Europa è la zona nella quale si è registrato il maggiore incremento: qua infatti l'attività M&A *cross-border* ha raggiunto 526 miliardi di dollari (+72% rispetto all'anno precedente) e 5.134 deal conclusi (+16%), contribuendo al mercato europeo complessivo per il 72%. Concludendo, il peso dell'Europa sul mercato mondiale M&A *cross-border* ha raggiunto il 41%, consentendo al Vecchio Continente di riguadagnare la prima posizione tra i contribuenti. I paesi con crescita di valore più sostenuta sono stati Spagna (+237%), Germania (+118%) e Francia (109%).

2.3.2 L'attività *cross-border* in Italia

Guardando l'attività *cross-border* in Italia, per avere un quadro generale della situazione si può partire dai dati sull'andamento del mercato M&A tra il 2008 e il 2010, che riflettono lo scoppio della grande recessione: crollano le operazioni *cross-border* e le aziende entrano in una fase di ripiegamento, anche psicologico, dimostrato dal fatto che la maggioranza delle operazioni si chiude all'interno dei confini nazionali.

Le turbolenze legate alla crisi dei crediti *subprime* e al conseguente *credit crunch*, infatti, rallentano l'attività M&A anche e soprattutto nel nostro paese; le operazioni relative alla nuova finanza, più che a sostenere progetti di crescita tramite acquisizioni, serve a ristrutturare i debiti delle imprese.

È solo a partire dal 2011 che l'attività ha una ripresa, che si allenta leggermente durante il 2012, ma torna a livelli alti nel 2013 e, soprattutto, nel 2014. Mentre nel prosieguo del lavoro verranno analizzati i dati anno per anno per trarre le necessarie considerazioni, è utile intanto notare l'andamento generale dei controvalori e dei valori nella tabella 2.13, per avere un quadro generale delle operazioni *cross-border*.

Tabella 2.13 Numero delle operazioni e valore Italia/Estero e Estero/Italia (2011-2014)

Direzione	2011	2011	2012	2012	2013	2013	2014	2014
	N. Deal	€ Mld	N.Deal	€ Mld	N.Deal	€ Mld	N.Deal	€ Mld
Italia/Estero	62	3,3	63	1,8	70	4,1	89	13,1
Estero/Italia	109	18,0	91	7,4	106	13,3	201	26,6
TOTALE	171	21,3	154	9,2	176	17,4	290	39,7

Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

Durante il 2011, come a livello globale, anche in Italia si registra un incremento sia nei controvalori (+39%) che nei volumi (+18%), mantenendosi tuttavia su livelli decisamente inferiori rispetto agli anni precedenti. Più del 50% delle operazioni concluse, comunque, hanno presentato una connotazione transnazionale sia dal lato delle *target* che da quello delle *bidder*, pertanto l'importanza di tali operazioni continua a crescere: il controvalore totale raggiunto è stato di 21 miliardi di euro, quasi il doppio delle cifre osservate nel 2010.

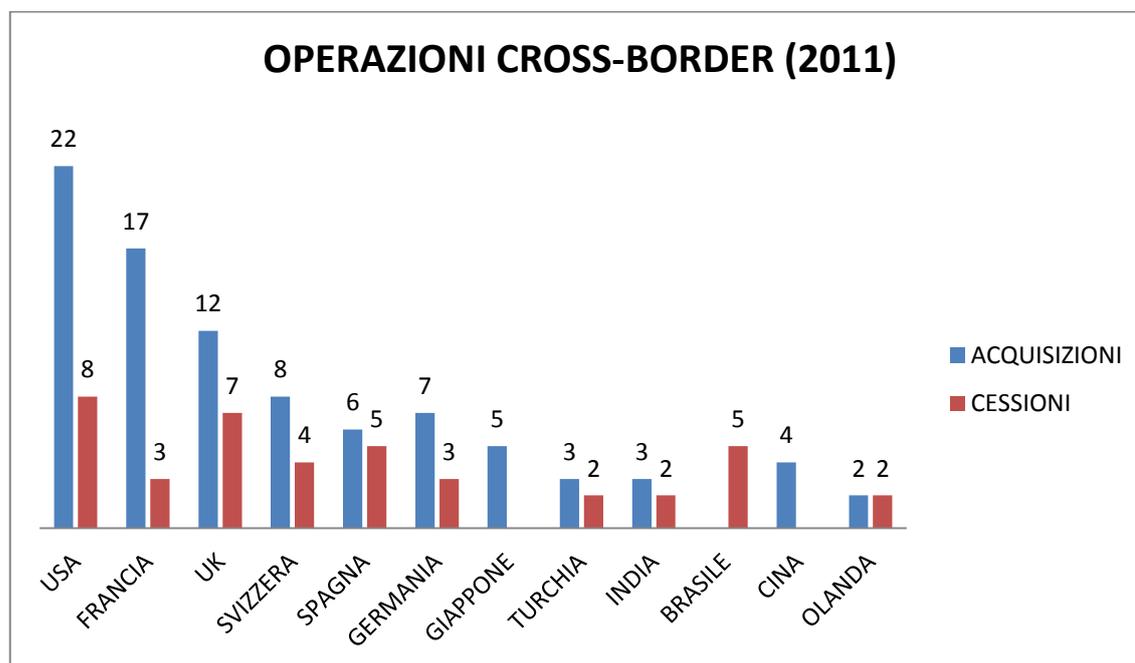
Parte dell'aumento è dovuto alle operazioni Estero su Italia con un +80% rispetto al 2010 in controvalore e un +30% in volume: queste hanno contribuito al mercato M&A italiano complessivo per il 64% in controvalore e per il 33% in volumi. Tali transazioni sono state pari a 109, circa un terzo del mercato; è stato raggiunto un valore di 18 miliardi di euro, ben al di sopra di quelli registrati nel 2009 (7 miliardi di euro) e nel 2010 (10 miliardi di euro).

Le operazioni Italia su Estero hanno raggiunto un totale di 62 operazioni, pari circa al 19% dei volumi registrati dall'intero mercato M&A italiano nel 2011 (+32% rispetto al 2010).

In termini di controvalori, le operazioni si sono mantenute su un livello piuttosto basso: 3 miliardi di euro raggiunti, ben lontani dai 20 miliardi del 2008 (scesi successivamente a 13 nel 2009 e 2 nel 2010).

I paesi dell'Unione Europea sono stati i più attivi ad acquisire le aziende italiane: hanno, infatti, completato 51 acquisizioni (+19% rispetto all'anno precedente) contro i 31 *deal* realizzati dall'Italia verso l'Unione Europea. In aumento anche le acquisizioni da parte dei Paesi nordamericani nel nostro (+26% con 24 transazioni) a fronte delle 9 che hanno interessato *target* d'oltre oceano. Il dato più interessante riguarda le acquisizioni realizzate in Italia da paesi diversi da quelli sopra citati: si segnala un aumento di oltre il 60% delle operazioni *cross-border* realizzate da Altri Paesi, come si può notare nel grafico. Cina, India e Giappone hanno rafforzato la loro strategia di internazionalizzazione compiendo acquisizioni nei confronti di aziende italiane: mentre la prima ha effettuato 4 acquisizioni nel nostro Paese gli altri, nell'ordine, ne hanno effettuate rispettivamente 3 e 5.

Figura 2.10 Operazioni *cross-border* dei principali paesi nei confronti dell'Italia (2011)



Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

Dopo un biennio caratterizzato da un intensificarsi dell'attività M&A *cross-border*, nel 2012 le operazioni domestiche sono tornate ad essere protagoniste del mercato italiano, a causa del clima recessivo e della diffidenza degli investitori esteri nei confronti del nostro Paese: il controvalore delle transazioni realizzate da aziende italiane nei confronti

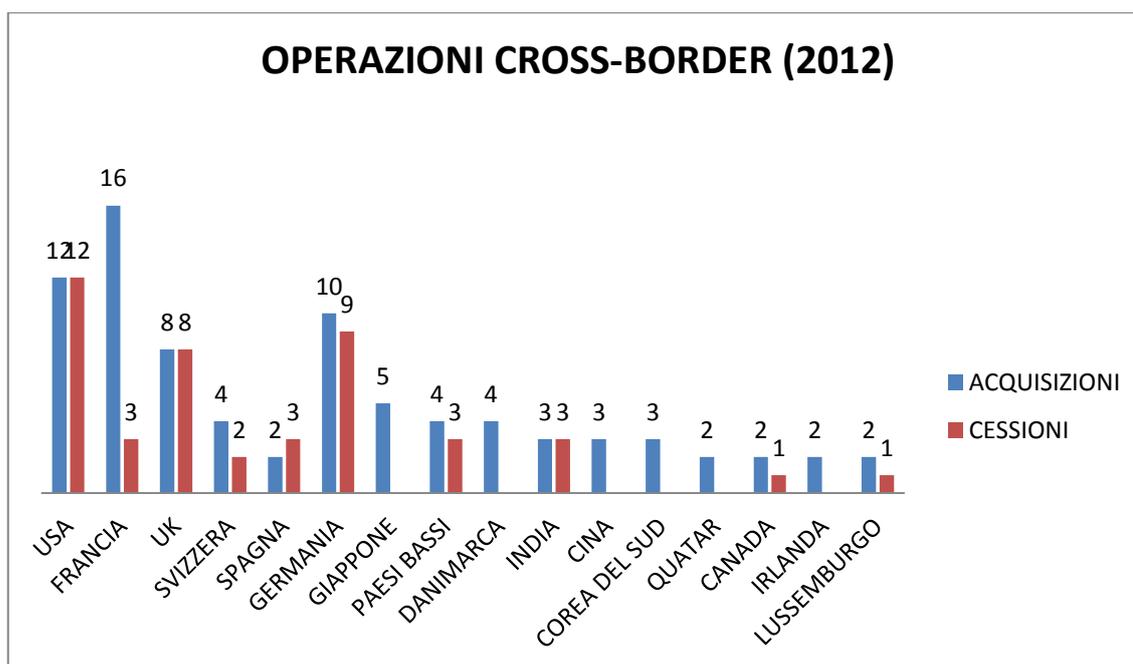
di imprese straniere e le acquisizioni concluse dall'estero su target nazionali (complessivamente 154 deal, contro i 171 del 2011) è infatti sceso a €9,2 miliardi e ha rappresentato il 36% dei volumi realizzati in Italia (era il 52% l'anno precedente).

L'attività *cross-border* Eestero su Italia si è ridotta del 17% fermandosi a 91 operazioni completate (-17%). Nonostante la forte contrazione subita anche in termini di controvalore (-59%), resta comunque la protagonista nelle operazioni di taglia medio-alta, infatti 6 tra le prime 10 operazioni dell'anno sono state condotte da acquirenti stranieri. Le operazioni Estero su Italia hanno più che dimezzato il proprio contributo in valore sul mercato M&A complessivo (29%, a fronte del 64% del 2011) scendendo a €7,3 miliardi, un dato pari a quello raggiunto nel 2009 con appena 38 deal (i volumi più bassi mai registrati dal 2000). Per quanto riguarda le operazioni Italia su Estero, nonostante si siano eguagliati i volumi realizzati l'anno precedente (63 operazioni, pari a circa il 19% dell'intero mercato), le acquisizioni di aziende straniere da parte di operatori italiani hanno fatto registrare nel 2012 un nuovo record negativo: con soli 1,8 miliardi di euro (-46% rispetto al 2011) tali transazioni hanno generato il 7% dei controvalori complessivi e hanno raggiunto la cifra più bassa mai rilevata dal 2000.

I paesi dell'Unione Europea confermano il loro ruolo di grandi acquirenti di aziende italiane, realizzando lo stesso numero di operazioni dello scorso anno (51 deal). Diminuiscono invece le transazioni effettuate da investitori nordamericani nel nostro Paese (-42%), a fronte di un incremento di deal italiani che hanno interessato target d'oltre oceano (+56%). Si consolida lo shopping in Italia da parte di paesi non occidentali: oltre ad India e Cina, anche Giappone, Corea, Qatar, Turchia, Thailandia cominciano ad effettuare acquisizioni ricorrenti in Italia. Nel grafico si può notare che la Francia è stato il paese ad effettuare il maggior numero di acquisizioni, con volumi analoghi a quelli realizzati l'anno precedente, seguito da Germania e Regno Unito.

Il maggior numero di operazioni di aziende italiane all'estero si concentra invece sugli Stati Uniti, il *target* preferito per acquisizioni all'estero, con volumi in crescita (12 transazioni). L'Europa Occidentale resta comunque la principale destinazione delle acquisizioni italiane, con 36 deal realizzati per un controvalore complessivo di 1,3 miliardi di euro; Germania (9 acquisizioni), Regno Unito (8) e, a pari merito, Francia, Spagna, Svezia e Paesi Bassi (3) sono stati i paesi europei che hanno maggiormente attirato investimenti da parte di operatori italiani.

Figura 2.11 Operazioni *cross-border* dei principali paesi nei confronti dell'Italia (2012)



Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

Dopo la battuta d'arresto osservata nel 2012 (9,2 miliardi di euro, -57% sul 2011), l'attività *cross-border* ritrova vigore nel 2013, attestandosi su un valore di 17,4 miliardi di euro per 176 operazioni completate. Le operazioni M&A ripartono grazie sia alla confermata fiducia nel nostro Paese da parte degli investitori esteri, sia alla crescita degli investimenti realizzati oltre confine da aziende italiane. Il rafforzamento dei mercati finanziari, la distensione dello scenario politico e un migliorato clima di fiducia nei confronti della nostra economia hanno contribuito, insieme alla forte disponibilità di capitali, specie sulle piazze statunitensi, a richiamare gli investimenti nel nostro Paese.

Nel 2013 le transazioni Esteri su Italia sono tornate a crescere sia in termini di volumi, saliti a 106 transazioni (in crescita del 16% rispetto al 2012), sia soprattutto di controvalore, che con un incremento dell'81% si è attestato a €13,3 miliardi. Il contributo in valore delle operazioni Esteri su Italia sul mercato italiano complessivo è così risalito dal 29% dell'anno precedente all'attuale 43%.

Le acquisizioni Italia su Esteri confermano il loro contributo all'attività M&A complessiva (il 18% del mercato con 70 operazioni, in crescita dell'11% sul dato 2012), attestandosi al 13% dell'intero mercato grazie a valori più che raddoppiati: le transazioni hanno infatti raggiunto 4,1 miliardi di euro, contribuendo al 13% del mercato M&A italiano.

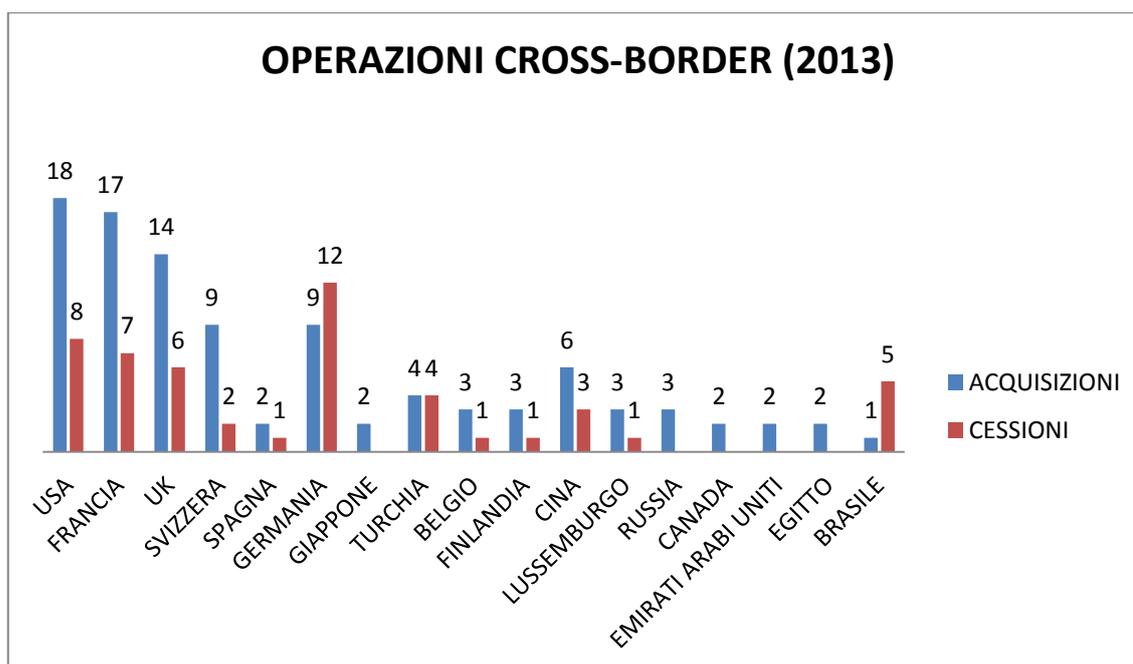
Anche nel 2013 Europa e Nord America si sono confermate le aree di investimento preferite dalle aziende italiane, tanto che il loro numero cumulato ha rappresentato l'80% dei volumi Italia su Estero complessivi, il 57% del quale (pari a 40 deal) realizzati nella sola Europa Occidentale. Germania (12 acquisizioni), USA (8), Francia (7), UK (6), Brasile (5) e Turchia (4) sono, nell'ordine, i paesi che hanno maggiormente attratto gli operatori italiani, come si può vedere dal grafico.

Analizzando invece i paesi acquirenti di aziende italiane, emerge che Gli USA nel 2013 sono risultati protagonisti assoluti dell'attività M&A Estero su Italia sia per volumi (18 operazioni completate) che per valori (3,8 miliardi di euro).

Si può osservare in particolare che gli investimenti cinesi, 6 in tutto, occupano il secondo posto della classifica con 3,3 miliardi di euro, seguiti da Francia (2,5 miliardi per 17 operazioni) e Regno Unito (1,1 miliardi per 14 deal). A seguire, il Brasile, con una transazione da 900 milioni, e la Russia (700 milioni totalizzati con 3 deal).

L'insieme delle transazioni realizzate da aziende italiane nei confronti di imprese straniere e le acquisizioni concluse dall'estero su target nazionali ha raggiunto 17,4 miliardi di euro, in crescita dell'89% rispetto all'anno precedente, pari al 56% del controvalore dell'intero mercato. Stabile invece la contribuzione in termini di volume (il 46% del totale con 176 operazioni).

Figura 2.11 Operazioni *cross-border* dei principali paesi nei confronti dell'Italia (2013)



Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

Ciò che emerge osservando i dati del 2014 è che l'attività M&A *cross-border* ha mostrato un rinnovato vigore, contribuendo a generare quasi l'80% dei valori dell'intero mercato italiano, raggiungendo 39,7 miliardi di euro (+128% rispetto al dato dell'anno precedente) a fronte di 290 operazioni completate (+65%), che hanno rappresentato il 53% dell'intera attività. Si tratta del miglior risultato registrato dal 2007, quando il *cross-border* valeva ben 88,1 miliardi di euro, e che supera i 31,7 miliardi realizzati nel 2008: la seconda miglior performance mai registrata in Italia.

Il saldo dell'attività M&A *cross-border* (112 operazioni, contro le 36 del 2013 e le 28 del 2012) testimonia ancora una volta la supremazia delle transazioni Eestero su Italia: tale attività si è attestata a 201 operazioni (+90% rispetto al dato 2013), il nuovo massimo storico, e a 26,6 miliardi di euro di controvalore, il doppio del dato dell'anno precedente e non lontano dai 28,4 miliardi raggiunti nel 2008. Il contributo in valore delle operazioni Eestero su Italia sul mercato italiano complessivo è ulteriormente aumentato, passando dal 43% del 2013 all'attuale 53%. Rilevante la crescita registrata dalle acquisizioni Eestero su Italia, pari a 201 *deal* (+90%), il cui contributo al mercato complessivo è salito al 37%, contro il 28% del 2013. Le operazioni Italia su Estero nel corso del 2014 hanno fatto registrare una *performance* particolarmente positiva, contribuendo, con 13,1 miliardi di euro (un valore più che triplicato rispetto all'anno

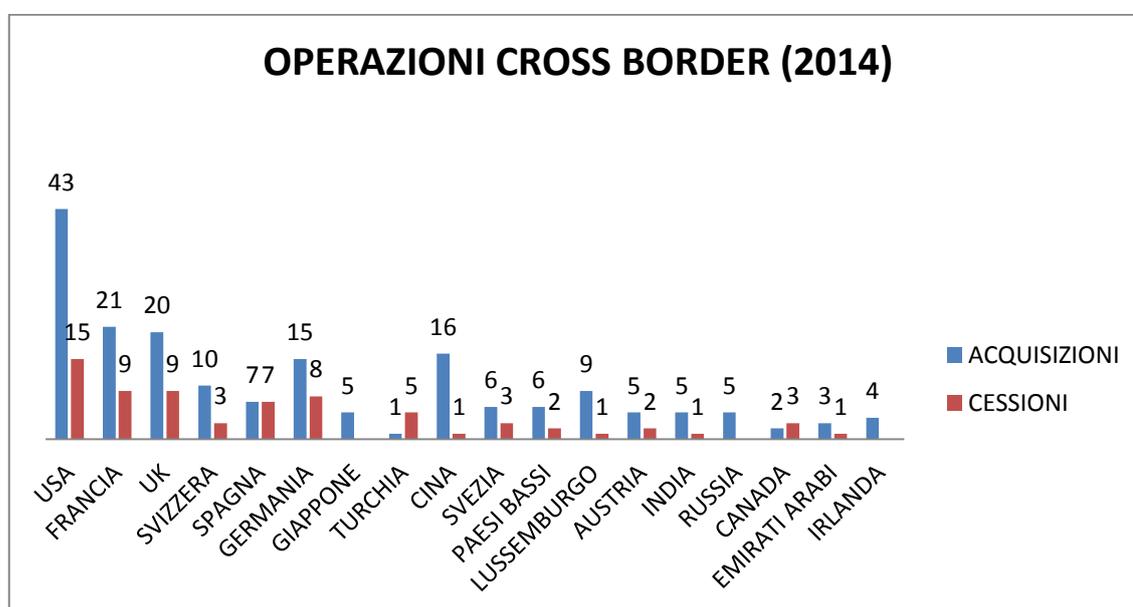
precedente), al 26% del mercato M&A complessivo (era il 13% nel 2013). In aumento anche il numero delle operazioni completate, 89 *deal* (+27%), la cui incidenza è pari al 16% dell'intero mercato. E' dall'analisi della provenienza geografica dei promotori di attività *cross-border* nel nostro Paese che emergono risultati interessanti. A colpire particolarmente sono le variazioni intervenute nei volumi e nei controvalori complessivamente realizzati da ciascun paese: in crescita le acquisizioni realizzate da investitori dell'Europa Occidentale (dai 63 deal del 2013 agli attuali 110), nonostante il loro peso relativo subisca una lieve contrazione, scendendo al 55% dal 59% dell'anno precedente. Osservando le *performance* dei singoli paesi acquisitori in Italia, come emerge dal grafico, particolarmente significativi sono gli incrementi registrati sia dalle acquisizioni realizzate da operatori statunitensi, ben 43 contro i 18 deal completati nel 2013 (+139%) per un controvalore complessivo di circa 3 miliardi di euro, sia dagli investimenti cinesi in Italia, che superano gli Stati Uniti per controvalore. La Cina, protagonista l'anno precedente di 6 acquisizioni per 3,3 miliardi di euro (in sesta posizione), è passata al quarto posto nel 2014 con 16 transazioni e circa 6,0 miliardi di controvalore (+82%). Per quanto riguarda gli investimenti italiani all'Estero, rispetto alle aree geografiche ed in linea con quanto osservato negli anni precedenti, i paesi dell'Unione Europea continuano a rappresentare le mete preferite (47 operazioni). In particolare, Europa Occidentale e Nord America si sono nuovamente confermate le aree di investimento preferite, tanto da rappresentare complessivamente il 74% dei volumi Italia su Estero complessivi. Le acquisizioni di *asset* nordamericani sono raddoppiate rispetto al 2013 (da 8 a 15 deal), innalzando al 20% il loro peso, contro l'11% dell'anno precedente. Cambia sostanzialmente la classifica dei paesi che hanno attratto maggiormente gli operatori italiani: al primo posto gli USA, che sottraggono il primato alla Germania (scesa da 12 a 8 operazioni e scivolata al terzo posto), e che precedono Francia e UK (entrambi con nove deal); seguono, nell'ordine, Spagna (7 transazioni), Turchia (5), Svezia, Svizzera e Canada (con 3 operazioni ciascuno).

Negli ultimi anni, a risultato dell'analisi condotta da AIFI¹² sulle tendenze evolutive del mercato, per le aziende la presenza internazionale è diventata una necessità di sopravvivenza, con lo scopo di cogliere le opportunità là dove si manifestano.

¹² Associazione Italiana del *Private Equity* e *Venture Capital*, "Directory M&A, l'analisi del mercato e i trend principali".

Si parla, infatti, di internazionalizzazione ed esportazioni come *driver* di crescita e in molti settori di eccellenza manifatturiera le imprese italiane sono state capaci di strutturarsi per aggredire i mercati mondiali. Questo è avvenuto specialmente dall'anno 2014, durante il quale è stata registrata una quota sempre crescente, che forse si avvia a diventare maggioritaria, di operazioni con orizzonte *cross-border*. Anche le medie imprese di eccellenza italiana si sono rivolte con rinnovato vigore alle acquisizioni internazionali, nonostante i ben noti problemi legati al "sistema Paese" e al fatto che le nostre imprese si trovino a competere con operatori extra europei che hanno una maggiore disponibilità di liquidità.

Figura 2.12 Operazioni *cross-border* dei principali paesi nei confronti dell'Italia (2014)



Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

In conclusione dell'analisi del mercato *cross-border*, ciò che diviene rilevante sottolineare è che, in seguito ad un periodo altalenante, nel 2014 il mercato ha ripreso completamente a crescere, sia dal lato delle operazioni Italia su Estero che Estero su Italia, a dimostrazione dell'importanza dei mercati internazionali per la crescita delle aziende italiane. In questo scenario, è interessante notare il ruolo dei Paesi emergenti e del Far East. Sul totale delle acquisizioni 'Estero su Italia' ormai quasi il 40% in termini di controvalore fa riferimento ad acquirenti provenienti da queste aree (era l'11% nel 2008). Un trend che fotografa il progressivo spostamento di potere economico in atto a livello internazionale e l'allargamento della sfera di influenza di questi paesi, nei confronti delle economie occidentali.

2.4 Il mercato M&A in Cina

Dall'analisi delle operazioni *cross-border* compiuta nel precedente capitolo, si nota come i Paesi delle aree emergenti stiano giocando un ruolo sempre più attivo nel mondo M&A, ancorché con ruoli e importanza diversi. Considerando infatti le aree emergenti come quelle comprendenti Africa, Sud-Est Asiatico (incluso Corea del Sud), Cina, Russia/Est Europa, India e America Latina, emerge più di tutti il ruolo della Cina: da quando questa nazione si è aperta al mondo grazie alle riforme economiche del 1978, il PIL nazionale ha fatto progressi inauditi; da lì in poi è iniziata una crescita notevole, che ha raggiunto l'apice nel biennio 2013-2014, facendo arrivare la Cina al secondo posto a livello mondiale, preceduta solamente dagli Stati Uniti. Nel 2014 cento aziende cinesi compaiono nella lista *Fortune 500*¹³, rispetto alle undici del 2000 (compreso il gigante gruppo chimico-petrolifero Sinopec, al terzo posto). Per un lungo periodo le imprese cinesi sono cresciute, guidate dalla industrializzazione e dalla urbanizzazione creando nel frattempo una forte necessità di risorse ed energia. Dal 2010 le luci dei riflettori si sono spostate sul vasto pubblico di consumatori della nazione e sul crescente consumo interno: gli operatori già attivi sul mercato mondiale grazie all'esportazione di prodotti *made in China* iniziano a guardare alle operazioni M&A come il miglior modo di importare *know-how* e importanti risorse e tecnologie, allo scopo di entrare in possesso di prodotti avanzati e *brand* forti per aumentare in termini di competitività. La Cina ha iniziato quindi a compiere una serie di M&A di successo, come la fusione di Lenovo con IBM per la produzione di computer, SAIC che ha comprato le tecnologie e piattaforme di Rover, CNCC che ha compiuto svariati *deals*. Per le imprese cinesi non è compito facile espandersi globalmente, ciò è dovuto alle barriere sfavorevoli come la non familiarità con nuovi mercati, una tecnologia e un'offerta di prodotti piuttosto standard e la percezione delle marche e dei servizi cinesi nei mercati maturi. Un'altra sfida è l'opinione pubblica negativa sulle operazioni all'estero da parte di aziende cinesi, che spesso vengono con fabbriche e posti di lavoro mantenuti dal loro paese. Le opportunità di espandersi sia in mercati maturi che emergenti derivano quindi dall'acquisizione di aziende occidentali, offrendo una serie di prodotti e servizi a misura dei consumatori e dai requisiti di business in ogni mercato, dalle fasce più alte a quelle basse, da quelle di alta qualità a quelle di minore qualità.

¹³ La classifica *Fortune Global 500* è una lista dei primi 500 gruppi economici mondiali, stilata in base al fatturato; a lista è compilata e pubblicata ogni anno dalla rivista Fortune. (Fonte: Fortune, Global 500)

Evidenze mostrano, comunque, che molte operazioni non hanno creato valore, in quanto le aziende cinesi sono state costrette a pagare più di quanto programmato o non sono state in grado di sfruttare le sinergie operative, e nonostante il crescente numero di operazioni a livello globale negli ultimi anni molte M&A ancora non stanno creando molto valore. Nel tentativo di ottenimento di espansione all'estero, infatti, molte aziende non riescono ad evitare le trappole più comuni.

Analizzando in prima istanza il ruolo dei Paesi emergenti come acquirenti di società estere, appare evidente il ruolo attivo dimostrato dagli operatori cinesi che hanno compiuto operazioni su società internazionali per oltre 96 miliardi di dollari, diventando oggi, come area geografica, il terzo acquirente mondiale (dopo Nord America e Europa) nel mondo del M&A, superando sia Giappone (le cui società hanno effettuato operazioni internazionali per circa 61 miliardi di dollari) che UK (95 miliardi di dollari). Inizialmente, gli acquirenti cinesi hanno concentrato la loro attenzione sui mercati limitrofi: piuttosto numerose si sono rivelate le operazioni avvenute tra Cina, Hong Kong, Macao, Taiwan e altri paesi orientali, per 33 miliardi di dollari, mentre, dopo il Nord America, il terzo mercato di sbocco dei loro investimenti è stata l'Africa, dove gli operatori cinesi nell'ultimo anno sono stati i primi investitori con circa 10 miliardi di dollari di acquisizioni, pari a oltre il 40% del totale investito nel continente. Il motivo evidente di questa tendenza risiede nella necessità di acquisire l'accesso alle risorse naturali del continente africano (settore minerario, *oil & gas*) e di posizionarsi nello scacchiere geopolitiche dell'area. Altri settori sono previsti in sviluppo e oggi stanno acquisendo un ruolo maggiore in termini di investimento: le telecomunicazioni rappresentano un settore chiave del continente, nel quale il salto alla telefonia mobile consente oggi numerose opportunità di mercato. Il settore turistico e quello dei beni di largo consumo, così come il settore dei servizi (finanza, *real estate*, assicurazioni) è ancora sostanzialmente da sviluppare nel continente. In tale ambito, peraltro, proprio il supporto tecnologico e l'infrastruttura di telecomunicazioni può permettere, ad esempio, anche ai soggetti lontani dai principali centri abitati di gestire le proprie finanze elettronicamente, informarsi, aumentare il proprio livello di istruzione, migliorare il livello di assistenza sanitaria. Allo stesso modo la crescita del credito privato può consentire a nuovi business di nascere e crescere.

2.4.1 Andamento del mercato M&A cinese

Osservando la crescita cinese degli ultimi decenni, le operazioni di M&A sono passate da 69 nel 2000 a più di 1.300 nel 2013: le acquisizioni cinesi rappresentano di gran lunga la maggiore quota tra tutte quelle effettuate dai paesi sviluppati. Nel 2014, per quanto riguarda le operazioni in America del Nord ed Europa, gli Stati Uniti hanno rappresentato il target principale (14%), seguite da Germania e Regno Unito (12% ognuna). Prima del 2005, c'erano poche operazioni di acquisizione su estero da parte di *acquiror* cinesi con America ed Europa, ma a partire da quel momento sia il volume che il controvalore di queste sono saliti alle stelle. Le motivazioni alla base di questo tipo di operazioni e alla base della scelta di *target* di suddetta provenienza sono principalmente quattro, come si può notare nella tabella. Per esempio, il miglioramento della posizione di mercato e l'ottenimento di prodotti di alta qualità, con un focus particolare sull'industria meccanica e componenti (24%), *utilities* (12%) e *automotive* (12%).

Tabella 2.14 Motivazioni delle M&A cinesi

Motivazione M&A	
Fattori di potenziamento	<ul style="list-style-type: none">• Brand: Aggiunta di un brand di alta qualità per migliorare la crescita di mercato in Cina e a livello internazionale e per migliorare la reputazione• Prodotti: Espansione in nuovi segmenti di mercato con i clienti esistenti mediante una strategia <i>cross-selling</i> per prodotti sia di alta che media tecnologia anche fuori dalla Cina• Tecnologia: Acquisizione di importanti tecnologie e prodotti per mirare alla leadership di mercato
Entrata in Nuovi Mercati	Crescere fuori dalla Cina e ridurre il rischio di iniziative di crescita organiche con scarso successo
Risorse	Assicurare l'accesso a risorse naturali chiave

Fonte: Nostra elaborazione su dati A.T. Kerney

Analizzando il mercato M&A cinese, come fatto a livello globale e italiano con i dati disponibili, è possibile partire dall'anno chiave 2011: l'anno in cui si sono registrati nuovi record di valore (+42%) con 117 miliardi di dollari e di volumi (+26%) con 1.317 operazioni.

Durante questo anno l'attività in Cina ha rappresentato il 5% del controvalore mondiale, entrando in vari settori: alimentare, chimica, infrastrutture, materiali per l'industria. L'Industrial Market è risultato il primo settore del mercato M&A in Asia Pacifico, seguito da *Financial Services* e *Consumer Markets*.

Considerando sia gli investimenti esteri aventi ad oggetto aziende asiatiche sia le acquisizioni effettuate dalle aziende dell'area, nel 2012 il mercato M&A asiatico raggiunge 490 miliardi di dollari per 7.810 operazioni completate: il mercato cinese mostra segni di tenuta con 111 miliardi di dollari di controvalore e 1.517 operazioni concluse. La spinta alla crescita su dimensione internazionale delle aziende cinesi si ritrova ben oltre i confini nazionali e della propria area, interessando tutti i settori. Le operazioni Cina su Estero sono state 159 e hanno interessato, come l'anno precedente, vari settori, per un totale di 28 miliardi di dollari. In particolar modo la domanda di energia e la sicurezza delle fonti di approvvigionamento continuano ad essere *driver* importanti per l'attività M&A, così come la necessità di acquisire il *know-how* tecnologico per procedere all'estrazione di gas e petrolio sul mercato interno. Risultano importanti anche il comparto di materie prime non energetiche e il *Consumer Markets*.

Nel 2013 il rallentamento nella crescita delle economie asiatiche ha influenzato anche l'attività M&A, il cui contributo al mercato mondiale è sceso in valore sotto il 20%. Il mercato cinese rappresenta però l'eccezione, registrando livelli record di attività M&A: le 1.575 operazioni realizzate (+4% sul dato 2012) per un controvalore complessivo di 132 miliardi di dollari (+18%) rappresentano infatti i valori più alti mai registrati. Sul fronte delle acquisizioni Cina su Estero, invece, si registra un arretramento dell'attività, con valori di poco inferiori a quelli registrati l'anno precedente (26 miliardi di dollari) a fronte di 132 operazioni (-17%).

Torna a crescere l'attività M&A nel 2014 nei paesi asiatici, sulla spinta soprattutto dei nuovi record fatti registrare dal mercato cinese. Il mercato M&A in Asia Pacifico ha completamente riassorbito i cali di attività osservati nel biennio precedente: le 6.967 operazioni completate (+6% rispetto al dato 2013) hanno raggiunto complessivamente 474 miliardi di dollari (+34%), uguagliando il massimo storico registrato nel 2011. Il positivo risultato è confermato anche considerando il mercato M&A dell'Asia Pacifico nella sua interezza, in modo da includere sia gli investimenti esteri aventi per oggetto imprese asiatiche che le acquisizioni effettuate all'estero dalle aziende dell'area (*M&A*

completed, target or acquiror), i cui valori si sono attestati a 579 miliardi (+28%) ed a 7.808 *deal* completati (+8%).

Il mercato M&A in Cina segna nel 2014 nuovi traguardi sia in termini di controvalore, che con 207 miliardi di dollari (+57% sul dato 2013) ha rappresentato l'8% dell'attività mondiale, sia per volumi, giunti a 1.803 operazioni completate (+15%) e al 6% mondiale. Nuovo record anche per le acquisizioni cinesi all'estero, che, con 173 *deal* completati (+31%), si sono attestate a 38 miliardi di dollari (+42%).

2.4.2 Il ruolo della Cina per il mercato M&A italiano

Dall'analisi appena conclusa, scaturisce in particolare l'importanza della Cina per il mercato M&A italiano: nel 2014 le operazioni cinesi in Italia sono quasi triplicate rispetto all'anno precedente; nonostante un'interruzione nel biennio 2010-2011, anche le acquisizioni italiane in Cina risultano, a nostro parere, interessanti da approfondire.

Tuttavia, mentre per le nostre imprese l'accesso al credito continua ad essere problematico (anche se i buoni progetti industriali riescono, generalmente, a reperire le risorse finanziarie necessarie), i principali *competitor*, cioè quelli americani e asiatici, hanno oggi una notevole abbondanza di liquidità che li spinge ad applicare multipli che, in alcuni casi, hanno raggiunto, se non superato, quelli utilizzati fino al 2007. Al di là degli *slogan* un po' propagandistici a difesa dell'italianità delle aziende, non si può non notare che l'interesse di grandi gruppi industriali e finanziari verso le nostre imprese è anche un sintomo di una ritrovata fiducia verso il nostro Paese e di un riconoscimento dell'importante capacità manifatturiera da valorizzare sempre più in tutte le sue declinazioni, dall'alimentare al mobile, dalla meccanica al sistema moda. Il "saper fare" italiano è, con il turismo, la principale risorsa per garantire un futuro alle generazioni, le quali stanno perdendo ultimamente sempre più fiducia nel nostro Paese. Un'altra importante tendenza in atto è quella del riequilibrio di forza tra compratori e venditori: se prima della crisi il mondo era inequivocabilmente dei venditori, oggi è inequivocabilmente dei compratori. Soprattutto in Europa, c'è ampia disponibilità di società in vendita, sia perché fiaccate dalla crisi, sia per non essere riuscite ad effettuare il passaggio generazionale, mentre i compratori veri, cioè quelli che hanno le risorse finanziarie e manageriali disponibili, non sono tantissimi e sono sempre più concentrati (Filippo Guicciardi – Andrea Scarsi, 2014).

Negli ultimi anni in Cina si è assistito ad un incremento significativo delle operazioni di fusione ed acquisizione (M&A): irrilevante fino a dieci anni fa, il mercato delle operazioni straordinarie è cresciuto rapidamente all'interno dello scenario economico cinese, offrendo interessanti opportunità agli investitori stranieri interessati a penetrare nel mercato domestico. Ciò è dovuto principalmente al fatto che il governo cinese abbia alleggerito le procedure legali che rendevano difficile alle società straniere intraprendere attività di fusione e acquisizione e viceversa. La base giuridica cinese che riguarda le M&A si è, infatti, rapidamente adeguata al mercato moderno: il sistema legale cinese che regola gli investimenti ha però obiettivi contraddittori; da una parte, infatti, i cinesi vorrebbero proteggere le società statali dall'afflusso di forti competitori globali, dall'altra, trarre vantaggio dalle opportunità offerte dalla società e dalle tecnologie occidentali. In questo modo, nonostante le regole per gli investimenti diventino gradualmente sempre più chiare, ci sono ancora contraddizioni e lacune legislative che possono ostacolare coloro che sono intenzionati ad investire in Cina. I dati mostrano tuttavia che la distensione di molti regolamenti che in passato limitavano l'accesso di investitori stranieri, l'aumento delle vendite delle società statali e la ristrutturazione che molte FIE in Cina stanno compiendo per far fronte ai mutati scenari d'investimento hanno fatto crescere le opportunità di M&A. L'entrata della Cina nel WTO e, successivamente, le riforme economiche e l'enorme crescita del Paese, hanno infatti generato un clima favorevole per le operazioni di M&A. Le riforme economiche hanno permesso l'apertura progressiva di alcuni settori, in precedenza protetti, agli investimenti diretti esteri al fine di concedere, quindi, agli investitori un accesso quasi integrale al mercato domestico. Per un potenziale investitore straniero che mira ad un accesso diretto al mercato cinese, risulta preferibile un'operazione di M&A rispetto ad un investimento *greenfield*, sia stabilendo una piattaforma produttiva in loco che puntando al solo mercato domestico in forte espansione.

La riforma del mercato cinese è stata accompagnata dalla ristrutturazione delle aziende a controllo statale (le SOE – *State Owned Enterprises*); in alcuni settori, il Governo cinese ha iniziato una politica di consolidamento di tali aziende, allo scopo di creare gruppi conglomerati che potessero competere a livello mondiale. In altri settori, invece, lo Stato ne ha ridotto la propria partecipazione con l'obiettivo di razionalizzarne la struttura, notoriamente in eccesso di *asset* e capacità produttiva, tramite la cessione parziale o totale a privati e le conseguenti operazioni di ristrutturazione.

A conseguenza di tale fatto, sono emerse nuove ed interessanti opportunità per le aziende straniere che intendono investire in Cina (ad esempio, acquisendo e ristrutturando un ramo di un'azienda statale) e si prevede che le occasioni in tale segmento non mancheranno soprattutto nei prossimi anni. Operazioni di M&A che offrono accesso immediato a un mercato interno molto competitivo stanno diventando un'alternativa sempre più interessante; inoltre, gli investimenti diretti all'estero per attività di M&A stanno vedendo una forte espansione, poichè sempre più società cinesi hanno sia il bisogno che la capacità di perseguire opportunità al di fuori del proprio paese. In precedenza, la maggior parte degli investitori stranieri costituivano società a investimento straniero in Cina in maniera tradizionale, ovvero cercando ubicazione, facendo domanda per ottenere la licenza e così via; recentemente, una fetta sempre maggiore usa strategie di M&A con entità preesistenti nel territorio.

Oggi, nel mercato cinese, le fusioni e acquisizioni presentano molti vantaggi rispetto alla costituzione di nuove società; gli investitori possono evitare lunghe procedure burocratiche e analizzare la situazione molto più velocemente, venendo a conoscenza dei problemi esistenti e preparandosi per il mercato specifico in cui andranno ad operare. Per far ciò, è necessario che le società straniere in cerca di acquisizioni capiscano il mercato cinese, il processo e le norme che regolano i procedimenti amministrativi e di *compliance* in Cina e, ovviamente, comprendere meglio il valore e il prezzo di ciò che stanno acquisendo, portando avanti un migliore processo di valutazione dei vantaggi e delle sinergie che possono derivare da tali operazioni.

Il quadro normativo applicabile alle operazioni straordinarie prevede l'obbligo da parte di un investitore straniero di operare in Cina attraverso quattro possibili modalità di investimento di tipo FIE (*foreign investment enterprise*): *sino-foreign equity joint venture*, *sino-foreign cooperative joint ventures*, *wholly foreign-owned enterprises* o *foreign investment enterprises limited by shares*. La durata del procedimento di approvazione, necessario per qualsiasi operazione di M&A in Cina, dipende dalla struttura della transazione, dalla società *target* e dal valore negoziato. La regola generale prevede che le operazioni con investimento totale superiore a 100 milioni di dollari (in settori incoraggiati/permessi) o a 50 milioni (in settori protetti), richiedono l'approvazione del MOFCOM (*Ministry of Commerce of the People's Republic of China*) e del SDRC (*State Development and Reform Commission*).

Inoltre, affinché la società in seguito all'operazione sia qualificabile come FIE, è necessaria una partecipazione estera pari almeno al 25% del capitale post acquisizione, o investimento di nuovi capitali di ammontare pari al 25% della società post acquisizione. Per livelli inferiori a tali soglie, la normativa prevede l'approvazione dell'operazione da parte di filiali regionali o provinciali dei Ministeri (Tedeschi 2007).

Esistono eccezioni specifiche alla regola generale, che dipendono dalla natura del progetto e dal settore di investimento e richiedono un livello maggiore di approvazioni da parte di altre istituzioni. In particolare, le novità chiave del nuovo regolamento sono le seguenti: il ruolo centrale del Ministero del Commercio (MOFCOM) in qualità di Autorità vigilante su operazioni straordinarie anti-trust; il MOFCOM ha facoltà di decisione su ristrutturazioni da parte di società straniere in Cina, operazioni di finanziamento, fusioni, acquisizioni e quotazioni in Borsa; l'applicazione di regimi differenziati in base alla forma societaria della società target; il trattamento differenziato in base alla forma legale è una pratica abbastanza comune in Cina. Tali regole, tuttavia, non si applicano alle acquisizioni di società quotate, le quali hanno invece una propria disciplina differenziata in base alla tipologia di azioni negoziate; in base al tipo di operazione ed in base alla natura della società target, l'operazione può portare al coinvolgimento di altre agenzie. Con la normativa 2006, è prevista una nuova tipologia di pagamento per gli investitori stranieri: oltre al normale versamento di capitale (previa verifica ed approvazione da parte del SAFE), è possibile utilizzare anche azioni attraverso *share swaps*, ben definite in termini di requisiti (MOFCOM 2006).

2.4.3 Le tipologie di M&A possibili in Cina

Secondo la norma in vigore, un investitore straniero può scegliere tra tre diverse tipologie di transazione di tipo M&A: acquisto di partecipazione al capitale (*equity purchase*); acquisto di ramo d'azienda (*asset acquisition*); fusione societaria (*Statutory merger*). La scelta della tipologia di acquisizione dipende da alcune considerazioni, quali, ad esempio: le condizioni finanziarie della società target, i requisiti di approvazione governativa, la necessità del consenso di terzi, la trasferibilità dei beni e le conseguenze fiscali dell'operazione (Corrado Gotti Tedeschi, 2015). L'opzione di acquisto di azioni permette ad un investitore straniero di entrare direttamente o indirettamente nel capitale (tramite aumento del capitale registrato e sottoscrizione di nuove azioni o tramite acquisto di azioni) di una società target; quest'ultima mantiene

generalmente la propria natura legale ma avviene un trasferimento a livello di controllo societario. L'acquisizione indiretta è generalmente effettuata nel caso di partecipazione in una FIE dall'estero; questo è un metodo privilegiato, per il quale la cessione di azioni detenute da un veicolo societario non richiede alcuna approvazione da parte delle Autorità e non fa scattare i diritti di prelazione degli altri azionisti previsti dalla legge. La transazione pertanto viene trattata come una normale acquisizione di azioni estero su estero, senza alcuna implicazione legale in Cina. In caso di acquisizione diretta, l'investitore straniero acquista una partecipazione in una FIE o in una società cinese da un titolare straniero o cinese oppure, in alternativa, versa nuovo capitale registrato sottoscrivendo nuove azioni. L'acquisto diretto di una partecipazione in una FIE richiede la valutazione e l'approvazione dell'Autorità cinese che in precedenza aveva approvato la costituzione della FIE stessa; in tal caso, gli altri soci avranno diritto di prelazione. Nel caso in cui, invece, l'acquisizione di una partecipazione riguardi puramente una società locale, sarà richiesta la conversione di quest'ultima in una FIE con conseguente trasformazione della propria natura legale. La legge prevede inoltre la possibilità di strutturare l'operazione come acquisizione di un ramo d'azienda, in cui è previsto che un'azienda rilevi una quota di attività e passività da una società target, pagando un prezzo direttamente a quest'ultima. Sebbene tale operazione richieda più tempo, è sicuramente di maggiore appeal in quanto risulta difficile identificare chiaramente le passività da trasferire (notoriamente una variabile critica nel contesto cinese, come descritto in precedenza). Le società straniere non possono operare in Cina attraverso un ramo d'azienda e pertanto si rende necessaria la creazione di un veicolo legale cinese (SPV – *special purpose vehicle*, delle società offshore controllate direttamente o indirettamente da società o entità cinesi, hanno il compito di supportare questo tipo di operazioni *offshore/onshore* M&A) a supporto dell'operazione nel momento di esecuzione di quest'ultima. Il capitale registrato versato per la costituzione del veicolo viene utilizzato per acquisire il ramo d'azienda; successivamente, per portare a termine tale operazione è necessario un considerevole lavoro di relazione con i diversi enti governativi, che include l'analisi di accordi con i creditori e con dipendenti. La norma emessa nel 2003, "The Provisions on the Merger and Division of Foreign Investment Enterprises", regola le fusioni tra FIE e società domestiche. La normativa cinese prevede diverse tipologie di fusioni, le principali sono due: la fusione per incorporazione attraverso la quale la società incorporante acquisisce le attività e passività dell'incorporata e la fusione che conduce alla costituzione di una nuova

società con valori ereditati dalle precedenti. La fusione è soggetta diverse requisiti: l'accordo deve prevedere specifiche clausole, il capitale registrato della società risultante deve essere interamente versato, le parti devono prevedere il trattamento dei dipendenti post-fusione, i creditori devono essere informati ed hanno il diritto di richiedere il pagamento dei debiti residui o la presentazione di adeguate garanzie come condizione per l'esecuzione dell'operazione. L'investitore straniero dovrà possedere almeno il 25% del capitale registrato della società post-acquisizione affinché la stessa possa qualificarsi come FIE e fruire dei benefici fiscali e doganali conseguenti. In Cina, la fusione per incorporazione è soggetta ad un processo di approvazione in diverse fasi (*multi-step approval process*) e risulta essere una transazione tipicamente *time consuming*: è necessario richiedere un'approvazione preliminare da parte delle Autorità governative della società incorporante e della società incorporata ed un'approvazione finale da parte dell'Autorità della incorporante.

2.4.4 Il processo di valutazione di un'azienda cinese

La valutazione di un'azienda cinese comporta un procedimento complesso e problematico. Dal punto di vista esclusivamente finanziario, una delle principali ragioni di tale difficoltà risiede nel fatto che esistono poche transazioni comparabili e società quotate da utilizzare come *benchmark* e come storico per settore. Il potenziale acquirente che vuole evitare un'analisi distorta ed errata, deve considerare i diversi scenari dei potenziali sviluppi del settore in questione. Un metodo ideale è l'utilizzo di differenti criteri di valutazione, che possano dare al potenziale acquirente un certo grado di flessibilità, e verificare le possibili conseguenze di una scelta in ipotesi future e, quindi, in maniera prospettica, senza eccedere nel sovrastimare le potenzialità del mercato cinese. In Cina, solo circa 1 transazione su 5 prosegue oltre la fase di *due diligence* (rispetto al rapporto 1 su 2 riscontrato nei mercati occidentali); questo è dovuto a frequenti difficoltà che insorgono in seguito alle prime trattative, spesso insormontabili. Le differenze tra Governo centrale, Amministrazioni locali ed Enti di vigilanza nell'interpretazione e nell'implementazione delle norme incrementano il margine di incertezza e la discrezionalità delle scelte degli Uffici locali. Le informazioni necessarie per portare a termine tale processo sono inaffidabili e devianti (la valutazione della società target è resa complicata da pratiche contabili poco attendibili).

I sistemi IT delle aziende cinesi sono inefficaci, i database aziendali sono spesso carenti o inesistenti; Il sistema legislativo ed i requisiti di legge sono spesso poco chiari e frutto di interpretazioni delle varie Autorità locali o nazionali. Una delle peculiarità delle dinamiche del mercato cinese consiste nel fatto che il controllo societario non è strettamente commisurato alla quota di partecipazione nell'azienda, come invece è prassi comunemente riconosciuta nel resto del mondo. In Cina, non è permesso ad un investitore straniero l'acquisizione di una quota di maggioranza in un'azienda. Tale divieto riguarda oltre 25 settori industriali, tra cui: il bancario, telecomunicazioni e *manufacturing*. Nei casi in cui l'investitore straniero non riesca ad acquisire una partecipazione di maggioranza, si pone la questione di esercitare il controllo in altri modi: per esempio, strutturando l'operazione di acquisizione in modo che venga attribuita all'investitore un'adeguata rappresentazione al interno Consiglio di Amministrazione o il diritto ad occupare cariche influenti come il *chief financial officer* o il *chief technology officer*. Le immobilizzazioni iscritte a bilancio della società cinese possono essere di proprietà di società collegate/terze parti o certe attività possono essere gravate da di riti di terzi, in pegno od oggetto di garanzia per finanziamenti ottenuti da società collegate. Diverse società cinesi di nuova costituzione non presentano adeguata documentazione a supporto della proprietà degli immobili. I potenziali acquirenti devono accertarsi dell'effettiva proprietà degli immobili, devono indagare sulle possibili operazioni con società correlate devono accertare se gli immobili in fase di acquisizione siano o meno oggetto di garanzia reale. Generalmente alle società cinesi è consentito utilizzare un oggetto sociale specifico per lo svolgimento dell'attività, così come previsto dallo Statuto e dalla *business licence*. Per alcune tipologie di attività è richiesta un'autorizzazione governativa specifica e la normativa cinese non permette il trasferimento in automatico della licenza a seguito di operazioni straordinarie. Inoltre, la proprietà da parte di un investitore straniero spesso influisce pesantemente sul processo di rinnovo della *business licence*. L'"Explanation on the Draft Property Law", un corpus di 1 articoli, elenca i beni inalienabili: le risorse naturali e le infrastrutture appartenenti allo Stato, i dipartimenti governativi, le istituzioni sponsorizzate dallo Stato. La recente bozza di riforma sulla proprietà privata, in via di approvazione da parte dell'Assemblea nazionale del popolo (l'organo legislativo), prevede una maggior protezione della proprietà statale ed il riconoscimento giuridico di tre tipologie di proprietà: la proprietà statale, la proprietà collettiva, la proprietà privata individuale.

In Cina la terra è di proprietà statale e quindi, per poter operare, una società deve preventivamente acquistare i *land use rights*. La proprietà di un immobile è marginale rispetto al possesso del diritto sul terreno, su cui l'immobile è stato edificato. Qualora il socio cinese effettuasse un conferimento di capitale, è necessario comprendere se il conferimento include il diritto sul terreno o meno. La parte acquirente può tutelarsi da potenziali passività nascoste, richiedendo alla parte cedente la firma di un accordo collaterale di risarcimento/accollo da utilizzarsi, per un periodo di tempo predefinito, nell'ipotesi in cui emergessero debiti preesistenti della società vantati da terzi sconosciuti al momento dell'operazione. Altro aspetto da considerare sono i differenti regimi fiscali e finanziari ed i benefici concessi dall'amministrazione locale o dal governo centrale, in base al tipo di società target e successivamente post-acquisizione. Secondo un recente sondaggio dell'Economist Intelligence Unit (EIU) è emerso che il 67% degli intervistati (231 tra members, chief executives e chief financial officers, cinesi e stranieri) ritiene che l'integrazione culturale sia uno dei fattori critici di successo all'interno di un'operazione M&A. Gli incentivi spesso decadono, in quanto non trasferibili, qualora l'azienda cambi tipologia societaria (nel caso di acquisizione da parte di investitore straniero, tale evento si verifica spesso in quanto si passa al regime di FIE, disciplinato in maniera differente rispetto alle società locali). La difficoltà nel concludere con successo un'operazione straordinaria in Cina è in parte riconducibile al gap culturale tra l'Occidente e la Cina, considerato molto spesso come marginale dagli investitori stranieri. Gli aspetti culturali di cui la società cinese odierna è permeata, e che quindi devono essere considerati quando si valuta il processo di valutazione integrazione, sono i seguenti:

- 1) I rapporti gerarchici: visione confuciana secondo la quale c'è un obbligo sociale verso l'autorità pubblica e la famiglia che ciascuno deve rispettare, in osservanza del proprio ruolo nell'ordine sociale;
- 2) Il collettivismo: i cinesi premettono gli obiettivi ed i bisogni del gruppo ad obiettivi e necessità individuali; essi tendono a creare dei gruppi di lavoro con chiari compiti loro assegnati piuttosto che a singoli individui;
- 3) Il *guanxi*: è la relazione di mutuo beneficio che genera un legame duraturo tra individui. Esso prevede che un individuo farà un favore ad un'altra persona

nel'aspettativa che la persona che riceve l'aiuto sia poi "obbligata" a fornire una non specificata assistenza futura quale corrispettivo;

4) L'importanza della *facia* (reputazione): l'importanza dell'immagine esteriore è importante per i cinesi ed è legata solo al ruolo che essi sentono di dover svolgere e che dà loro una "faccia" (esempio: l'estrema importanza data alla business card come segno di appartenenza ad un gruppo, segno di identità);

5) L'approccio comunicativo: stile di comunicazione indiretto, piuttosto che preferire il dialogo diretto i cinesi generalmente preferiscono essere "più educati ma vaghi". L'espressione delle emozioni viene scoraggiata poiché denota mancanza di disciplina;

6) Difficoltà nel rispetto della Proprietà Intellettuale: secondo la cultura confuciana bisogna condividere ciò che si produce con il proprio gruppo e con la società in genere, di conseguenza le violazioni dell'IPR non sono considerate un "furto" (Ahn J. 2006).

Risultano evidenti i notevoli sforzi da parte delle Autorità cinesi nello sviluppo del quadro normativo delle operazioni di M&A; la nuova normativa cinese ha incrementato notevolmente le tipologie di operazioni straordinarie permesse, in linea con gli impegni presi attraverso le negoziazioni in seno al WTO. Tuttavia, appare chiara la volontà da parte del MOFCOM di imporre ulteriori requisiti di approvazione verso tutti i tipi di operazione straordinaria, dimostrando conseguentemente un'inequivocabile tendenza centralizzatrice da parte delle Autorità governative sulla vita economica del Paese. Nei prossimi anni la Cina continuerà ad attrarre l'interesse degli investitori esteri: questo dovrà essere garantito da un chiaro sistema di norme che disciplinano le operazioni di acquisizione e fusione. Rimane a carico degli investitori stranieri l'onere di svolgere un'accurata valutazione, alla luce dei diversi fattori critici insiti in un'operazione di M&A nel complesso panorama cinese. Gli investitori stranieri dovranno impegnarsi con meticolosità a strutturare un'adeguata pianificazione dell'operazione che tenga conto di tutte le fasi legate al processo di acquisizione: da quella preliminare (analisi e valutazione della fattibilità di un'acquisizione in considerazione del target), a quella post-acquisizione (concretizzazione degli obiettivi comuni dell'acquirer e della società target volti al consolidamento societario). In conclusione, un'integrazione di lungo termine tra le due parti è possibile se gli obiettivi sono i seguenti: visione ed ambizioni comuni, condivisione sulle priorità riguardanti le operazioni ed i processi, una singola struttura organizzativa, un sistema manageriale e culturale unificato (Tedeschi 2007).

3 ANALISI DELLE M&A *CROSS-BORDER* ITALIA - CINA (2008-2016)

Nei capitoli precedenti sono stati illustrati i principali concetti di analisi delle operazioni M&A e le tecniche per la misurazione delle performance delle imprese in esse coinvolte e sono stati analizzati il mercato M&A globale e italiano. Alla luce di quanto emerso, è stato affermato con decisione che la Cina sia sempre più protagonista del mercato economico mondiale e italiano in particolare.

Cresce sempre più, infatti, la presenza cinese nelle nostre imprese e nel nostro business: spesso le acquisizioni effettuate da imprese provenienti da paesi emergenti, come la Cina, sono considerate più una minaccia che un'opportunità per il sistema economico domestico. Ma molti governi occidentali hanno iniziato a mutare atteggiamento, considerando sempre più le operazioni di investimento - soprattutto se in forma di acquisizione - come un'opportunità di rilancio per settori ed aziende mature. Si è iniziato a comprendere come queste operazioni possano offrire, se ben programmate e correttamente impostate, nuove opportunità alle imprese domestiche. Oltre alle vitali disponibilità liquide, i cinesi possono infatti garantire l'immediato accesso al mercato asiatico, il più interessante e promettente a livello mondiale. Se lette in ottica di integrazione dei vantaggi competitivi reciproci, le acquisizioni possono infatti consolidare e rafforzare le imprese nazionali, spesso troppo fragili e piccole per affrontare la competizione globale. L'incognita principale riguarda però la capacità delle imprese di gestire le aziende acquisite in modo efficace e coerente con le diverse logiche di business: oltre a dover favorire la massima integrazione tra culture, stili di vita, modalità di lavoro differenti, è necessario dimostrare di essere in grado di assorbire e far propri i modelli di gestione occidentali e orientali con cui poter affrontare i mercati mondiali. L'impostazione delle fasi pre-acquisizione e la programmazione dei processi di integrazione di risorse umane e strumenti gestionali divengono momenti critici. Messi da parte preconcetti, sospetti e timori nei confronti dello "shopping" cinese in Italia, resta comunque il problema di un sistema paese che si mostra molto spesso inadeguato ad accogliere le opportunità offerte dagli investitori cinesi e, più in generale, stranieri, per i soliti problemi legati alla carenza infrastrutturale e all'eccessiva burocrazia, oltre che per la sostanziale assenza di una chiara e sistematica politica di gestione delle opportunità d'investimento dall'estero. Il capitolo che segue è incentrato

sull'indagine empirica effettuata su dati delle operazioni di acquisizioni e fusioni Italia-Cina, con l'obiettivo di delineare il fenomeno e comprendere da un lato le motivazioni che spingono a compiere M&A e dall'altro le opportunità che possono essere sfruttate dalle aziende italiane, e si conclude con l'individuazione dell'azienda su cui sviluppare un caso pratico di esempio di creazione di valore tramite un'operazione di questo tipo.

3.1 I dati e il campione oggetto di analisi

Per iniziare a costituire l'analisi è stato necessario partire dai dati emersi dai *report* KPMG sulle operazioni *cross-border*, che hanno registrato il numero di operazioni di acquisizioni/cessioni tra Cina e Italia, come riassunto nella tabella 3.1. Osservando tali dati, infatti, abbiamo trovato una sempre maggiore incidenza della Cina sul mercato M&A italiano, che ci ha portato a interrogarsi sul fenomeno e su quanto, effettivamente, il numero di questo tipo di operazioni sia variato prima e dopo la crisi e sulle cause e le conseguenze di tale crescita.

Tabella 3.1 La crescita del numero di M&A tra Italia e Cina

	2011	2012	2013	2014
M&A CINA/ITALIA	4	3	6	16
M&A ITALIA/CINA	0	0	3	1
TOTALE	4	3	9	17

Fonte: Nostra elaborazione su dati KPMG

In un secondo momento, si è quindi proceduto con la ricerca di dati dettagliati sulle operazioni concluse (*deals*) e sulle imprese (quotate) che hanno svolto il ruolo di acquirenti. I dati riguardanti le trattative avvenute sia sul mercato italiano che su quello cinese sono stati ricercati nel database di Thomson Financial (Reuters): Thomson One Banker. Da esso sono stati estratti i dati riguardanti le trattative completate nell'arco temporale predefinito (2008-2016): in un primo tempo è stata effettuata la ricerca di *acquiror* italiane con *target* cinesi; successivamente, ricerca di *acquiror* cinesi con *target* italiane. Dai risultati del *database* è possibile ricavare informazioni anagrafiche sul *deal*, quali la data di annuncio e la data effettiva, i settori operativi di appartenenza delle imprese coinvolte, il tipo ed il valore del *deal*, gli eventuali *advisor* coinvolti, ecc. Grazie a questa tipologia di informazioni tratte dalla piattaforma, è stato possibile costruire una lista di imprese (di cui sono disponibili informazioni pubbliche): la prima lista riguarda imprese cinesi che hanno compiuto tali operazioni in Italia; la seconda riguarda imprese italiane che hanno compiuto operazioni di questo tipo in Cina. Analizzandole, è stato possibile fare alcune considerazioni sui settori, sulla quota di partecipazione e sul valore e il tipo di *deal*. Di seguito vengono illustrati i risultati emersi dalla ricerca, con le varie considerazioni, prima per quanto riguarda le aziende cinesi con *target* italiane, in seguito le aziende italiane con *target* cinesi.

L'analisi, come già detto, viene divisa in due parti: nella prima parte, il focus è sulle operazioni svolte da imprese cinesi in Italia, mentre nella seconda vengono analizzate le operazioni svolte in Cina da imprese italiane. Il periodo di analisi va dall'anno 2008 ad oggi: è stato scelto di partire dal 2008 in quanto il 2006 è l'anno delle riforme in tema di M&A cinesi e il 2008 l'anno in cui si inizia a compiere operazioni del genere, quindi l'anno chiave a partire dal quale si afferma sempre più l'importanza del fenomeno. Dalla ricerca è emerso che il campione totale è caratterizzato da 28 aziende cinesi che hanno compiuto tali operazioni in Italia e 14 aziende italiane che hanno compiuto tali operazioni in Cina, come riassunto nella tabella 3.1.

Tabella 3.2 Numero totale di imprese che hanno compiuto operazioni M&A Italia/Cina

	Numero totale (2008 – 2016)
Imprese cinesi che hanno completato M&A in Italia	28
Imprese italiane che hanno completato M&A in Cina	10

Fonte: Nostra elaborazione su dati Thomson Reuters

Una volta trovata la numerosità del fenomeno, in seguito vengono mostrati tutti i risultati della ricerca, con le relative caratteristiche dei *deal*, in modo da procedere, in un secondo tempo, con l'analisi di esse, allo scopo di individuarne quelle comuni in termini di settore e strategie di internazionalizzazione. Quali operazioni *cross-border*, si tratta in ogni caso di aziende che abbiano acquisito unità economiche di diversa nazionalità con il preciso scopo di allargare la propria produzione in altri mercati e crescere in termini di volume e valore.

La prima distinzione possibile dei *deal* può essere fatta tra operazioni verticali, orizzontali e conglomerati: nel primo caso si tratta di imprese che abbiano compiuto M&A nello stesso settore/mercato operante, con la finalità di realizzare un'integrazione tra le due strutture; nel secondo caso sono imprese che operano ad un livello differente della medesima filiera produttiva o una impresa che produce prodotti complementari all'altra, con lo scopo di accrescere il controllo di variabili ed elementi presenti nella filiera e perseguire economie di scala/scopo; l'ultimo caso, il più rischioso e il meno diffuso, è quello di fusione tra imprese non provenienti dallo stesso settore, con lo scopo di diversificare settore e mercato.

Dopo aver effettuato una prima distinzione di questo tipo, è possibile procedere, qualora le informazioni disponibili lo permettano, con indagini sulla quota di partecipazione, il valore del *deal* e le motivazioni alla base dell'operazione intrapresa, tracciando per ogni impresa appartenente al campione un profilo strategico e andando in seguito ad individuare i casi più interessanti da approfondire.

La prima parte dell'analisi riguarda le operazioni completate da imprese cinesi in Italia nell'arco temporale preso in considerazione, la seconda le operazioni completate da imprese italiane in Cina: esse sono rappresentate nelle tabelle nelle seguenti pagine (tabelle 3.3 e 3.4). Dalla prima ricerca sono state escluse, in un secondo tempo, le trattative in cui l'acquirente è rappresentato da imprese finanziarie (banche, assicurazioni, fondi di investimento,...) o facenti capo al settore *real estate*. Tale scelta è giustificata dalle peculiarità operative delle imprese di questo settore, che abbatterebbero il senso delle indagini sulla dinamica del fenomeno preso in considerazione. Le imprese del settore finanziario, infatti, sono spinte ad effettuare operazioni del genere per scopi diversi da quelle non finanziarie. Le operazioni sono in ordine cronologico a partire dall'anno 2008 fino al 2016, e vengono considerate sia la data dell'annuncio che la data effettiva (qualora le informazioni disponibili lo rendano possibile) relative alla transazione. Per ogni *target* e *acquiror* vengono individuati il settore di appartenenza, la percentuale di partecipazione, il *Rank Value* e l' *Enterprise Value* calcolati come segue.

Il *Rank Value* viene calcolato partendo dal *Transaction Value* (\$ mil.) di ogni operazione: esso corrisponde con il valore complessivo del corrispettivo a carico dell'*acquiror*, escluse le commissioni e le spese. Si tratta quindi del prezzo totale dell'operazione. Tale valore include l'importo pagato per tutte le azioni ordinarie, titoli equivalenti alle azioni ordinarie, azioni privilegiate, debito, opzioni, attività, *warrant* e gli acquisti effettuati entro sei mesi dalla data di annuncio dell'operazione; le passività assunte sono comprese nel valore se sono comunicate al pubblico; le azioni privilegiate sono incluse solo se acquisite come parte di una acquisizione del 100%; se una parte del corrispettivo pagato dall'*acquiror* è costituita da azioni ordinarie, il titolo è valutato utilizzando il prezzo di chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto pieno prima dell'annuncio dei termini di scambio azionario; se il rapporto di cambio delle azioni offre cambiamenti, il titolo è valutato in base al prezzo di chiusura dell'ultima data di mercato aperto precedente la data del cambiamento del rapporto di cambio.

Il *Rank Value* (indicato nelle tabelle 3.3 e 3.4 come RV) viene calcolato sottraendo dal valore della transazione il valore delle passività assunte e aggiungendo il debito netto della target (\$ mil.); l'indebitamento finanziario netto è il risultato della somma tra il debito ordinario, il debito a breve termine e le azioni privilegiate, sottraendo in seguito la liquidità e i titoli negoziabili, a partire dalla data delle informazioni finanziarie più aggiornate precedenti l'annuncio della transazione (Le azioni privilegiate non sono incluse se il costo per acquisirle è coperto).

L'*Enterprise Value* (indicato nelle tabelle 3.3 e 3.4 come EV) viene calcolato in riferimento alle sole società quotate: è infatti il risultato della moltiplicazione del numero di quote effettive in circolazione della *target* (dalla più recente fonte disponibile, in questo caso è stata considerata la data di annuncio dell'operazione) per il prezzo di offerta, aggiungendo il costo per l'acquisto di titoli convertibili, il debito a breve termine, il debito ordinario e azioni privilegiate, e sottraendo le liquidità e i titoli negoziabili (espressi in milioni). Per alcune operazioni i dati disponibili non sono stati sufficienti per ricavare e quantificare il *Rank Value* e l'*Enterprise Value* (tali concetti sono tratti dal database di Thomson Reuters da cui sono stati ricavate le informazioni riguardanti i *deal*).

Qualora l'obiettivo dell'*acquiror* sia quello di acquisire il 100% degli interessi economici della *target*, pianificando un processo con più *deals* da eseguire, come detto, alla data di annuncio del primo *deal*, l'indebitamento netto viene incluso nella valutazione della transazione in cui viene acquisita la maggioranza delle azioni. Il debito viene calcolato utilizzando la maggior parte dei bilanci recenti precedenti l'annuncio della fase iniziale del contratto, e non viene pertanto ripartito proporzionalmente tra le transazioni. In molti casi, il *Transaction Value* sarà pari al *Rank Value*. Tuttavia, nelle transazioni in cui l'*acquiror* stia tentando di acquisire il 100% del capitale di una società non finanziaria partendo da un'iniziale partecipazione inferiore al 50%, il *Transaction Value* includerà l'indebitamento netto della *target* (se le informazioni finanziarie sono disponibili). In questa circostanza, il valore della transazione rappresenta l'*Equity Value* (cioè il prezzo di offerta per azione moltiplicato per il numero di azioni in circolazione più il costo per l'acquisizione di titoli convertibili) più eventuali passività assunte (comunicate al pubblico), mentre il *Rank Value* rappresenta l'*Enterprise Value* della *target* (cioè *Equity Value* più netto del debito meno passività assunte).

3.2 Le M&A cinesi in Italia

Nella tabella 3.3 vengono indicate le imprese cinesi (colonna *Acquiror*) che hanno effettuato operazioni M&A in imprese italiane (colonna *Target*): in totale risultano 28, a seguito dell'esclusione delle imprese operanti nel settore finanziario (come premesso nel paragrafo precedente).

Tabella 3.3 Operazioni M&A di imprese cinesi in Italia

DATA DEAL (Annuncio)	TIPO DEAL	% ¹⁴	IMPRESA TARGET	SETTORE	IMPRESA ACQUIROR	SETTORE	RV (Mil. \$)	EV (Mil. \$)
1) 07/28/2008	A	9,9	Prima Industrie SpA	Semiconduttori	Sharp Focus International Ltd	Semiconduttori	17,24	448
2) 06/23/2008	A	100	Cifa SpA	Costruzioni	Changsha Zoomlion Heavy Industry Science and Tec. Dev. Co. Ltd	Costruzioni	739	739
3) 12/25/2008	A	100	4 Aziende tessili (non dichiarate)	Tessile/ Abbigliamento	Shandong Showlang Apparel Co	Tessile/ Abbigliamento	14,02	-
4) 03/04/2009	A	6 (56)	Eldrive Srl	Elettrico	Wolong Electric Group Co Ltd	Elettrico	0,13	2
5) 07/14/2009	A	70	Solar Green Technology SpA	Semiconduttori	LDK Solar Co Ltd	Semiconduttori	-	-
6) 07/08/2009	A	100	Dalla Pietà Yachts Srl	Cantieristica navale	Zhejiang Millennium Marine Ltd	Cantieristica navale	14,64	-
7) 06/30/2010	A	100	Italsolar Srl	Fotovoltaico	CECEP (China Energy Conservation and Environmental Protection Group)	Risparmio energetico/Gestione dei rifiuti	4,90	5
8) 08/30/2010	A	60	Vigano Srl	Siderurgico	Anshan Iron&Steel Group Corp	Siderurgico	-	-
9) 06/20/2011	A	51	Eden Technology Srl	Costruzioni	Qinhuangdao Tianye Tolian Heavy Industry	Costruzioni	6,22	12
10) 07/19/2011	A	75	Ferretti SpA	Cantieristica navale	Shandong Heavy Ind Grp Co Ltd	Macchinari	478,02	1.489
11) 11/09/2013	A	100	Refcomp SpA	Compressori	Fujian Snowman	Macchinari per il ghiaccio	11	11

¹⁴ La percentuale di partecipazione totale, nei casi in cui si tratti di imprese che possedevano già una quota in precedenza, è indicata tra parentesi.

12) 09/11/2013	A	35	Raffaele Caruso SpA	Tessile/ Abbigliamento	Fosun International Ltd	Farmaceutico	-	-
13) 10/15/2013	A	60	Fosber SpA	Macchinari per cartone ondulato	Guangdong Dongfang Precision	Macchinari per cartone ondulato	55,18	116
14) 04/17/2014	A	-	PMT Italia SpA	Macchinari industria cartaria	China Paper Machinery Corp	Macchinari industria cartaria	-	-
15) 02/20/2014	A	100	Krizia SpA-Fashion Division	Tessile/ Abbigliamento	Shenzhen Marisfrog Fashion Co	Tessile/ Abbigliamento	35	35
16) 06/12/2014	A	100	Fama Srl	Arredamento	Target Lighting Ltd	Arredamento	-	-
17) 07/01/2014	A	100	ACC Compressors SpA	Compressori	Guangzhou Wanbao Group Co Ltd	Elettrico	17,91	-
18) 07/29/2014	A	10	Mondo TV SpA	Media/Intrattenimento	Yin Wei (Capital Media)	Media/Intrattenimento	6,38	68
19) 07/30/2014	A	35	CDP Reti Srl	Energetico	State Grid Intl Dvlp Ltd	Energetico	2.814,47	8.041
20) 05/08/2014	A	40	Ansaldo Energia SpA	Energetico	Shanghai Electric Group Co Ltd	Macchinari	553,56	1.875
21) 11/20/2014	A	100	Breda Menarini Bus	Trasporti	King Long	Trasporti	-	-
22) 10/07/2014	A	90	Salov SpA	Alimentare	ShangHai YiMin No1 Foods (Grp)	Alimentare	-	-
23) 12/31/2014	A	100	Sirton Pharmaceuticals SpA	Farmaceutico	3SBio Inc	Farmaceutico	-	-
24) 03/12/2015	A	60	Meta System SpA	Elettronico	Shenzhen Deren Electronic Co High	Elettronico	59,89	100
25) 03/22/2015	A	23.4 19%	Pirelli & C SpA	Automotive e componenti	China National Chemical Corp (tramite Marco Polo Industrial Holding ¹⁵)	Chimico	1.817,49	8.882
26) 08/20/2015	A	100	Altergon Italia-Diagno Bus Ass	Farmaceutico	Shanghai Kehua Bio-Engineering	Farmaceutico	18,8	-
27) 08/20/2015	A	100	Technogenetics Srl	Farmaceutico	Shanghai Kehua Bio-Engineering	Farmaceutico	20,43	24
28) 02/23/2016	A	100	Tirli Sviluppo N5 e N3 SA Srl	Energetico	Jinko Solar Co Ltd	Semiconduttori	5,51	6

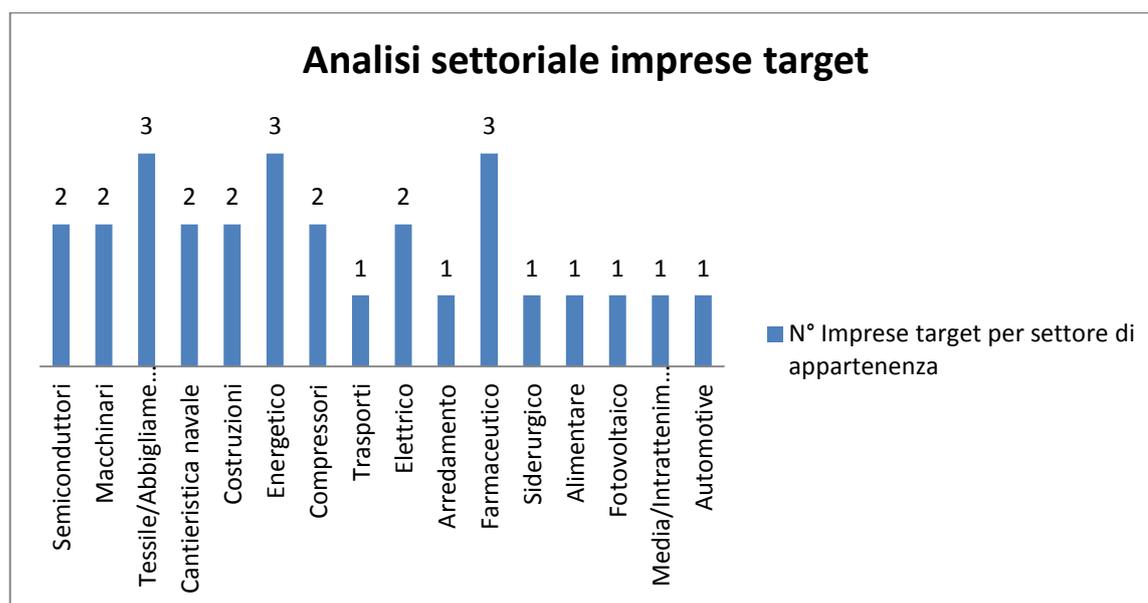
Fonte: Nostra elaborazione su dati Thomson Reuters

¹⁵ ChemChina acquista in data 22 marzo 2015 la quota pari al 26,2% detenuta da Camfin, holding che detiene la maggioranza delle azioni di Pirelli. Secondo gli accordi, dall'operazione nasce Marco Polo Industrial Holding, la newco controllata da ChemChina (Antonella Olivieri, Ilsole24ore, 2015).

Dall'osservazione del campione è possibile ricavare considerazioni sui diversi tipi di *deal*: innanzitutto si tratta in tutti i casi di acquisizione e non di fusione; ciò è principalmente dovuto alla maggiore semplicità nell'attuare un'acquisizione in Italia da parte della Cina, preferita dalle aziende alla complessità di una fusione, aggravata dalle differenze culturali viste in precedenza.

Si attua sul campione una distinzione settoriale delle operazioni per le *target* e per le *acquiror*, da cui è possibile comprendere se si tratti di operazioni verticali, orizzontali e conglomerati; in seguito, vengono esaminate la quota di partecipazione; il valore delle *target* e, infine, la numerosità delle operazioni anno per anno. Per individuare lo specifico settore di appartenenza viene utilizzata la classificazione delle attività economiche, denominata Ateco 2007¹⁶. Per quanto riguarda le *target* i settori principali in cui sono state effettuate le operazioni sono rappresentati nel grafico (Figura 3.1).

Figura 3.1 Analisi settoriale delle imprese *target* del campione considerato



Fonte: Nostra elaborazione sul campione

I settori a cui appartengono le imprese *target* maggiormente acquisite sono quelli tessile/abbigliamento, il settore energetico e quello farmaceutico, in linea con le

¹⁶ 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: Istat).

tendenze del mercato M&A analizzate nel capitolo precedente, che vedono in particolare il settore dell'Energia Alternativa il più importante per l'Italia. Esso risulta un nuovo ed importante ambito di investimento da parte della Cina, frutto anche della necessità strategica, riconosciuta dall'attuale piano quinquennale cinese, di ridurre l'inquinamento attraverso l'utilizzo di fonti rinnovabili.

Fondamentale anche il comparto delle attività manifatturiere¹⁷, che comprende la fabbricazione di:

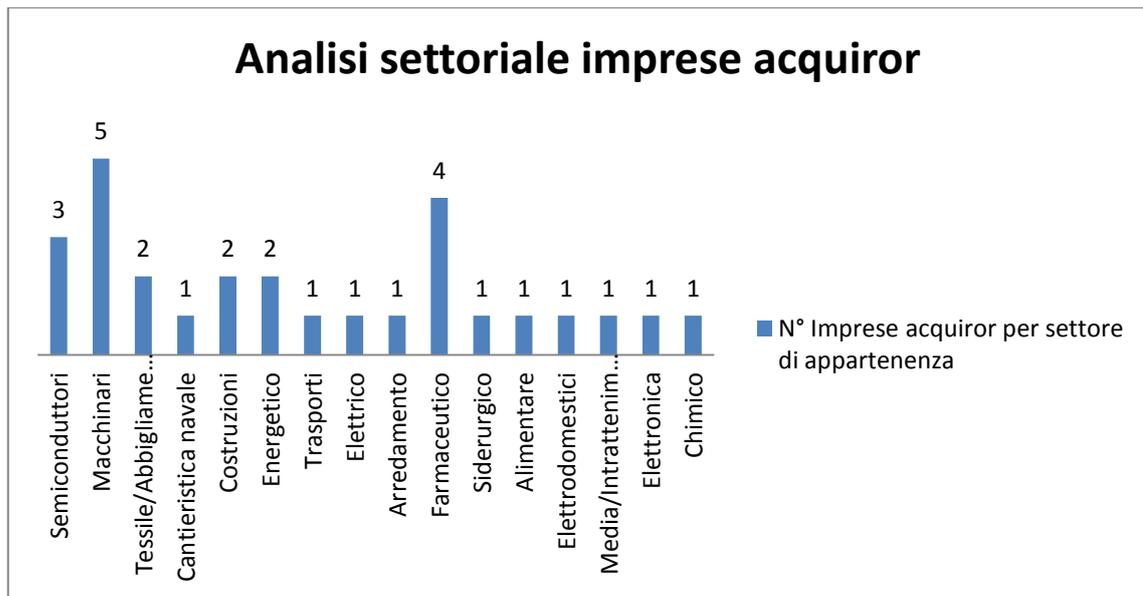
- Macchine per la produzione di semiconduttori e per il settore delle costruzioni;
- Macchinari per cartone ondulato e per l'industria cartaria;
- Compressori a pistoni/vite e compressori domestici;
- Trasporti (Autobus).

Tale comparto è importante per le imprese cinesi intenzionate ad ottenere *brand* già avviati, conoscenze e tecnologie. La ricerca di *asset* strategici da parte cinese è collegata principalmente alla conquista di vantaggi di localizzazione ed alla disponibilità di *know-how* e competenze specialistiche, in settori altamente competitivi. Il settore delle costruzioni di navi di lusso (con 2 imprese acquisite) e il settore di Abbigliamento (3 imprese acquisite) anch'esso specialmente di lusso, allo scopo di allacciare *partnership* commerciali con aziende italiane per distribuire in Cina prodotti esclusivi *Made in Italy*.

Anche per quanto riguarda le *acquiror* è possibile osservare nel grafico i principali settori in cui sono state effettuate le operazioni (Figura 3.2).

¹⁷ Questa sezione include la trasformazione fisica o chimica di materiali, sostanze o componenti in nuovi prodotti, sebbene questo non sia l'unico criterio con cui è possibile definire queste attività. I materiali, le sostanze o i componenti trasformati sono materie prime che provengono dall'agricoltura, dalla silvicoltura, dalla pesca, dall'estrazione di minerali oppure sono il prodotto di altre attività manifatturiere. L'alterazione, la rigenerazione o la ricostruzione sostanziale dei prodotti sono in genere considerate attività manifatturiere (Fonte:Istat).

Figura 3.2 Analisi settoriale imprese *acquiror* del campione considerato



Fonte: Nostra elaborazione sul campione

I settori da cui provengono le *acquiror* risultano quello dei Macchinari e quello farmaceutico: si tratta quindi di settori diversi da quelli delle *target*. Nel settore della Cantieristica Navale una delle tre *target* viene acquisita da un'impresa non appartenenti a tale settore: si tratta di una operante nel settore di fabbricazione di macchinari (Shandong Heavy Ind Grp Co Ltd), mentre nel settore Tessile/Abbigliamento una *target* viene acquisita da un'impresa operante nel settore farmaceutico (Fosun International Ltd). Anche nei settori Energetico e Automotive due imprese vengono acquisite da altre operanti in diversi settori: China National Chemical Corporation (ChemChina), uno dei colossi cinesi operanti nel settore chimico, ha acquisito Pirelli S.p.A. del comparto Automotive e Jinko Solar Co Ltd attiva nel settore dei semiconduttori (per impianti fotovoltaici) acquisisce con un'unica operazione due imprese del comparto energetico. Si tratta di esempi di acquisizione conglomerale, attuata con la strategia di diversificazione¹⁸.

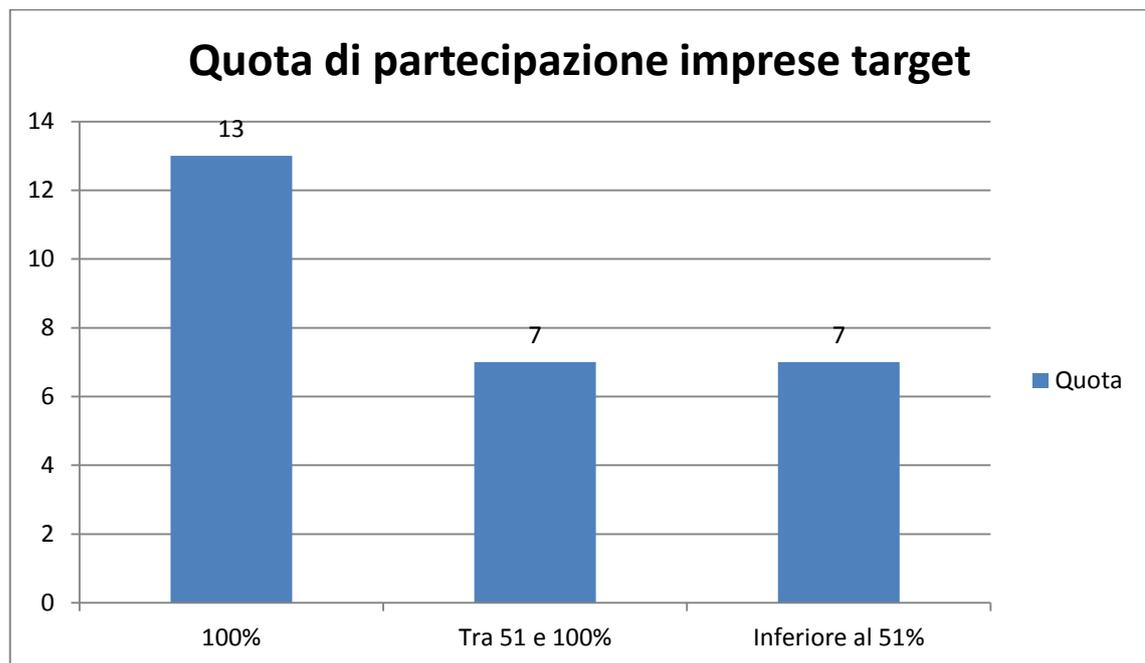
Due *acquiror* attive nel settore dei Macchinari (Shanghai Electric Group Co Ltd e Fujian Snowman), una nel settore Elettrico (Guangzhou Wanbao Group Co Ltd) e una nel settore di Risparmio Energetico (China Energy Conservation and Environmental Protection Group) acquistano rispettivamente imprese con la finalità di sviluppare

¹⁸ La strategia di diversificazione consiste nell'entrare in business che presentano catene del valore totalmente scollegate e prive di rapporti incrociati; le imprese che adottano questa strategia si mostrano disposte ad entrare in qualunque settore che presenti opportunità per il conseguimento di vantaggi economici e finanziari duraturi (Fonte:Marketing Insights).

tecnologie e produzioni particolari: la prima e la terza nella produzione di compressori; la seconda nel settore energetico; la terza nel settore fotovoltaico. Per quanto riguarda tutte le altre *acquiror*, la maggior parte della provenienza settoriale è la stessa delle *target*, nel cui caso si tratta di acquisizione orizzontale, con la strategia di conquistare quote di mercato ulteriori nell'ambito dello stesso settore di attività e di rafforzare la posizione strategica: sono venti imprese che operano nei settori Alimentare, Farmaceutico, Energetico, Trasporti, Arredamento, Tessile/Abbigliamento, Semiconduttori, Costruttori, Elettrico, Elettronico, Siderurgico, Media e alcuni Macchinari (per industria cartaria e cartone ondulato).

È possibile procedere con l'osservazione della quota di partecipazione dei *deal*, individuando quelle con una quota di acquisizione totale del 100% o inferiore: le classi di partecipazione sono principalmente tre, come si può osservare nel grafico (Figura 3.3). Per una delle imprese non è stata resa pubblicamente disponibile la quota di partecipazione dell'operazione di acquisizione.

Figura 3.3 Quota di partecipazione nelle *target* del campione considerato



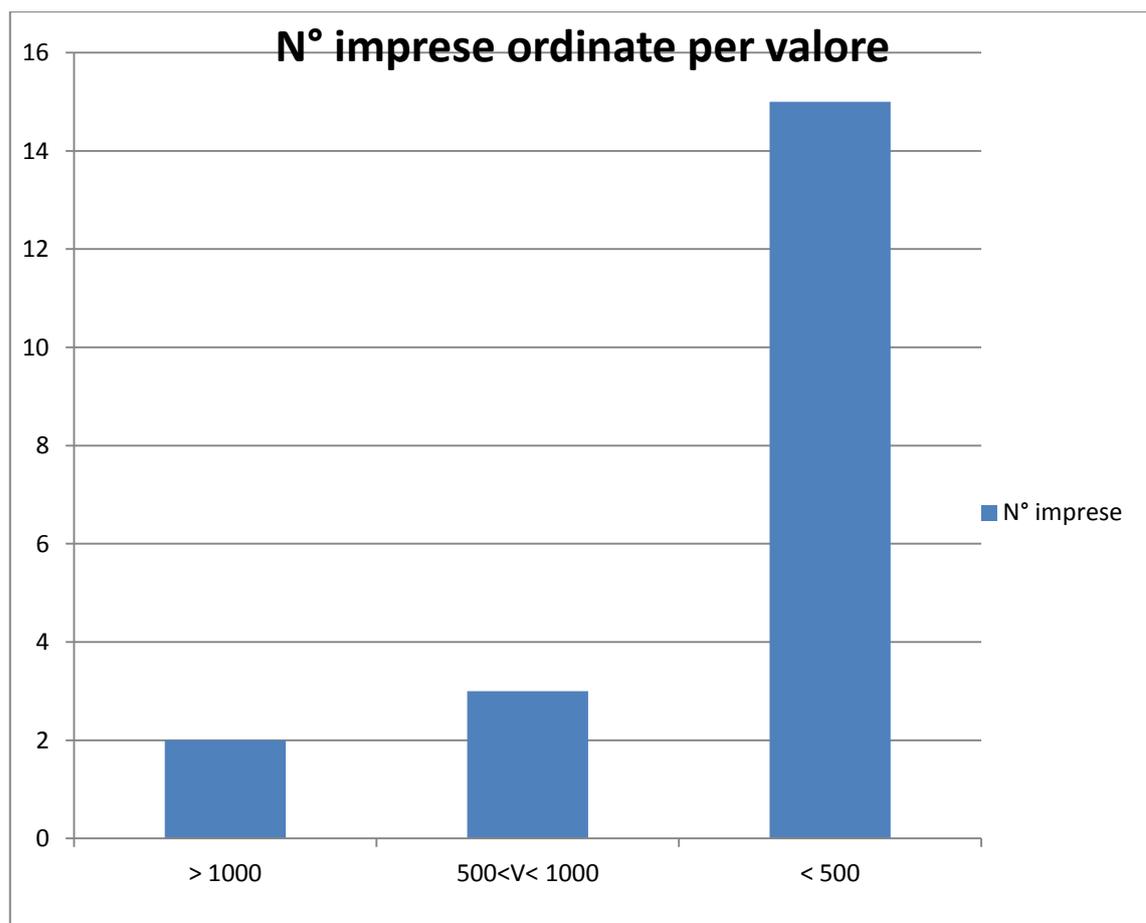
Fonte: Nostra elaborazione sul campione

Considerando la quota di partecipazione, emerge che tredici operazioni sono state compiute con lo scopo di acquisire il controllo totale (100%) delle *target*: sono acquirenti che hanno compiuto operazioni nello stesso settore delle *target* (9 su 13), da cui si può dedurre che la motivazione alla base della scelta sia principalmente di

espandere la propria quota di mercato su quelli internazionali rimanendo sullo stesso settore e crescere in termini di nuove basi di produzione e reti di vendita. Sette operazioni sono invece state intraprese conquistando una quota inferiore al 100% ma sempre rilevante, quindi superiore al 51%: anche di esse 6 su 7 operano nello stesso settore delle *target*. Per quanto riguarda le acquisizioni con quota di partecipazione inferiore al 51%, si tratta di sette casi: 4 di queste sono acquirenti che operano in un settore diverso dalle *target* e una, tra le quattro, è un caso di partecipazione del 6% per incrementare una quota già posseduta pari al 50%; le altre 3 operano nello stesso settore.

Considerando il valore della transazione, nella figura 3.4 sono ordinate le operazioni secondo il valore più rilevante, qualora sia stato possibile ricavarlo dalle informazioni disponibili.

Figura 3.4 Numero delle imprese del campione considerato ordinate per valore (Milioni di dollari).



Fonte: Nostra elaborazione sul campione

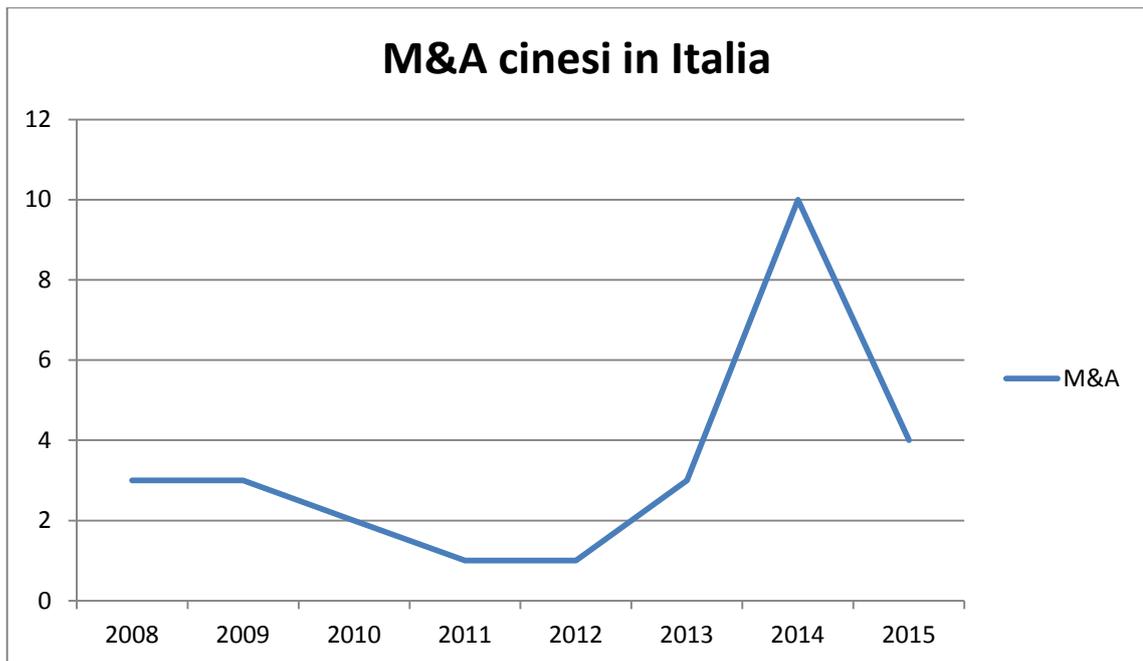
Sono stati considerati i *Rank Value* di ogni operazione e ordinate le imprese secondo il valore maggiore di 1000 milioni, tra un miliardo e 500 milioni e sotto 500 milioni di dollari. Le due più importanti per valore sopra il miliardo sono le seguenti: con 2.814,87 milioni di dollari l'operazione dal valore più elevato del campione è quella che riguarda l'acquisizione di CDP Reti S.r.l. da parte del colosso cinese pubblico State Grid Intl Dvlp Ltd, nonché la maggiore società elettrica al mondo. Al secondo posto l'operazione da 1.817,49 milioni di dollari tra ChemChina e Pirelli, mediante la quale è stata trasferita la quota del 23,42% di Pirelli a Marco Polo Industrial Holding, nuova società veicolo controllata da China National Chemical Corporation.

Rilevanti anche le partecipazioni di Zoomlion¹⁹ in Cifa S.p.A. (739 milioni di dollari), di Shanghai Electric Group in Ansaldo Energia (554 milioni di dollari) e di Shandong Heavy Industry Group in Ferretti S.p.A. (478 milioni di dollari). Seguono le transazioni con valore compreso tra 55,2 e 0,14 milioni di dollari.

Una conclusiva ulteriore osservazione sul campione può essere fatta in merito al numero di operazioni per anno. Come si intuisce nel grafico in figura 3.5, il numero delle operazioni è stabile per quanto riguarda il 2008 e il 2009, con un successivo calo nel triennio seguente: è infatti durante il 2010, il 2011 e il 2012 che viene intrapreso un minor numero di operazioni M&A. Questo può essere giustificato dal clima di sfiducia e dalla difficile situazione italiana dopo la crisi, che a nostro parere ha condotto alla sottovalutazione delle imprese italiane e alla minore considerazione di esse come *target* ideali per tale tipo di operazioni. Dal 2013 riprendono le operazioni e nel 2014, in particolare, crescono le operazioni del 233%, passando infatti da 3 a 10 in un anno. Il 2016 conta invece, al momento, una operazione.

¹⁹ La ricerca di competenze specialistiche e la volontà di completare il business hanno guidato Zoomlion, pioniere dell'industria cinese dei macchinari per costruzioni, nell'acquisizione dell'italiana Cifa e di altre imprese del gruppo, specializzate nella produzione di macchinari per calcestruzzi: tale operazione è considerata finora la più grande acquisizione in Italia e una delle più grandi in Europa (Massimo Zoia, 2012).

Figura 3.5 Numero di M&A cinesi in Italia per anno (In riferimento al campione considerato)



Fonte: Nostra elaborazione sul campione

L'andamento crescente del numero di operazioni si riflette con quanto già osservato nel precedente capitolo, nel quale abbiamo stabilito che il 2014 risultasse tra gli ultimi anni quello con il maggior numero di M&A in Italia.

3.3 Le M&A italiane in Cina

Nella tabella 3.4 vengono indicate le imprese italiane (colonna *Acquiror*) che hanno effettuato operazioni M&A in imprese cinesi (colonna *Target*); in totale risultano 10, a seguito dell'esclusione delle imprese operanti nel settore finanziario (come premesso nel paragrafo precedente).

Tabella 3.4 Operazioni M&A di imprese italiane in Cina

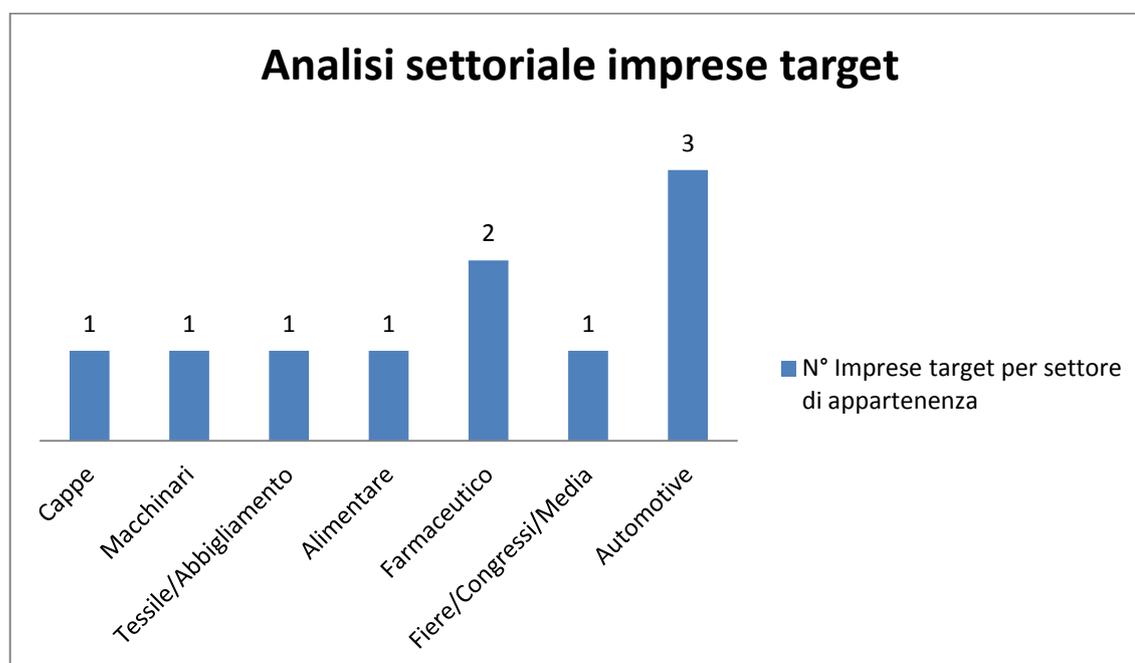
DATA DEAL (Annuncio)	TIPO DEAL	%	IMPRESA TARGET	SETTORE	IMPRESA ACQUIROR	SETTORE	RV (Mil. \$)	EV (Mil. \$)
1) 07/01/2008	A	100	Tailong (Zhuhai) Mach Mnfng Equip	Macchinari	Emak SpA	Macchinari	3,95	3,95
2) 07/16/2010	A	55 (70)	Zhejiang Putian Electric Co	Produzione cappe da cucina	Elica SpA	Produzione cappe da cucina	17,85	32,46
3) 12/31/2010	A	30	Suzhou Tianma Pharm Grp Tianji	Farmaceutico	Euticals SpA	Farmaceutico	-	-
4) 03/01/2011	A	25	Distributore cinese (non definite)	Tessile/ Abbigliamento	Salvatore Ferragamo Italia SpA	Tessile/ Abbigliamento	-	-
5) 03/04/2013	A	59	Shanghai Tianyan Pharmaceutical Machinery Co. Ltd	Farmaceutico	Industria Macchine Automatiche SpA	Farmaceutico	-	-
6) 05/15/2013	A	75	Worldex Milano Exhibition Guangzhou	Fiere/Congressi/Media	Fiera Milano SpA	Fiere/ Congressi/ Media	-	-
7) 06/07/2013	A	45	Jiaying OLSA Murakami Corp	Automotive e Componenti	OLSA SpA	Automotive e Componenti	1,67	-
8) 08/08/2013	A	30	Brembo Nanjing Brake Sys Co	Automotive e Componenti	Brembo SpA	Automotive e Componenti	14,70	-
9) 02/28/2014	A	100	Beijing Jikang Food Co Ltd	Alimentare	Brazzale SpA	Alimentare	-	-
10) 09/29/2015	A	66%	Asimco Meilian Braking Sys Co	Automotive e componenti	Brembo SpA	Automotive e componenti	96,73	146,56

Fonte: Nostra elaborazione su dati Thomson Reuters

Dall'osservazione del campione, come fatto in precedenza per le altre imprese, è possibile ricavare considerazioni sui diversi tipi di *deal*: innanzitutto si attua una distinzione settoriale delle operazioni per le *target* e per le *acquiror*, da cui è possibile comprendere se si tratti di operazioni verticali, orizzontali e conglomerali; in seguito, vengono esaminate la quota di partecipazione; il valore delle *target* e, infine, la numerosità delle operazioni anno per anno. Per individuare lo specifico settore di appartenenza viene utilizzata la classificazione delle attività economiche, denominata Ateco 2007²⁰.

Per quanto riguarda le *target* i settori principali in cui sono state effettuate le operazioni sono rappresentati nel grafico (Figura 3.6).

Figura 3.6 Analisi settoriale delle imprese *target* del campione considerato



Fonte: Nostra elaborazione sul campione

I settori a cui appartengono le imprese *target* cinesi maggiormente acquisite dalle italiane risultano quello automobilistico e quello farmaceutico. Per quanto riguarda quello delle automobili e componenti, si tratta di due imprese create tramite accordi di

²⁰ 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: Istat).

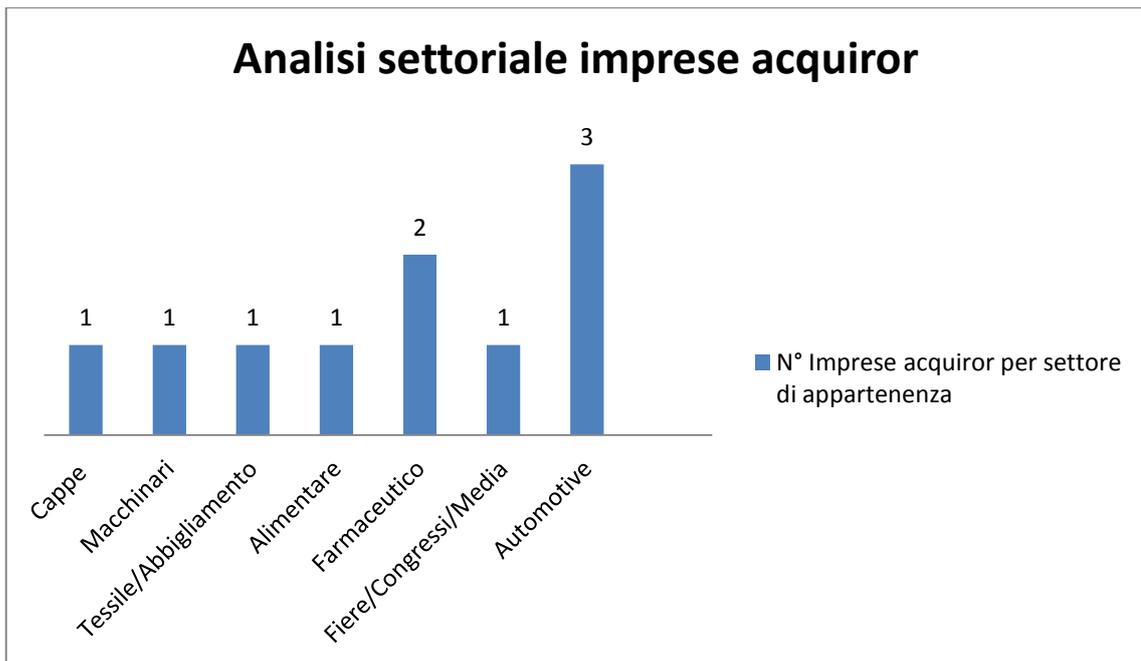
*joint venture*²¹ societarie e di una acquisizione orizzontale: Brembo Nanjing Brake Sys Co, nata dagli accordi, viene acquisita totalmente da Brembo con un'acquisizione del 100% e Jiaying OLSA Murakami Corp viene acquisita per il 45% da Olsa SpA. Nei tre casi il settore, nello specifico, è quello di componenti e accessori per veicoli. Brembo acquisisce anche Asimco Meilian Braking Sys Co, un'impresa operante a Pechino nella produzione di dischi freno in ghisa. Il presidente di Brembo, Alberto Bombassei, dichiara la rilevanza particolare dell'acquisizione per la sua valenza strategica, importante in quanto l'azienda può essere in grado di rafforzarsi sul mercato cinese, il quale si avvia a diventare il settore auto più importante del mondo (Farnesina,2015). Nel caso delle acquisizioni nel settore farmaceutico, una operazione è stata compiuta per la produzione di confezioni per prodotti farmaceutici (Shanghai Tianyan Pharmaceutical Machinery Co. Ltd) e l'altra nell'ambito di prodotti chimici (Suzhou Tianma Pharm Grp Tianji). Il resto dei settori sono distribuiti tra il Tessile/Abbigliamento, Elettrodomestici (cappe da cucina), Macchinari, Alimentare e Pubblicità/Marketing. Nel caso di Salvatore Ferragamo Italia SpA, esso ha acquisito un distributore cinese, attuando un'acquisizione verticale con un'operazione a valle sulla vendita, come ha fatto Brazzale Spa acquisendo un distributore cinese di formaggi (Beijing Jikang Food Co), mentre negli altri casi si tratta di acquisizioni orizzontali per la globalizzazione del *brand* e il conseguimento di economie di scala.

In conclusione, le *target* cinesi vengono acquisite in settori in cui è possibile ottenere componenti strategici per il proprio mercato oppure, soprattutto, per allargare la propria quota su un mercato in crescita, nell'ottica di ottenimento di espansione globale del business.

Anche per quanto riguarda le *acquiror* è possibile osservare nel grafico i principali settori in cui sono state effettuate le operazioni (Figura 3.7).

²¹ Con *joint venture* ci si riferisce ad un accordo in base al quale due o più soggetti, solitamente imprese, si impegnano a collaborare per un progetto comune (sia esso di natura industriale o commerciale) o decidono di sfruttare congiuntamente le loro sinergie, il loro *know-how* o il loro capitale. Nel caso in cui la *joint venture* assuma forma societaria (*joint venture corporation*) i *co-ventures* si spartiscono oneri e utili della società e sono responsabili esclusivamente per la parte di capitale da loro versato (Fonte: Borsa Italiana).

Figura 3.7 Analisi settoriale imprese *acquiror* del campione considerato

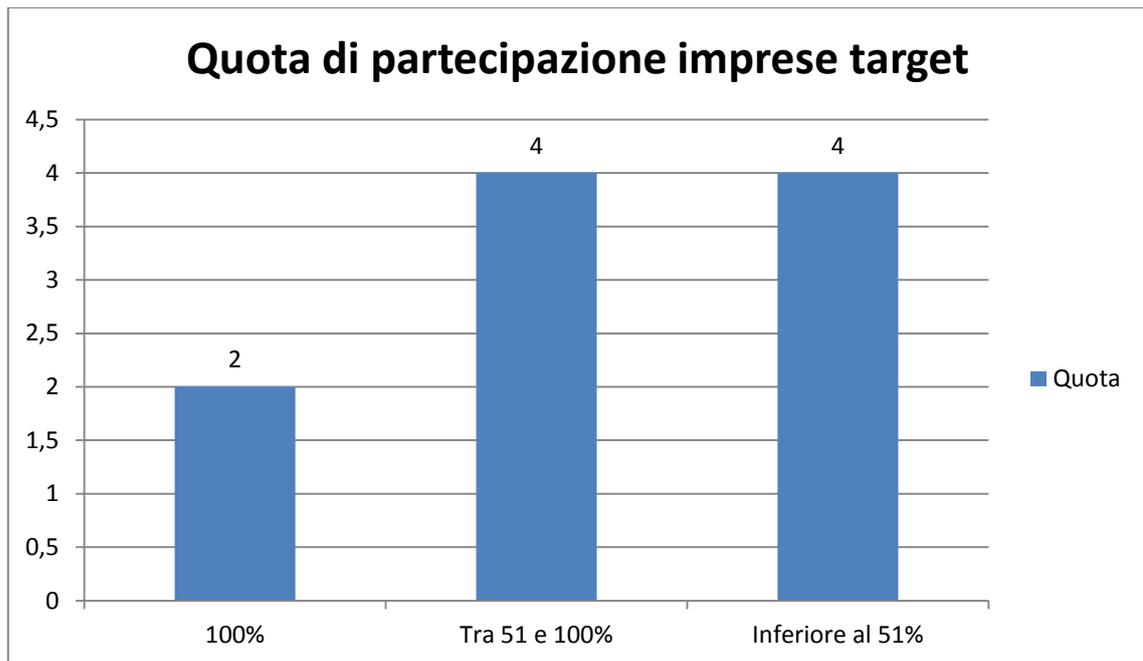


Fonte: Nostra elaborazione sul campione

Per quanto attiene alle *acquiror*, come si può osservare nel grafico (Figura 3.7), la provenienza settoriale è per tutte le imprese del campione la stessa delle *target*: sono sei imprese che operano rispettivamente nei settori Cappe, Tessile/Abbigliamento, Alimentare, Farmaceutico e Fiere/Congressi/Media, tre nel settore Automotive e una operante nel settore dei Macchinari (per la produzione di cilindri nichelati). In quasi tutti i casi si tratta di acquisizione orizzontale, compiuta con la strategia di conquistare quote di mercato ulteriori nell'ambito dello stesso settore di attività e di rafforzare la propria posizione strategica. In tre di questi casi, le imprese sono il risultato di accordi contrattuali del tipo *joint venture*, quindi create appositamente per alleanze di tipo strategico: si tratta di Worldex Milano Exhibition Guangzhou, Jiaxing OLSA Murakami Corp e Brembo Nanjing Brake Sys Co. In uno dei casi si parla di acquisizione verticale, in quanto vengono acquisiti dei distributori commerciali cinesi da Salvatore Ferragamo Italia S.p.A.

È possibile procedere con l'osservazione della quota di partecipazione dei *deal*, individuando quelle con una quota di acquisizione totale del 100% o inferiore: le classi di partecipazione sono principalmente tre, come si può osservare nel grafico (figura 3.8).

Figura 3.8 Quota di partecipazione nelle *target* del campione considerato

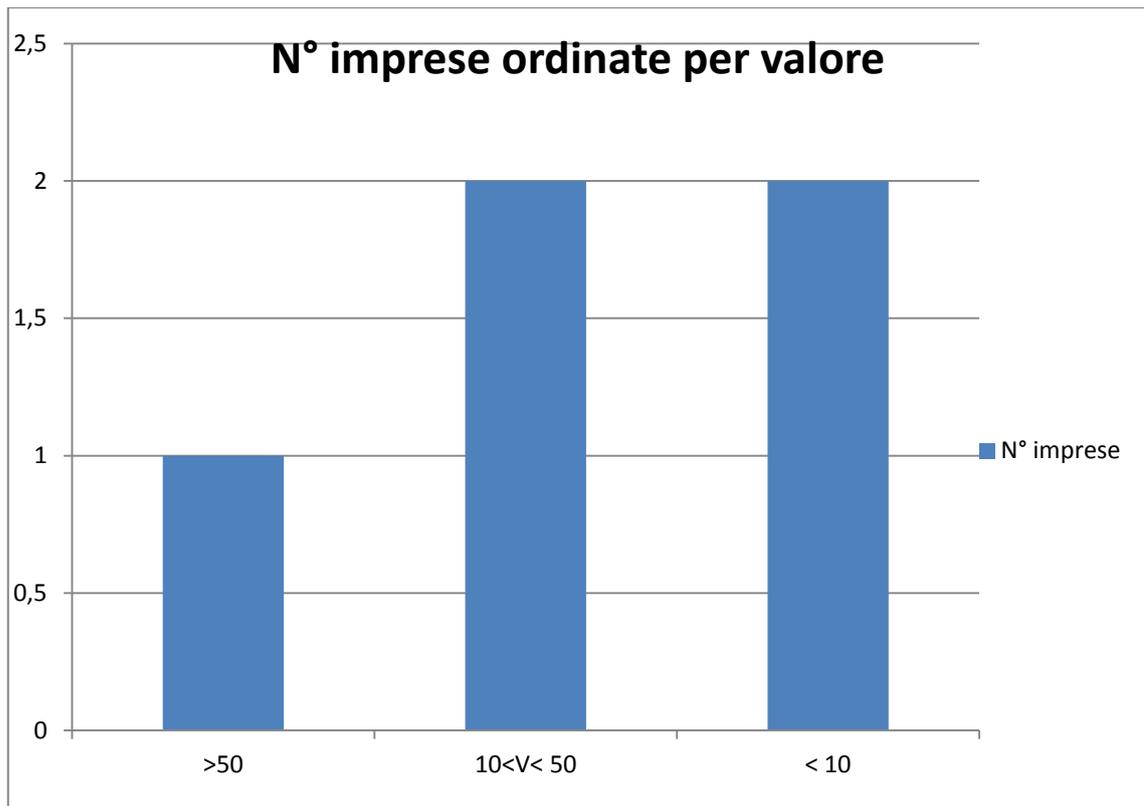


Fonte: Nostra elaborazione sul campione

Considerando la quota di partecipazione, emerge che solo due delle operazioni totali sono state compiute con lo scopo di acquisire il controllo totale (100%) delle *target*: sono operazioni compiute con lo scopo di controllare tecnologie e mercati particolari. Nel caso di acquisizione di Tailong Mach Mnfg Equip da parte di Emak S.p.A., la motivazione principale è stata quella di entrare in possesso di avanzate tecnologie e moderni macchinari per la produzione di un componente specifico per aumentare la capacità produttiva (Emak S.p.A. opera nella produzione di macchine per il giardinaggio). Quattro operazioni sono invece state intraprese conquistando una quota inferiore al 100% ma sempre rilevante, quindi superiore al 51%: si tratta di acquisizioni con la finalità di espandere la propria quota di mercato su quelli internazionali rimanendo sullo stesso settore e crescere in termini di nuove basi di produzione e reti di vendita. Per quanto riguarda le acquisizioni con quota di partecipazione inferiore al 51%, si tratta di quattro casi di imprese intenzionate a conquistare distributori, società create tramite *joint venture* e un'impresa per acquisire tecnologie su prodotti chimici.

Considerando il valore della transazione, nella figura 3.9 sono ordinate le operazioni secondo il valore più rilevante, qualora sia stato possibile ricavarlo dalle informazioni disponibili.

Figura 3.9 Numero delle imprese del campione considerato ordinate per valore (Milioni di dollari).



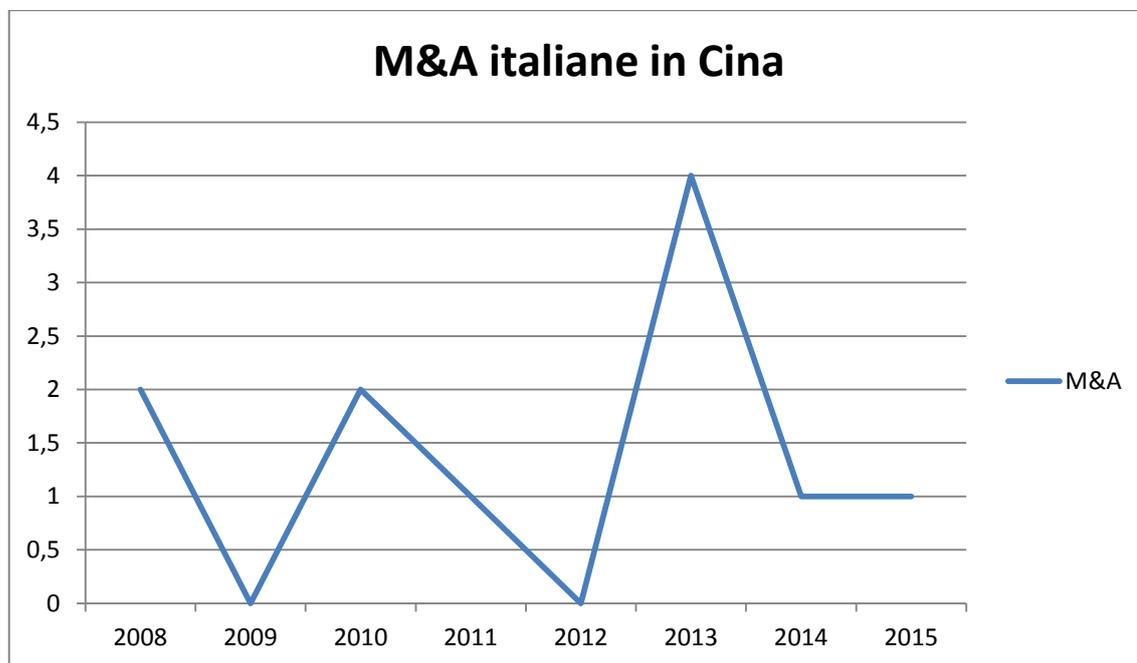
Fonte: Nostra elaborazione sul campione

Sono stati considerati i *Rank Value* di ogni operazione e sono state ordinate le imprese secondo il valore superiore a 50 milioni, tra 10 e 50 milioni e sotto 10 milioni di dollari. Con 96,73 l'operazione dal valore più elevato del campione risulta la recente acquisizione da parte di Brembo S.p.A. di Asimco Meilian Braking Sys Co, mentre con 17,85 milioni di dollari al secondo posto del campione si trova l'acquisizione di Zhejiang Putian Electric Co. da parte dell'impresa leader nella produzione di cappe da cucina Elica S.p.A. Rilevante anche la partecipazione di Brembo S.p.A. nella sussidiaria Brembo Nanjing Brake Sys Co. (14,7 milioni di dollari), mentre quelle di Emak S.p.A. in Tailong Mach Mnfng Equip (3,95 milioni di dollari) e di Olsa S.p.A. in Jiaxing Olsa Muramaki Corp. (478 milioni di dollari) hanno una minore rilevanza in termini di valore.

Una conclusiva osservazione sul campione può essere fatta in merito al numero di operazioni per anno. Come si intuisce nel grafico in figura 3.10, il numero delle operazioni risulta esiguo e piuttosto altalenante nel corso del periodo di osservazione: si passa da picchi a zero assoluto di anno in anno, come negli anni 2009 e 2012, ad un

numero maggiore di operazioni durante il 2013, stabilizzandosi ad una nel biennio 2014-2015.

Figura 3.10 Numero di M&A italiane in Cina per anno (In riferimento al campione considerato)

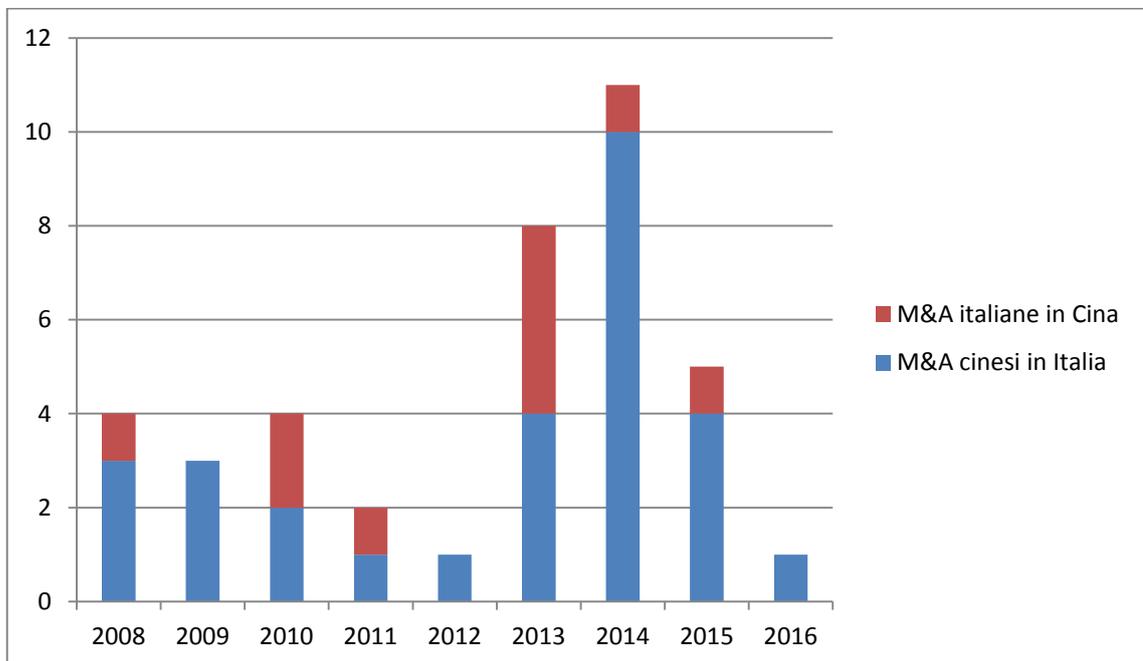


Fonte: Nostra elaborazione sul campione

3.4 Considerazioni finali

In conclusione dell'analisi sul campione, siamo adesso in grado di trarre delle considerazioni sulla numerosità e le caratteristiche del fenomeno, cercando di far emergere le principali motivazioni che portano la Cina ad investire in un paese come l'Italia e le opportunità che possono nascere anche per l'Italia dal rapporto con un paese con tale crescita economica, rappresentante la seconda potenza mondiale dopo gli Stati Uniti. Nel grafico in figura 3.11 sono riassunte, in parallelo, le operazioni Cina-Italia del campione considerato, di anno in anno.

Figura 3.11 Numero di M&A Italia - Cina



Fonte: Nostra elaborazione sul campione

Il fenomeno è sicuramente più rilevante per quanto riguarda le operazioni cinesi in Italia, soprattutto accentuato nel biennio 2013-2014, ma il 2013 risulta un anno favorevole anche per le operazioni dall'Italia verso la Cina, in conseguenza del miglioramento della situazione economica del nostro Paese in seguito alla crisi. Il 2014 è risultato l'anno del boom delle M&A cinesi in Italia, in merito a questo Wang Hongzhang, banchiere di China Construction Bank, spiega in un'intervista che l'Italia risulta ideale come Paese di elezione per la loro attività, grazie al sistema nel complesso, l'attrattiva del Paese per gli investimenti e la struttura che combacia con la cultura di intervento e con gli interessi cinesi. Inoltre anche il sistema di controllo

bancario italiano risulta molto sviluppato e ciò rappresenta sicuramente un valore aggiunto (Rita Fatiguso, 2015). Sui motivi di tanto interesse per l'Italia, l'analista di Dagong Europe, Richard Miratsky spiega che «sono una combinazione di fattori a rendere interessante l'Italia agli occhi di Pechino. In primo luogo la necessità di acquisire il *know how* di società ritenute ad alto profilo tecnologico, a cui si aggiungono i *brand* del lusso molto apprezzati. Un fattore importante è la positiva propensione del governo alle privatizzazioni, atteggiamento meno accentuato in Francia e in Germania. Altro fattore importante - aggiunge l'analista - sono le condizioni macroeconomiche che rendono attraenti le valutazioni, ma è chiaro che il prezzo non è il principale driver come invece succedere nei casi delle società greche e portoghesi» (Mara Monti, 2015). Le principali motivazioni che giustificano l'aumento del numero di M&A cinesi in Italia degli ultimi anni possono essere riassunte in due parole: "Go Global", il nome della strategia che incentiva gli investimenti cinesi all'estero e che ha lambito anche l'Italia, contribuendo a far crescere nel nostro paese la presenza della Cina. Stando a dati del 2012, delle 133 imprese a partecipazione cinese 66 sono state oggetto di investimento *greenfield*, mentre 67 sono state oggetto di acquisizione di attività preesistenti. La maggior parte delle imprese italiane partecipate da cinesi, inoltre, si trova nell'Italia settentrionale: il 40% di queste in Lombardia, seguito da Veneto, Lazio e Piemonte (Micaela Cappellini, 2014).

Considerando i settori, per quanto riguarda la Cina le *target* italiane appartengono principalmente ai settori energetico, Tessile/Abbigliamento e farmaceutico. Il settore del Tessile/Abbigliamento è importante grazie al lusso e ai marchi *Made in Italy*, che hanno portato le imprese cinesi ad interessarsi alle competenze delle nostre aziende di produzione e alla nostra capacità produttiva che non trova concorrenti all'estero. La novità riguarda il settore energetico: il 2015 ha visto l'Italia guidare le transazioni europee sulle rinnovabili, con focus in particolare sulla generazione solare. Sulla scia, infatti, dell'andamento dell'attività mondiale rispetto a tale settore, che è duplicata nel 2015 rispetto al 2014 arrivando ad un record di 55,3 miliardi di dollari (28,3 nel 2014), Secondo Norbert Schwieters, Global Power and Utilities Leader di PwC, "i picchi da record nell'area Asia-Pacifico e la consolidata attività nel segmento delle energie rinnovabili in tutti gli altri territori, dall'Europa all'America Centrale e Meridionale, confermano chiaramente la trasformazione globale e tecnologica che il settore sta registrando. Stiamo assistendo a un forte flusso di operazioni nell'industria energetica e

delle rinnovabili in Paesi come l'India, mentre le società cinesi continuano a muoversi all'estero e un buon pacchetto di *asset* degli operatori delle reti sta per sbarcare sul tavolo delle trattative. Se non altro, l'allargarsi delle incertezze economiche andrà a potenziare l'attrattiva di questi asset" (Business Community 2016). Le *target* cinesi appartengono invece prevalentemente ai settori Automotive e farmaceutico: mentre nel caso di imprese cinesi che compiono tali operazioni in Italia si tratta principalmente di acquisizione di *know-how* e tecnologie particolari, nel caso di tali operazioni compiute in Cina da parte delle aziende italiane sono svolte con l'obiettivo di espansione su mercati internazionali in crescita.

Comparando altre caratteristiche delle operazioni, si tratta in tutti i casi di acquisizione: ciò può essere dovuto alle difficoltà che possono essere legate alla valutazione e alla determinazione del rapporto di concambio nel caso di una fusione tra imprese proveniente da paesi culturalmente distanti. Per quanto riguarda il tipo di acquisizione, sia per le imprese cinesi che quelle italiane si tratta nella maggior parte di acquisizioni orizzontali, compiute nello stesso settore, con strategie di *business*. Alcune imprese cinesi perseguono, invece, strategie di diversificazione compiendo acquisizioni conglomerati, mentre altre per acquisire principalmente tecnologie e conoscenze particolari da imprese italiane. Altre imprese italiane acquisiscono in un secondo tempo, dopo aver strutturato alleanze strategiche e una acquisisce verticalmente un distributore. Per quanto concerne la quota di partecipazione, nelle imprese cinesi sono prevalentemente del 100%, mentre nelle italiane si tratta di partecipazioni minori: otto su dieci, infatti, sono inferiori al 100%. Infine, il controvalore delle operazioni è generalmente superiore a 500 milioni di dollari per le imprese cinesi, mentre per quelle italiane risulta principalmente tra 10 e 20 milioni, ad eccezione di una operazione sui 100 milioni di dollari: si tratta, quindi, di un valore decisamente cinque volte superiore per le imprese cinesi rispetto a quelle italiane.

4 L'ACQUISIZIONE ELICA S.P.A. – ZHEJIANG PUTIAN ELECTRIC CO.

Nel quarto capitolo del presente lavoro viene trattato il caso specifico inerente l'operazione di acquisizione dell'azienda italiana Elica S.p.A. nella cinese Zhejiang Putian Electric Co., avvenuta nel 2010. Le motivazioni della scelta di questa azienda derivano dall'analisi compiuta al termine del capitolo precedente, da cui è emerso che l'acquisizione presa in considerazione sia, di quelle tra Italia e Cina, una delle più interessanti, in quanto si tratta di un'azienda quotata dall'elevata importanza mondiale, motivo di prestigio per il nostro Paese, una delle aziende italiane che sono cresciute in termini di redditività e competitività globale e con una forte propensione all'espansione su mercati internazionali anche tramite operazioni di acquisizioni *cross-border*. Prima di procedere con gli aspetti valutativi dell'operazione, viene introdotta la realtà societaria oggetto del *Case Study*, illustrandone le principali caratteristiche produttive ed economico – finanziarie, oltre alla struttura e alla dimensione internazionale, cercando di capirne i punti di forza e la *mission*. Il lavoro continua in seguito con l'analisi delle motivazioni alla base della decisione di compiere l'acquisizione e delle strategie seguite dall'impresa nel condurre un'operazione di questo tipo: l'obiettivo è di capire le strategie seguite dall'impresa nella decisione di crescita per via esterna, focalizzandosi sugli obiettivi dall'*acquiror* e sulla creazione (o meno) di valore ottenuta dall'operazione di M&A in questione, interrogandosi se l'operazione abbia avuto gli effetti desiderati, tenendo presenti anche il quadro macroeconomico sia europeo che cinese. Vengono quindi, in conclusione, mostrati gli effetti dell'operazione, e viene compiuta la valutazione dell'azienda prima e dopo l'acquisizione tramite la metodologia dei multipli di mercato.

4.1 Elica S.p.A.

4.1.1 Descrizione del gruppo, storia e unità di business

Elica, un gruppo industriale con sede a Fabriano nelle Marche, rappresenta il più importante distretto del settore degli elettrodomestici a livello nazionale e tra i principali in Europa. È quotato alla Borsa di Milano dal 2006 sul Mercato Telematico Azionario – segmento STAR – ed è possibile affermare che la società è divenuta oggi leader mondiale in termini di unità vendute nel settore delle cappe ad uso domestico. Il gruppo, che conta circa 3.700 dipendenti e una produzione annua di oltre 19 milioni di pezzi tra cappe e motori, si avvale di una piattaforma produttiva articolata in otto stabilimenti tra Italia, Polonia, Messico, Germania, India e Cina. Nella tabella seguente sono riassunti i principali dati del Gruppo (2016).

Tabella 4.1 Sintesi dati del gruppo

Denominazione sociale	Elica S.p.A.
Data di costituzione della società	05 Agosto 1970
Data di quotazione	10 Novembre 2006
Principale Borsa	Borsa Italiana – MTA (Mercato Telematico Azionario)
Descrizione Attività (ATECO 2007)	Fabbricazione di altre apparecchiature elettriche
Presidente Esecutivo	Francesco Casoli
Amministratore Delegato	Giuseppe Peucchetti
Numero dipendenti	circa 3700
Produzione annua	Oltre 19.000.000 di pezzi
Data chiusura ultimo bilancio	31 Dicembre 2015
Risultati (Mil. €):	
Fatturato	421,6
EBITDA (*ante oneri di ristrutturazione)	35,3
EBITDA	33,5
Risultato Netto	7,4
Numero di stabilimenti	8

Fonte: Nostra elaborazione sui bilanci di ELICA SPA

Elica è nata nel 1970 da un'idea di Ermanno Casoli, che fonda l'azienda a Fabriano in quell'anno; nel 1972 il fondatore presenta a Parigi il primo aspiratore d'aria e stipula il primo contratto con Philips. In seguito alla scomparsa prematura del fondatore, nel 1978 l'azienda passa in gestione al figlio Francesco Casoli, il quale nel 1990 diviene Amministratore Delegato di Elica Spa. Negli anni successivi, l'azienda si espande attraverso nuovi stabilimenti in Italia ma soprattutto all'estero, arrivando alla quotazione nel 2006. Nel paragrafo successivo viene indicata la dimensione internazionale del gruppo, una delle caratteristiche per cui abbiamo scelto l'azienda come *case study*.

Il Gruppo Elica opera attraverso due Business Unit principali:

- la Business Unit Cappe progetta, produce e commercializza cappe da cucina ad uso domestico sia a marchio proprio sia attraverso i brand dei principali produttori internazionali di elettrodomestici (Whirlpool, Electrolux, Indesit, etc.) e, per il mercato asiatico, anche piani cottura, forni e sterilizzatori;

- la Business Unit Motori progetta, produce e commercializza motori elettrici a marchio FIME per cappe, caldaie, frigoriferi e forni.. Si tratta. in sostanza, di macchine motrici per cappe, apparecchi di riscaldamento ed elettrodomestici (principalmente frigoriferi).

La vendita dei prodotti a marchio proprio avviene attraverso diversi canali distributivi:

- *kitchen manufacturer*, in Italia alcuni esempi sono Boffi, Valcucine, Ernestomeda, Scic, Scavolini. All'estero, il Gruppo Nobia, Nobilia e Gruppo Alno;
- distributori, che hanno tra i loro clienti negozi di arredamento, *kitchen studio*, *contract*;
- *retail* di media/alta gamma, alcuni esempi sono Darty, Brico Depot, Gruppo Foxtrot;
- *kitchen studio*, i negozi specializzati nell'arredamento dell'ambiente cucina, che vengono serviti direttamente.

I prodotti a marchi di terzi sono distribuiti attraverso lo stretto rapporto con il cliente *Original Equipment Manufacturer (OEM)*²².

²² OEM. Original Equipment Manufacturer, fornitore di un'apparecchiatura da installare in un secondo momento su un prodotto finito, su cui il costruttore finale appone il proprio marchio.

Elica è nata nel 1970 da un'idea di Ermanno Casoli, che fonda l'azienda a Fabriano in quell'anno; nel 1972 il fondatore presenta a Parigi il primo aspiratore d'aria e stipula il primo contratto con Philips. In seguito alla scomparsa prematura del fondatore, nel 1978 l'azienda passa in gestione al figlio Francesco Casoli, il quale nel 1990 diviene Amministratore Delegato di Elica Spa. Negli anni successivi, l'azienda si espande attraverso nuovi stabilimenti in Italia ma soprattutto all'estero, arrivando alla quotazione nel 2006. Nel paragrafo successivo viene indicata la dimensione internazionale del gruppo, una delle caratteristiche per cui abbiamo scelto l'azienda come *case study*.

Il Gruppo Elica opera attraverso due Business Unit principali:

- la Business Unit Cappe progetta, produce e commercializza cappe da cucina ad uso domestico sia a marchio proprio sia attraverso i *brand* dei principali produttori internazionali di elettrodomestici (Whirlpool, Electrolux, Indesit, etc.) e, per il mercato asiatico, anche piani cottura, forni e sterilizzatori;
- la Business Unit Motori progetta, produce e commercializza motori elettrici a marchio FIME per cappe, caldaie, frigoriferi e forni. Si tratta, in sostanza, di macchine motrici per cappe, apparecchi di riscaldamento ed elettrodomestici (principalmente frigoriferi).

La vendita dei prodotti a marchio proprio avviene attraverso diversi canali distributivi:

- *kitchen manufacturer*, in Italia alcuni esempi sono Boffi, Valcucine, Ernestomeda, Scic, Scavolini. All'estero, il Gruppo Nobia, Nobilia e Gruppo Alno;
- distributori, che hanno tra i loro clienti negozi di arredamento, *kitchen studio*, *contract*;
- *retail* di media/alta gamma, alcuni esempi sono Darty, Brico Depot, Gruppo Foxtrot;
- *kitchen studio*, i negozi specializzati nell'arredamento dell'ambiente cucina, che vengono serviti direttamente.

I prodotti a marchi di terzi sono distribuiti attraverso lo stretto rapporto con il cliente *Original Equipment Manufacturer (OEM)*²³.

²³ OEM. *Original Equipment Manufacturer*, fornitore di un'apparecchiatura da installare in un secondo momento su un prodotto finito, su cui il costruttore finale appone il proprio marchio.

Elica nasce come terzista di altri *brand* e crea, in un secondo momento, il proprio *brand*, rivolto a fasce di clientela più alte, con un alto livello di design e innovazione. Francesco Casoli afferma in un'intervista²⁴ (Casoli, L'intervista: cappe aspiranti Elica 2006) “All’inizio ci siamo proposti sui mercati europei come terzisti: fino al 1995 eravamo presenti soprattutto in Germania, Francia e Gran Bretagna. Lavoravamo con grandi clienti come Aeg, Indesit, Electrolux. Poi, girando il mondo, abbiamo iniziato a capire che avremmo avuto molte opportunità anche vendendo direttamente i nostri prodotti. Prima in Russia, poi in Cina e nei paesi dell’Est Europa. Oggi effettuiamo il 60% delle nostre vendite come terzisti e il 40% direttamente con il nostro marchio: puntiamo ad aumentare in un paio d’anni le nostre vendite dirette fino ad arrivare ad un 50 e 50”.

Il gruppo Elica è contraddistinto sul mercato da esperienza nel settore e da grande attenzione al design; il gruppo punta essenzialmente sulla ricercatezza dei materiali e le tecnologie avanzate, che garantiscono massima efficienza e riduzione dei consumi e hanno consentito all'azienda di rivoluzionare l'immagine tradizionale delle cappe da cucina: esse vengono dai clienti concepite come oggetti dal *design* particolare e in grado di migliorare la qualità della vita, per questo risultano dei prodotti rivolti a fasce di clienti medio-alta. Il principale punto di forza dei prodotti Elica può essere ritrovato, quindi, nell'uso di tecnologie innovative ma nello stesso tempo utilizzabili in maniera semplice: i sistemi interfaccia uomo/macchina sono particolarmente intuitivi e consentono di attivare i prodotti sfiorandoli; sistemi di aspirazione intelligenti, *digital display*, stazioni meteo, sistemi automatici di attivazione e controllo (AST) sono alcuni dei risultati di una costante ricerca, che ha consentito anche di abbattere il rumore della cappa di oltre il 40%. In merito a quest'ultimo aspetto, Elica ha brevettato un particolare sistema (denominato “Deep Silence Plus”) che permette alle cappe decorative di funzionare con minori emissioni di rumore rispetto alle cappe normali. Porta la firma di Elica anche “Evolution”, un rivoluzionario sistema di trattamento dell'aria che concentra, in un piccolo cilindro di acciaio super compatto, meccanica, motore, filtri, impianto luce, elettronica e interfaccia di controllo. Il risultato è un prodotto tecnologico che consente versatilità nell'estetica e nell'utilizzo della cappa, trasformandola in un nuovo punto luce che valorizza lo spazio.

²⁴ Intervista a Francesco Casoli, che è stato amministratore delegato di Elica, tratta da Newsmercati (Newsletter n. 8, Daniela Da Milano, 09/02/2006).

Tramite la collaborazione con l'azienda Artemide, leader nel settore dell'illuminazione, Elica ha invece stipulato un accordo per la produzione di "Luxerion", il primo apparecchio multifunzionale che integra l'illuminazione e il trattamento dell'aria per migliorare il benessere nell'ambiente domestico e professionale. Con tale collaborazione, Artemide firma il *design* dei prodotti, mentre Elica fornisce la tecnologia. In aggiunta ai prodotti e tecnologie di successo già menzionati, Elica sta lavorando attualmente al progetto *Pure Energy*, un *concept* tecnologico per l'abbattimento dei consumi energetici fino al 50. Per quanto riguarda la vocazione all'innovazione del gruppo, essa non si riflette solo nel prodotto: per Elica "innovazione" è uno stato mentale, un modo di essere, una cultura da diffondere; si può identificare qui la *mission* dell'azienda, un metodo di innovazione che fa convivere due differenti approcci: capire i bisogni già espressi dai clienti rispondendo alle loro esigenze e cercare di crearne di nuovi, mediante innovative tendenze del mercato. Per questo la società ha creato una vera e propria cultura dell'innovazione, anche grazie alle collaborazioni con Università e centri di ricerca nazionali e internazionali, consorzi interaziendali e con la Fondazione Ermanno Casoli²⁵. Questo concetto contraddistingue l'azienda, grazie alla proprietà che ha sempre favorito un approccio positivo e aperto nei confronti del cambiamento e delle novità. Questo è quello che può giustificare le scelte intraprese da Elica anche per quanto riguarda l'entrata in mercati internazionali. Nel passaggio da azienda di famiglia a gruppo quotato in borsa, l'*imprinting* originario non è venuto meno e ha trovato positivo riscontro nella politica manageriale, che ha messo a metodo un programma di iniziative in grado di facilitare il processo di internazionalizzazione e di diffondere una vera cultura del cambiamento.

Per quanto riguarda innanzitutto l'area cappe, il gruppo opera con il *brand* Elica, storico e di propria provenienza: esso nasce nel 1970 con l'ambizione di portare il benessere dell'aria in tutte le cucine del mondo; presenta punti di forza quali il *design*, l'affidabilità e l'innovazione.

²⁵ Dal 2011 Elica è tra i soci fondatori di Homelab, Consorzio italiano di ricerca sulla domotica. Tutti i prodotti di Elica Corporation vengono testati presso il laboratorio Elica Tech Lab, unico al mondo dedicato alla cappa e unico in Italia, e tra i pochi in Europa, in grado di effettuare specifici test in particolare nel settore dell'acustica. Il laboratorio nel 2013 ha ottenuto l'accreditamento Ilac-Accredia che ne ha riconosciuto la competenza tecnica, formale e sostanziale nel condurre specifiche attività di certificazione, ispezione, prova e taratura funzionali al rilascio di certificazioni valide a livello internazionale. L'accreditamento garantisce la competenza, l'indipendenza, l'imparzialità e la trasparenza delle attività svolte dal laboratorio. Elica TechLab gestisce e controlla anche ogni singolo test del laboratorio messicano, a Quéretaro, e le attività del laboratorio cinese di Shengzhou.

Gli altri *brand* sono: Gutmann, il marchio *handmade* di Elica Corporation; esso viene prodotto in Germania, e la sua esclusività deriva da un processo industriale basato su una manifattura di qualità dove l'attenzione per il dettaglio dà vita a un modello di alto artigianato; Turboair, il marchio diffuso in Italia e nei mercati dell'Estremo Oriente e della CSI (Comunità degli Stati Indipendenti) che offre una gamma di prodotti di fascia media; Ariafina, il marchio nato in seguito alla *joint venture* con Fuji Industrial, che produce cappe rivolte alla fascia più alta del mercato giapponese, dove si è affermato con successo; Arietta, il marchio distribuito nel Nord America; il marchio storico Jet Air, del mercato russo, particolarmente apprezzato per la capacità dei suoi prodotti di rispecchiare i valori del *Made in Italy*, che si traducono in ottime prestazioni tecniche e grande pregio estetico; infine, Puti, uno dei *brand* del settore più presente nella provincia cinese e produce, oltre alle cappe, anche piani cottura e sterilizzatori per stoviglie. Le cappe Puti ricoprono le fasce media e alta del mercato cinese, offrendo prodotti competitivi, altamente funzionali e tecnologici, con una cura particolare del design di derivazione europea.

Per quanto riguarda invece l'area dei motori elettrici, il gruppo è in possesso del marchio Fime, che identifica l'area motori di Elica Corporation. FIME nel corso degli anni ha ampliato la sua presenza sul mercato fino ad affermarsi nel settore dei motori elettrici e sistemi ventilanti per elettrodomestici, riscaldamento domestico e refrigerazione commerciale. Tra i maggiori clienti di Fime vi sono i principali gruppi industriali di differenti settori tra cui Vaillant, Bosch, Viessmann, BDR Thermea, Riello, Ariston Thermo, Immergas, BSH, Miele, Whirlpool, Electrolux, Indesit Company. La Società ha maturato grande *know-how* non solo nella progettazione elettromeccanica dei motori elettrici ma anche nella progettazione elettronica e fluidodinamica che permettono oggi di offrire sistemi integrati per la movimentazione dell'aria. In linea con le scelte di politica industriale di Elica Corporation, anche FIME è orientata a una produzione attenta al benessere delle persone e dell'ambiente. I sistemi ventilanti a marchio FIME rispondono ai requisiti normativi di sostenibilità e riduzione dei consumi, in tutti i settori di applicazione.

4.1.2 La struttura e la dimensione internazionale del gruppo

Il gruppo presenta una notevole dimensione internazionale, ottenuta nel corso degli anni: la logica di vicinanza con i clienti consente all'azienda di rispondere con tempestività alle loro richieste, permettendo di conquistare sempre nuove quote di mercato. Elica Corporation negli anni ha conquistato quote di mercato sempre maggiori e oggi è un vero *player* globale nel mercato di riferimento. È infatti *market leader* nel settore delle cappe e sta conquistando posizioni di *leadership* nel settore dei motori per caldaie da riscaldamento in Europa Occidentale e Orientale. Di seguito viene descritta l'attività di Elica nelle diverse aree continentali coinvolte.

Europa

In Europa la Società è presente in Italia, nella Regione Marche, dove hanno sede l'*Headquarter* (a Fabriano, in provincia di Ancona), gli stabilimenti produttivi e la sede centrale del laboratorio di ricerca e sviluppo. È presente poi in Polonia, con Elica Group Polska, a Jelcz Laskowice, nel polo industriale di Wroclaw, uno dei più importanti dell'Est Europa; in Germania, grazie all'acquisizione di Gutmann, leader nel settore della cappe da cucina *high end*, in Spagna, con un'organizzazione dedicata che consente un efficace presidio del mercato e in Francia grazie alla recente apertura di Elica France nel centro di Parigi.

Americhe

In Messico Elica Corporation opera con Elicamex a Querétaro, dove ha una sede produttiva e commerciale per l'America Latina e per il Nord America. La presenza in questo Paese si inserisce nel progetto strategico, portato avanti da Elica Corporation nel corso degli anni, di essere sempre più vicini ai clienti del mercato di riferimento per coglierne le nuove e importanti opportunità di crescita, sia nel business OEM (*Original Equipment Manufacturer*) che attraverso il lancio e lo sviluppo dei propri *brand*.

Asia

In Asia Elica Corporation conferma la sua presenza dal 2002, anno della joint venture con Fuji Industrial, prima azienda produttrice di cappe aspiranti in Giappone, della quale dal 2006 Elica detiene il controllo. Dalla JV è nato Ariafina, *brand* di riferimento per il mercato giapponese delle cappe di alta gamma. Nel 2005 Elica ha aperto uno

showroom nella principale via della moda di Osaka. Nel 2010 la Società è entrata nel mercato indiano attraverso una *joint venture* con l'imprenditore Pralhad Bhutada, tra i più affermati operatori locali. E' nata così Elica PB India Ltd. che produce e commercializza cappe, piani cottura e forni a marchio proprio e di terzi, destinati al mercato indiano. Nello stesso anno Elica è entrata nel mercato cinese, primo maggior mercato mondiale delle cappe, acquisendo la quota di maggioranza della società cinese Zhejiang Putian Electric Co. Ltd, proprietaria del marchio Puti, con il quale produce e commercializza cappe, piani a gas e sterilizzatori per stoviglie per il mercato locale. Grazie a questa acquisizione, Elica Corporation è presente nel più grande mercato mondiale del settore cappe con PUTI, un noto marchio cinese e con il *brand* Elica, inoltre dispone di una struttura produttiva di qualità e con ampie potenzialità di sviluppo. Lo stabilimento produttivo è situato a Shengzhou, uno dei più affermati distretti industriali cinesi degli elettrodomestici. Nel 2012 Elica ha ceduto a Fuji Industrial Co. Ltd. una quota pari al 3,24% del capitale sociale di Zhejiang Putian Electric Co. Ltd. L'operazione, che dimostra il ruolo strategico della presenza diretta in quest'area, ha consolidato e rafforzato i rapporti di cooperazione con il partner giapponese.

CSI (Comunità degli Stati Indipendenti)

Nel 2012 la Società ha rafforzato la sua presenza diretta in questo mercato, in cui è attiva attraverso i suoi marchi già dal 1995, acquisendo il 100% della società controllata Elica Trading LLC, che commercializza prodotti con marchi propri, quali Elica, Jet Air e Turboair. Elica Trading LLC, costituita nel 2011 e con sedi a San Pietroburgo e a Mosca, grazie ai suoi magazzini di stoccaggio serve direttamente una fitta rete di distribuzione nel territorio locale. Elica Corporation è in grado oggi di assicurare in questo mercato maggiore efficienza e qualità oltre che del prodotto anche del servizio offerto ai clienti e ai consumatori, grazie alla gestione diretta di una rete di assistenza tecnica.

Attualmente il gruppo è costituito come descritto nell'organigramma in figura 4.1: Elica S.p.A. - Fabriano (AN) è la capofila del Gruppo (in breve Elica). Le società controllate al 31 dicembre 2015 risultano le seguenti:

1. Elica Group Polska Sp.zo.o – Wroclaw – (Polonia) (in breve Elica Group Polska). Detenuta al 100%, è operativa dal mese di settembre 2005 nel settore

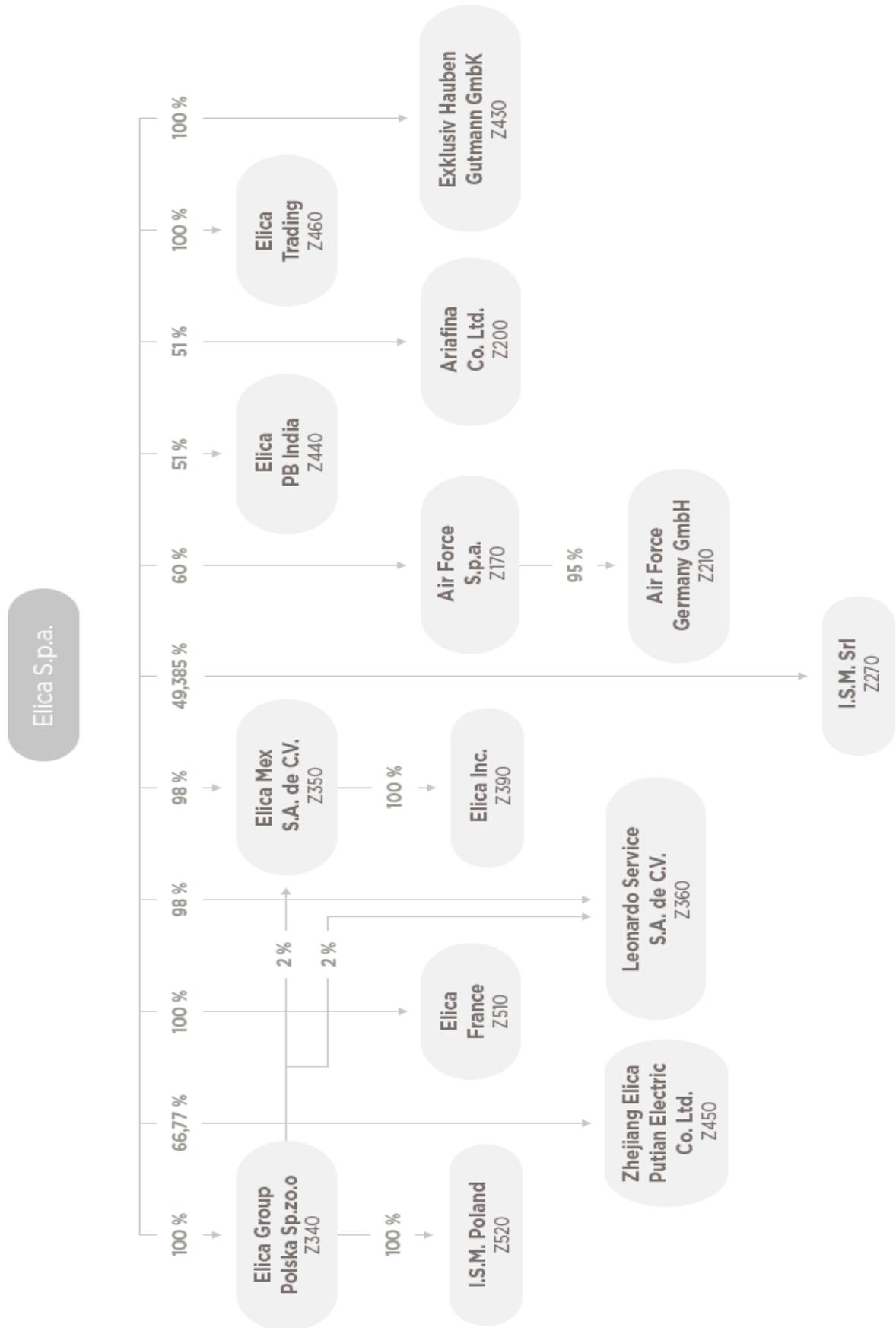
della produzione e vendita di motori elettrici e dal mese di dicembre 2006 nel settore della produzione e vendita di cappe da aspirazione per uso domestico;

2. Elicamex S.A. de C.V. – Queretaro (Messico) (in breve Elicamex). La società è stata costituita all'inizio del 2006 ed è detenuta al 100% (98% dalla Capogruppo e 2% tramite la Elica Group Polska). Attraverso questa società, il Gruppo intende concentrare in Messico la produzione dei prodotti destinati ai mercati americani e cogliere i vantaggi connessi all'ottimizzazione dei flussi logistici e industriali;
3. Leonardo Services S.A. de C.V. – Queretaro (Messico) (in breve Leonardo). La società è stata costituita nel corso del mese di gennaio 2006, è detenuta direttamente dalla Capogruppo al 98% ed indirettamente tramite la Elica Group Polska Sp.zo.o. Leonardo Services S.A. de C.V. gestisce tutto il personale delle attività messicane, fornendo servizi alla società ELICAMEX S.A. de C.V.;
4. Ariafina CO., LTD – Sagamihara-Shi (Giappone) (in breve Ariafina). Costituita nel settembre 2002 come joint venture paritetica con la Fuji Industrial di Tokyo, leader in Giappone nel mercato delle cappe; Elica S.p.A. ne ha acquisito il controllo, detenendo il 51%, nel maggio 2006, intendendo dare ulteriore stimolo allo sviluppo commerciale nell'importante mercato giapponese, dove vengono commercializzati prodotti di alta gamma;
5. Airforce S.p.A. – Fabriano (AN-Italia) (in breve Airforce). Opera in posizione specialistica nel settore della produzione e vendita di cappe. La quota di partecipazione di Elica S.p.A. è pari al 60%;
6. Airforce Germany Hochleistungs-Dunstabzugssysteme GmbH – Stuttgart (Germania) (in breve Airforce Germany). Commercializza le cappe nel mercato tedesco attraverso i kitchen studio ed è partecipata al 95% da Airforce S.p.A.;
7. Elica Inc. – Chicago, Illinois (Stati Uniti), ufficio a Bellevue, Washington (Stati Uniti). Ha l'obiettivo di favorire lo sviluppo dei marchi del Gruppo nel mercato USA attraverso lo svolgimento di attività di marketing e trade marketing con personale residente. La società è interamente controllata da ELICAMEX S.A. de C.V.;

8. Exklusiv Hauben Gutmann GmbH – Mulacker (Germania) (in breve Gutmann), società tedesca partecipata al 100% da Elica S.p.A. è leader del mercato tedesco nel settore delle cappe da cucina high end, specializzato nella produzione di cappe tailor made e di cappe altamente performanti;
9. Elica PB India Private Ltd. – Pune (India) (in breve Elica India), nel 2010 Elica S.p.A. ha firmato un joint venture agreement che prevedeva la sottoscrizione del 51% del capitale sociale della società indiana neocostituita. La Elica PB India Private Ltd. produce e commercializza i prodotti del Gruppo;
10. Zhejiang Elica Putian Electric CO.,LTD. – Shengzhou (Cina) (in breve Putian), società cinese partecipata al 66,76%, è proprietaria del marchio Puti, uno dei brand cinesi più conosciuti nel mercato degli elettrodomestici, con il quale produce e commercializza cappe, piani a gas e sterilizzatori per stoviglie;
11. Elica Trading LLC - Saint-Petersburg (Federazione Russa) (in breve Elica Trading), società russa partecipata al 100%, è stata costituita in data 28 giugno 2011;
12. Elica France S.A.S. - Parigi (Francia) (in breve Elica France), società francese partecipata al 100%, costituita nel corso dell'esercizio 2014.

La società collegata è invece la seguente: I.S.M. S.r.l. – Cerreto d'Esse (AN-Italia). La società, di cui Elica S.p.A. detiene il 49,385% del capitale sociale, svolge attività nel settore immobiliare.

Figura 4.1 Organigramma del gruppo Elica SpA



Fonte: bilancio di ELICA SPA

4.1.3 Il quadro macroeconomico in Europa e in Cina e il mercato delle cappe nel periodo 2009-2015

Prima di procedere con l'analisi e valutazione dell'operazione di M&A, abbiamo ritenuto utile osservare il quadro macroeconomico europeo e cinese e avere chiaro l'andamento del mercato mondiale delle cappe nel periodo dal 2009 ad oggi.

Secondo i dati tratti dai bilanci di Elica Spa, nel **2009** il PIL dell'area Euro subisce un calo del 3,9%, con valori negativi nei primi due trimestri dell'anno e positivi nel terzo e nel quarto trimestre, grazie alle misure di stimolo dei vari governi nazionali e alla ripresa della crescita cinese, che ha stimolato le esportazioni. Il calo del PIL interessa tutte le principali economie, in particolare la Germania (-5% circa), l'Italia (-4,7%) e la Francia (-2,2%). Sul fronte dell'inflazione, l'anno ha registrato un forte rallentamento a causa del calo dei prezzi delle materie prime. In Cina, dopo una partenza difficile, il 2009 ha visto un sensibile miglioramento della crescita, grazie al piano di stimolo biennale ed all'aumento record dei prestiti bancari intrapresi dal governo (PIL pari a 9,1%).

In area Euro il **2010** è invece caratterizzato da un recupero del PIL, da un'inflazione che è rimasta sotto il target del 2% e da forti tensioni sul mercato del debito, che hanno interessato soprattutto i paesi periferici; l'inflazione è in aumento a causa soprattutto dell'incremento del costo delle materie prime (in particolare dei costi energetici). In Cina nell'anno 2010 il PIL è invece cresciuto del 10%, addirittura sopra le aspettative del 2009 (La Banca Mondiale aveva previsto una crescita dell'8%).

Il **2011** viene caratterizzato principalmente in area Euro dal tema del rischio sovrano, che ha interessato particolarmente la seconda parte dell'anno. I primi sei mesi del 2011 infatti sono caratterizzati da un andamento diametralmente opposto, con l'Euro in apprezzamento verso il Dollaro statunitense, *spread* governativi relativamente contenuti e *asset* rischiosi in *trend* rialzista. La bipartizione dell'anno è stata in parte causata dalla scadenza del secondo piano di acquisto di *asset* della FED²⁶, terminato a fine giugno, ed

²⁶ *Federal Reserve System*, il sistema centrale bancario statunitense composto da 12 banche centrali regionali (*Federal Reserve Banks*) di proprietà di banche private. Governata da sette membri del consiglio di amministrazione (ciascuno nominato dal presidente degli Stati Uniti per 14 anni), la Fed regola i tassi di interesse e la disponibilità di credito bancario e pone altre politiche monetarie quali i requisiti di riserva di legge per le banche.

il successivo riacutizzarsi del tema rischio sovrano degli ultimi mesi dell'anno 2011 è stato verosimilmente la conseguenza soprattutto della difficoltà a raggiungere un accordo all'interno dell'area Euro per l'espansione dei poteri e dotazione del fondo EFSF²⁷. Il 2011 ottiene comunque un PIL in crescita dell'1,6% rispetto all'anno precedente, trainato in modo particolare dal quello tedesco che si attesta sul 3,0%. Italia e Spagna registrano rispettivamente un incremento dello 0,4% e dello 0,7%. In Cina, nell'anno 2011 il PIL cresce del 9,2%, un valore positivo seppur inferiore a quello del 2010. Per quanto riguarda l'andamento del settore, nel corso del 2011 il mercato mondiale delle cappe da cucina registra un calo globale del 4,6% rispetto al 2010, a causa della recessione in cui si trovano i paesi durante tale periodo. Il mercato europeo si mantiene complessivamente stabile rispetto all'anno precedente, mostrando però un andamento a due velocità: un deciso calo della domanda in Europa Occidentale (-6% circa) compensato da una crescita dei mercati dell'Europa Orientale (+7%). I principali mercati dell'Europa Occidentale (Italia, Spagna, Regno Unito) registrano, infatti, cali fino al -10%/-15%. Il 2011 è stato infine il primo anno di rallentamento della domanda in Cina, il principale mercato a livello globale per le cappe da cucina, che si è ridotta del 10% rispetto al 2010.

In area Euro, il **2012** continua ad avere come protagonista il tema del rischio sovrano: la crisi dell'area iniziata a metà 2010 a partire dalla Grecia per poi contagiare successivamente altri paesi, ha registrato una nuova fase di intensificazione, con la Grecia nuovamente al centro dell'attenzione. In conseguenza di ciò, il 2012 è caratterizzato da un PIL dell'area Euro in riduzione dello 0,4% rispetto all'anno precedente, con una marcata dicotomia tra la crescita di Germania e Francia (rispettivamente +0,9% e +0,2% rispetto al 2011) e la pesante recessione di Italia e Spagna (rispettivamente -2,1% e -1,4% rispetto all'anno precedente). In Cina si registra invece nel 2012 una crescita del PIL del 7,8%. Nel corso del 2012 il mercato mondiale delle cappe da cucina registra un calo globale del 5,0% rispetto al 2011, mostrando tuttavia un evidente rallentamento della contrazione nella seconda parte dell'anno. Il mercato europeo registra un lieve calo (-1,8%) rispetto all'anno precedente, mostrando di nuovo un andamento a due velocità: una decisa diminuzione della domanda in Europa Occidentale (-5,3%) compensata, solo in parte, da una crescita dei mercati

²⁷ Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria, creato nel mese di giugno 2010 come un meccanismo di risoluzione delle crisi temporanea dagli Stati membri dell'area dell'euro.

dell'Europa Orientale (+2,1%). I mercati dell'Europa Sud Occidentale (Italia, Spagna e Portogallo) registrano cali intorno al 15%, mentre la Francia passa da una situazione di stabilità nel 2011 ad una contrazione di circa il 3% nel 2012. Il 2012 risulta il secondo anno consecutivo di rallentamento della domanda in Cina, che si è ridotta di circa il 10% rispetto al 2011.

In area Euro nel **2013** inizia finalmente un lento processo di uscita dalla recessione economica, caratterizzato da una progressiva attenuazione della crisi dei debiti sovrani. Nel mese di luglio avviene l'introduzione, da parte della BCE, della *forward guidance*²⁸ qualitativa come strumento di politica monetaria non convenzionale che ha espresso più volte l'intenzione di voler mantenere i tassi sui livelli attuali o più bassi, per un periodo prolungato di tempo. Il 2013 è caratterizzato da un PIL dell'area Euro in riduzione dello 0,4% rispetto all'anno precedente, con una modesta crescita di Germania e Francia (rispettivamente +0,5% e +0,2% rispetto al 2012) e la persistente recessione di Italia e Spagna (rispettivamente -1,8% e -1,2% rispetto all'anno precedente). In Cina, nell'anno 2013 il PIL è cresciuto del 7,7%, confermando la crescita di questo Paese. Nel corso del 2013 il mercato mondiale delle cappe da cucina registra una crescita del 3,3% rispetto al 2012, divenendo più sostenuta a partire dal secondo trimestre dell'anno. Il mercato europeo registra un lieve calo (-1,0%) rispetto all'anno precedente, mostrando nuovamente un andamento a due velocità: una persistente diminuzione della domanda in Europa Occidentale (-3,6%) compensata in parte da una crescita dei mercati dell'Europa Orientale (+2,6%). I mercati dell'Europa Sud Occidentale (Italia, Spagna e Portogallo) registrano cali a doppia cifra, mentre anche in Francia la contrazione del mercato si inasprisce registrando un calo del 4,5% rispetto al -3% del 2012; il Regno Unito registra invece una modesta ripresa della domanda (+0,7%) arrestando però la caduta registrata l'anno precedente, mentre la Germania è caratterizzata da una sostanziale stabilità (+0,6%). La performance complessiva di crescita della domanda in Europa Orientale viene ancora una volta trainata dal mercato russo (+14,9%) e da quello Turco (+3,5%), in uno scenario di cali generalizzati in quasi tutti gli altri paesi dell'area che persiste dal 2012. Per la Cina, il 2013 è stato l'anno della ripresa della domanda,

²⁸Si tratta dell'indicazione, da parte di una banca centrale, di come saranno modificati i tassi di interesse in futuro. La Banca centrale europea l'ha introdotta per la prima volta il 4 luglio 2013: con questa svolta, che finora affidava le indicazioni a una sorta di linguaggio in codice per addetti ai lavori, ha reso la comunicazione esplicita, sul modello di quanto fa abitualmente la Federal Reserve. La *guidance* contribuisce a tenere sotto controllo i tassi di mercato monetario e la struttura dei rendimenti governativi (Fonte: Il Sole 24 Ore, 2016).

che si incrementa di ben l'8,2%, grazie alla ripresa del mercato immobiliare cinese che ha arrestato la contrazione registrata nel 2012.

Il **2014** risulta un anno ancora caratterizzato dal protagonismo assoluto delle banche centrali nella scena macroeconomica mondiale. In area Euro la BCE, oltre a procedere per due volte ad un taglio del tasso di riferimento portandolo sul livello di 0,05%, introduce nel corso dell'anno una serie di misure non convenzionali²⁹ volte a fronteggiare i rischi di bassa inflazione e a stimolare la crescita dell'economia del Vecchio Continente. Il 2014 è caratterizzato da un PIL dell'area Euro in crescita dello 0,8% rispetto all'anno precedente, con una crescita sopra la media della Germania (+1,4% rispetto all'anno precedente) e della Spagna (+1,3%), una crescita di poco sotto la media della Francia (+0,4%) e una persistente recessione dell'Italia (-0,2% rispetto all'anno precedente). In Cina, nell'anno 2014 è proseguita la fase di rallentamento dell'economia (il PIL cresce del 7,4% contro il 7,7% dell'anno precedente) a causa principalmente di un persistere del raffreddamento nel mercato immobiliare e del timore, avutosi soprattutto nella prima parte dell'anno, del possibile fallimento dei cosiddetti *shadow banking*³⁰. Nel corso del 2014 il mercato mondiale delle cappe da cucina registra un calo del 2,8% rispetto al 2013, presentando una contrazione più accentuata nella seconda parte dell'anno. Il mercato europeo è sostanzialmente stabile (-0,2%) rispetto all'anno precedente, poiché la crescita della domanda nell'Europa Orientale realizzata nel primo semestre si è tramutata in un calo nella seconda parte dell'anno in relazione all'acuirsi della crisi Russa/Ucraina. A questo si aggiunga il trend inverso registrato in Europa Occidentale che, se pur in calo fino al primo semestre, si riprende nella seconda parte dell'anno fino a raggiungere una sostanziale stabilità rispetto al 2013 (-0,4%). In uno scenario di cali generalizzati negli altri paesi dell'area, i mercati dell'Europa Occidentale che segnano una ripresa sono: la Germania (+2,0%) che riprende a crescere nel 2014, l'Italia (+0,3%) che torna in positivo dopo un calo a doppia cifra, come il Portogallo che rimane sostanzialmente stabile dopo un 2013 in

²⁹ Tali misure sono consistite nelle operazioni di finanziamento a medio lungo termine fatte a giugno (LTRO) e negli acquisti di ABS e *covered* lanciate da settembre.

³⁰ La finanza cinese è caratterizzata da un sistema bancario che paga ai propri correntisti interessi molto bassi sui depositi e che concede molto difficilmente credito alle imprese. Questa situazione ha indotto gli operatori finanziari cinesi a mettere in campo delle gestioni patrimoniali più competitive che consentissero ai risparmiatori di investire in fondi maggiormente convenienti rispetto ai conti di deposito e a tali fondi d'investimento, a loro volta, di investire sulle imprese prestandogli denaro. Si sono immessi in tal modo, nel mercato finanziario cinese, degli operatori terzi che in alcuni casi hanno operato all'interno dei principali istituti di credito, in altri casi hanno operato separatamente. Si è così creato un sistema del credito parallelo, denominato appunto *shadow banking* (Fonte: Forexinfo, 2016).

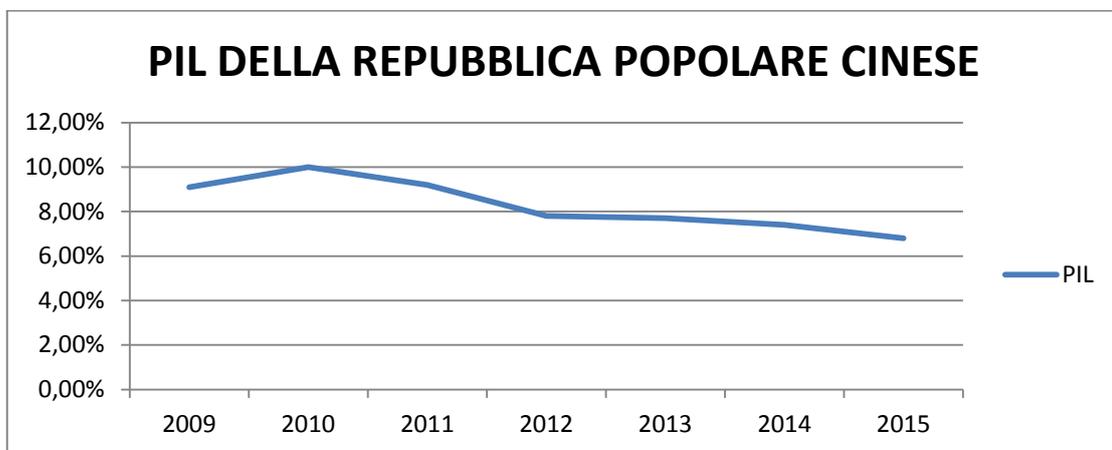
rilevante calo. In Cina il 2014 segna un ritorno ad una contrazione della domanda (-4,6%) che influenza in maniera rilevante la performance di tutta l'Asia, accompagnata dal calo del mercato giapponese (-3,6%), mentre l'India e gli altri mercati del Sudest asiatico registrano andamenti positivi.

In continuità con il 2014, anche il **2015** è caratterizzato dal protagonismo assoluto delle banche centrali nella scena macroeconomica mondiale. Protagonista indiscussa sempre la BCE, che ha prima varato ad inizio anno un piano di QE per contrastare il basso livello di inflazione all'interno dell'UE seguito poi, nell'ultima parte dell'anno, dalla decisione di allungare la scadenza del QE stesso oltre settembre 2016. Il 2015 è caratterizzato da un PIL dell'area Euro in crescita dello 1,5% rispetto all'anno precedente, con una crescita sopra la media della Spagna (+3,1% rispetto all'anno precedente), una crescita in linea con la media della Germania (+1,5%) ed una performance inferiore rispetto alla media sia della Francia (+1,2%) che dell'Italia (+0,8%). Il rallentamento economico, in atto in Cina già dal 2014, ha portato nel corso del 2015 a scosse molto violente, seppur temporanee, sui mercati finanziari iniziate alla fine del primo semestre 2015³¹. L'economia cinese ha fatto registrare comunque una crescita del PIL nel corso del 2015 pari al 6,8% rispetto al 2014 con un'inflazione pari al 1,5%. Nel corso del 2015 il mercato mondiale delle cappe da cucina registra un calo del 2,3% rispetto al 2014, presentando un rallentamento della contrazione nella seconda parte dell'anno. Il mercato europeo si riduce del 3% rispetto all'anno precedente, poiché la ripresa della domanda nell'Europa Occidentale (+1,9%) è stata compensata dall'accentuata contrazione del mercato dell'Europa Orientale (-9,4%), sempre più condizionato alle vicissitudini politiche di Russia e Ucraina. In uno scenario di crescita generalizzata i paesi dell'Europa Occidentale che segnano una più marcata ripresa sono: la Germania (+3,0%) che prosegue la crescita dal 2014, il Regno Unito (+3,2%) che torna a crescere dopo i cali registrati fino al 2014 e la Spagna (+5,5%) che dopo due anni di forte calo presenta un'ottima crescita. In Cina è proseguito nel 2015 il trend di contrazione dell'anno precedente (-4,2%) e questo ha influenzato in maniera rilevante la performance di tutta l'Asia, accompagnata dal calo del mercato giapponese (-2,7%), mentre l'India (+3%) e gli altri mercati del Sudest asiatico si confermano in espansione.

³¹ Volatilità che non si è placata durante il mese di agosto quando le autorità cinesi hanno deciso di svalutare il Renminbi nel rapporto regolato con il Dollaro USA, e durante l'ultima parte dell'anno, in cui il Renminbi è stato incluso dal FMI nel *basket* delle valute facenti parte dei Diritti Speciali di Prelievo.

Alla luce di quanto osservato, una delle motivazioni che hanno spinto Elica a decidere di intraprendere l'operazione di acquisizione di un'azienda cinese è la previsione di crescita della Cina rispetto all'Europa, osservando il PIL particolarmente nel 2010 (nella figura 4.2 è presente l'andamento del PIL nella Repubblica Popolare Cinese nel periodo 2009-2015); tuttavia, la crisi che ha in seguito afflitto il paese nel settore del *real estate* ha avuto ripercussioni negative sulla crescita e ciò si è riversato anche sulla domanda del mercato delle cappe da cucina e degli elettrodomestici, settore che ne ha risentito *in primis*.

Figura 4.2: Andamento del PIL nella Repubblica Popolare Cinese



Fonte: Nostra elaborazione su dati ELICA SPA

4.1.4 Evoluzione dei principali indicatori economico – finanziari del gruppo

Tabella 4.2 I principali indicatori economico – finanziari del gruppo (Dati in milioni di Euro)

Milioni di €	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ricavi consolidati	398,8	426,8	385,4	335,1	368,3	378,4	384,9	391,8	391,9	421,6
Δ		7,02%	-9,7%	-13%	9,9%	2,8%	1,72%	1,8%	0,03%	7,6%
Ricavi Area Cappe	330,7	359,2	319,7	287,9	313,1	319,1	329,9	334,8	334,1	360,9
Δ		8,62%	-11%	-10%	8,75%	1,92%	3,4%	1,5%	-0,2%	8,02%
Ricavi Area Motori	68,1	67,6	65,7	47,2	55,2	59,3	55	57	57,8	60,7
Δ		-0,7%	-2,8%	-28%	16,8%	7,4%	-7,3%	3,64%	1,4%	5,02%
EBITDA	39,8	38,5	22,7	20,1	26,2	26,5	27,0	22,9	27,9	33,5
(% sui ricavi)	10%	9,02%	5,89%	6%	7,11%	7%	7,01%	5,85%	7,12%	7,95%
EBIT	23,9	22,1	2,6	0,7	10,6	12,0	12,1	6,9	11,3	16,2
(% sui ricavi)	5,99%	5,18%	0,67%	0,21%	2,88%	3,17%	3,14%	1,76%	2,88%	3,84%
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	8,3	9,2	3,6	0,2	4,3	4,2	5,0	1,4	2,6	6,2
CASH/NET DEBT	2,3	3,2	34,9	22,9	34,9	68,8	62,3	56,7	51,4	53,01
EPS (Euro/Cents)*utile base	15,1	16,2	6,2	0,4	7,5	6,9	8,3	2,2	4,2	9,98

Fonte: Bilanci del gruppo consolidato di ELICA SPA

Nella tabella 4.2 sono presenti gli indicatori principali della situazione economico – finanziaria del Gruppo. Dopo un biennio piuttosto positivo in termini di redditività, a partire dal 2008, a causa della crisi economica e finanziaria globale, si registra un peggioramento netto dei risultati. Il 2009 risulta l'anno peggiore in assoluto: durante tale anno il Gruppo realizza ricavi consolidati in diminuzione del 13,1% rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente, con una diminuzione più evidente, come è stato notato dai dati di bilancio del Gruppo, nella prima parte dell'anno e una crescita nell'ultimo trimestre. La diminuzione dei ricavi è stata più marcata nella SBU motori (-28%), che comunque ha realizzato una crescita nel corso del quarto trimestre, piuttosto che nella SBU cappe (-10%), contro una diminuzione della domanda mondiale del 16%.

Nella SBU cappe, i ricavi realizzati con i “marchi propri” realizzano un incremento del 9,7% rispetto allo stesso periodo del 2008, in controtendenza rispetto al mercato. La redditività operativa (EBITDA) prima degli oneri di ristrutturazione è stata pari al 6,6% dei ricavi contro il 6,5% dell’anno 2008. In particolare, nel corso del quarto trimestre, l’EBITDA prima degli oneri di ristrutturazione è stato pari all’8% dei ricavi, contro il 4% del corrispondente periodo dell’anno 2008.

Nel corso dell’anno **2010** il Gruppo realizza ricavi consolidati in crescita del 9,9% rispetto al corrispondente periodo dell’anno precedente. La crescita dei ricavi è stata realizzata sia nella SBU cappe (+8,7%) sia nella SBU motori (16,8%) dove è stata più marcata. Con riferimento alle aree geografiche, la crescita dei ricavi risulta più marcata nelle Americhe e nel Resto del Mondo; anche l’Europa ha registrato una *performance* positiva. Nella SBU cappe, i ricavi a marchi propri hanno realizzato una crescita del 18,1% rispetto al corrispondente periodo del 2009, mentre i ricavi realizzati con i prodotti a marchio di terzi hanno realizzato un incremento del 4,0%, sebbene il Gruppo abbia perseguito una attività di razionalizzazione del portafoglio clienti aventi affidabilità creditizia inferiore alla media. La redditività operativa netta (EBIT) è stata pari al 2,9% dei ricavi, contro un sostanziale pareggio realizzato nell’anno 2009.

Nel corso dell’esercizio **2011** il Gruppo Elica realizza ricavi consolidati pari a 378,4 milioni di Euro, in aumento del 2,8% rispetto all’anno precedente. I principali *driver* di crescita dei ricavi, sia nell’Area Motori che nell’Area *Cooking*, sono stati l’incremento dei volumi di vendita e il miglioramento del *price/mix*. L’andamento dei ricavi consolidati del 2011 è sensibilmente superiore al *trend* negativo registrato dal mercato mondiale delle cappe (-4,6%), realizzando in particolare una *performance* considerevolmente superiore al mercato nelle Americhe. L’Area *Cooking* realizza ricavi in aumento dell’1,9%. In particolare, i ricavi a marchi propri hanno registrato una crescita del 7,3%, rispetto al 2010, anche grazie alle vendite realizzate dalle società indiana e cinese. L’Area Motori realizza ricavi in aumento del 7,4% rispetto al 2010, grazie alla crescita del segmento *heating* e alle buone *performance* realizzate in tutti i segmenti. Con riferimento ai ricavi realizzati nelle principali aree geografiche di destinazione dei prodotti, in Europa si registra una lieve contrazione dell’1,4% rispetto al 2010, mentre le Americhe realizzano un significativo incremento pari al 20,1% e anche le altre aree geografiche registrano complessivamente un incremento del 18,3% riconducibile principalmente al consolidamento delle società indiana e cinese.

L'EBITDA è pari a 26,5 milioni di Euro rispetto ai 26,2 milioni di Euro del 2010, corrispondente al 7,0% dei ricavi. L'aumento della marginalità dell'1,3% è riconducibile ai continui processi di miglioramento dell'efficienza operativa e di investimento in innovazione, che hanno permesso di compensare il rilevante aumento del costo delle materie prime, in particolare materiali ferrosi, rame e materiali *oil-based*. L'EBIT è pari a 12,0 milioni di Euro rispetto ai 10,6 milioni di Euro del 2010, corrispondente al 3,2% dei ricavi, in aumento del 14,1% rispetto al 2010. La Posizione Finanziaria Netta al 31 dicembre 2011 è in debito di 68,8 milioni di Euro, rispetto al 31 dicembre 2010 quando era in debito per 34,9 milioni di Euro, in conseguenza principalmente dell'acquisizione dell'ulteriore 15% di Putian conclusasi nell'aprile 2011.

Nel corso dell'esercizio **2012** il Gruppo Elica realizza ricavi consolidati pari a 384,9 milioni di Euro, in aumento dell'1,7% rispetto all'anno precedente. La crescita è stata trainata dall'Area *Cooking* che ha registrato un incremento dei ricavi del 3,3%, realizzando una *performance* notevolmente superiore rispetto all'andamento della domanda mondiale, che registra un calo del 5%. Ne consegue che la quota di mercato del Gruppo nel settore delle cappe ad uso domestico si incrementa ulteriormente, rafforzando la sua *leadership* mondiale. In particolare le vendite di prodotti a marchi propri registrano un incremento del 4,7% e quelle a marchi di terzi del 2,5%. L'Area Motori nell'esercizio 2012 registra un calo dei ricavi (-7,2%), dovuto principalmente alla contrazione delle vendite di prodotti per il comparto *white goods*, solo parzialmente compensato dalla crescita delle vendite di motori per cappe aspiranti. Con riferimento ai ricavi realizzati nelle principali aree geografiche di destinazione dei prodotti, le vendite realizzate nelle Americhe e in Asia contribuiscono in maniera rilevante alla crescita dei ricavi, incrementandosi rispettivamente del 26,9% e dell'11,7% rispetto all'esercizio precedente, mentre le vendite in Europa mostrano un calo contenuto (-3,4%) influenzato dall'andamento del segmento Motori. L'EBITDA è pari a 27,0 milioni di Euro rispetto ai 26,5 milioni di Euro del 2011, corrispondente al 7,0% dei ricavi. L'aumento della marginalità dell'1,6% è riconducibile ai continui programmi di incremento di efficienza industriale e di struttura posti in essere fin da inizio anno ed alla riduzione del costo delle principali materie prime, che hanno permesso di compensare l'andamento negativo del *price/mix* generato dalla crescente pressione competitiva, in particolare nel segmento dei prodotti a marchi di terzi. L'EBIT, pari a

12,1 milioni di Euro e al 3,1% dei ricavi, è in linea rispetto ai 12,0 milioni di Euro realizzati nell'esercizio 2011.

Nel **2013** il Gruppo consegue ricavi consolidati per 391,8 milioni di Euro, registrando una crescita dell'1,8% rispetto all'anno precedente. I ricavi provenienti dall'Area Motori, in particolare, sono in aumento (3,64%) rispetto al dato precedente, mentre il segmento *Cooking* registra un lieve aumento dell'1,49%. L'EBITDA è pari a 22,9 milioni di Euro, in calo rispetto al 2012 e pari al 5% dei ricavi consolidati.

Nel **2014** il Gruppo ottiene 391,9 milioni di Euro di ricavi consolidati, attestandosi sugli stessi livelli dell'anno precedente. L'Area Motori registra un lieve aumento dell'1,404%, mentre l'Area *Cooking* registra un calo dello 0,21%. L'EBITDA risulta comunque in crescita, con 27,9 milioni di Euro e un'incidenza sui ricavi totali del 7,12%, tornando sulla stessa contribuzione precedente al 2013.

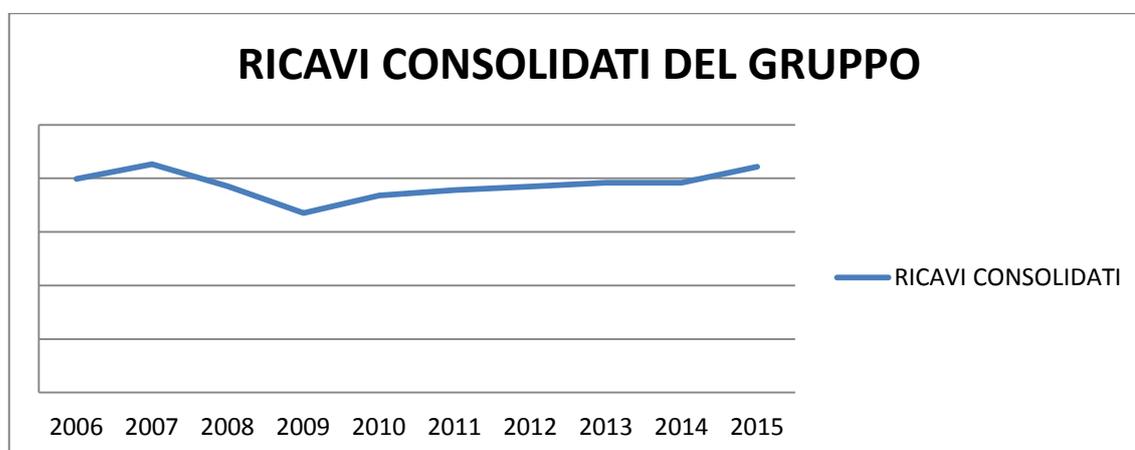
Nel **2015** Elica ha realizzato ricavi consolidati pari a 421,6 milioni di Euro, in aumento del 7,6% rispetto all'esercizio precedente, generati principalmente dalla crescita organica del business, in totale controtendenza rispetto al trend della domanda mondiale, che nel 2015 risulta in calo del 2,3%³². In particolare risultano in calo i mercati dell'Europa dell'Est (-9,4%), dell'Asia (-2,8%) e dell'America Latina (-3,3%), rispetto all'esercizio 2014. Al contrario in Nord America (+4,6%) ed in Europa Occidentale (+1,9%) si sono registrati trend di crescita della domanda. L'Area *Cooking* ha registrato un incremento dei ricavi dell'8,02%, grazie alle crescite dalle vendite sia di prodotti a marchi di terzi, in aumento del 7,7%, sia delle vendite a marchi propri, che hanno registrato un incremento dell'8,5%, in cui spicca l'eccezionale performance dei ricavi a marchio Elica (+ 21%). L'espansione del *brand* Elica è il risultato diretto degli investimenti sostenuti per dare impulso al principale marchio in portafoglio e delle strategie di rafforzamento della presenza diretta della Società in alcuni importanti mercati (Francia, Polonia, Messico e APAC). L'Area Motori nell'esercizio 2015 ha registrato un aumento dei ricavi del 5,2% trainato dalla crescita delle vendite nel segmento *heating*. L'EBITDA prima degli oneri di ristrutturazione pari a 35,3 milioni di Euro (8,4% dei Ricavi Netti) registra una crescita del 14,7% rispetto ai 30,8 milioni di Euro del 2014. L'EBITDA al netto degli oneri di ristrutturazione è pari a 33,5 milioni di Euro, in miglioramento del 20,1% rispetto ai 27,9 milioni di Euro dell'anno precedente.

³² Dati e volumi relativi al mercato mondiale delle cappe.

L'evoluzione verso un maggior livello di marginalità è il frutto dell'incremento dei volumi di vendita, delle efficienze generate dai programmi volti all'integrazione della catena del valore ed alla continua ottimizzazione del costo del prodotto, uniti all'effetto positivo dell'andamento delle valute. L'EBIT, pari a 16,2 milioni di Euro, si incrementa del 43,8% rispetto ai 11,3 milioni di Euro realizzati nell'esercizio 2014. Infine, il Risultato Netto di pertinenza del Gruppo, pari a 6,2 milioni di Euro, si incrementa del 138,8% rispetto ai 2,6 milioni di Euro dell'esercizio precedente. L'ottimo risultato raggiunto è il frutto delle politiche di ottimizzazione nell'allocazione delle risorse finanziarie in particolare in relazione alla gestione dei Debiti commerciali. La Posizione Finanziaria Netta al 31 dicembre 2015, in debito per 53,0 milioni di Euro, si incrementa rispetto ai 51,4 milioni di Euro del 31 dicembre 2014, ma diminuisce sensibilmente rispetto ai 62,2 milioni di Euro del 30 settembre 2015, grazie alla robusta generazione di cassa derivante dalla gestione operativa, che ha controbilanciato il pagamento nel 2015 di 8,4 milioni di Euro di oneri di ristrutturazione, riconducibili in gran parte al Piano di Ristrutturazione, portato a termine e speso negli esercizi 2013 e 2014.

Nel seguente grafico (Figura 4.3) è possibile osservare l'andamento dei ricavi consolidati del gruppo di anno in anno. È evidente il peggioramento nel corso del 2009, con seguente ripresa dal 2010, a nostro parere anche grazie agli investimenti all'Estero e all'ampliamento sui mercati internazionali dell'attività del Gruppo, come in quello indiano e cinese su cui sono state compiute le acquisizioni. La crescita dei ricavi iniziata nel 2010 prosegue negli anni successivi, stabilizzandosi nel biennio 2013-2014 sullo stesso livello e aumentando nettamente nel 2015.

Figura 4.3 Andamento dei ricavi consolidati del gruppo ELICA SPA (2006-2015)



Fonte: Nostra elaborazione sui bilanci di ELICA SPA

4.1.5 Evoluzione dei principali indicatori economico – finanziari di Elica S.p.A.

Tabella 4.3 I principali indicatori economico – finanziari della capogruppo Elica Spa (Dati in milioni di Euro)

Milioni di €	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ricavi consolidati	235,2	251,2	333,2	267,7	203,2	255,2	295,4	287,49	290,12	292,62	313,86
Δ		6,8%	32,6%	-19%	-24%	25,6%	15,8%	-2,7%	0,92%	0,86%	7,26%
EBITDA	22,67	27,20	28,30	13,50	3,80	7,95	9,08	8,75	2,98	7,55	11,72
(% sui ricavi)		10,8%	8,6%	5,1%	1,87%	3,1%	3,1%	3,04%	1,02%	2,6%	55,22 %
EBIT	14,09	18,20	17,95	0,80	-4,70	-1,90	1,28	1,02	-5,33	-0,82	2,46
(% sui ricavi)		7,3%	5,4%	0,3%	-2,3%	-0,7%	0,4%	0,36%	-1,8%	-0,3%	0,78%
RISULTATO NETTO DI ESERCIZIO	8,22	9,96	9,30	1,38	-6,60	1,60	-26,9	6,30	-1,80	4,95	6,55
PN	74,73	142,67	147,85	146,36	138,74	147,45	115,71	119,57	111,46	112,99	113,35
TOTALE ATTIVITÀ	182,8	243,5	279,84	277,33	259,29	316,9	305,41	308,53	305,51	305,48	318,81
PFN	(3,3)	40,8	32,2	(4,7)	(16,6)	(40,1)	(73)	(67,1)	(66,7)	(61,8)	(55,5)

Fonte: Bilanci individuali di ELICA SPA

Nella tabella 4.3 sono presenti gli indicatori principali della situazione economico – finanziaria della capogruppo Elica Spa. Anche qua, come fatto in precedenza per il gruppo nel complesso, è possibile partire dall’osservazione dei risultati dopo la crisi.

Nel corso dell’anno **2009** la società realizza ricavi in diminuzione del 24,1% rispetto al corrispondente periodo dell’anno precedente, con una diminuzione più evidente nella prima parte dell’anno e una crescita nell’ultimo trimestre. I ricavi realizzati con i “marchi propri” si riducono del 19,4% rispetto allo stesso periodo del 2008, in linea con i trend di mercato. Si ravvisa, inoltre, la tenuta della quota di penetrazione dei prodotti (del Gruppo) presso i principali clienti OEM unitamente ad una attività di razionalizzazione del portafoglio clienti aventi una affidabilità creditizia inferiore alla media. La redditività operativa (EBITDA) prima degli oneri di ristrutturazione risulta pari al 2,5% dei ricavi contro il 5,8% dell’anno 2008. Questa performance si spiega principalmente in relazione alla riduzione dei ricavi, a sua volta generata dalla debole domanda internazionale e dalle localizzazioni produttive in Polonia e Messico. La

società ha inoltre realizzato delle attività volte ad rendere più efficiente e flessibile la struttura dei costi operativi. L'incidenza del capitale circolante netto sui ricavi netti migliora, passando dal 11,3% del dicembre 2008 al 10,0% di dicembre 2009; tale miglioramento è stato possibile grazie, come nell'anno precedente, alla riduzione dell'incidenza delle scorte e all'ottimizzazione della gestione dei debiti.

Nel corso dell'anno **2010** la Società realizza ricavi in crescita del 25,6% rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente: la crescita è stata realizzata sia nella SBU cappe sia nella SBU motori. Nella SBU cappe, i ricavi sono in crescita sia con i prodotti venduti a "marchi propri", dove la crescita è più marcata, sia con i prodotti venduti a marchi di terzi. La redditività operativa netta (EBIT) è in miglioramento grazie alla crescita dei ricavi, alle attività volte ad rendere più efficiente e flessibile la struttura dei costi operativi, alle localizzazioni produttive in Polonia e Messico. Il capitale circolante netto risulta in aumento rispetto al dicembre 2009 come conseguenza delle attività di sostegno commerciale ai clienti. La Posizione Finanziaria Netta passa a un debito netto di 40,0 milioni di Euro del 31 dicembre 2010, incremento dovuto principalmente alle attività di M&A realizzate nel corso dell'anno 2010 (controllate Cinese ed Indiana) e al pagamento dell'*earn out* per l'acquisizione della controllata tedesca Exklusiv-Hauben Gutmann GmbH, realizzata nel corso dell'anno 2008.

Nel **2011** la Società realizza ricavi in crescita del 15,8% rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente (+17,5% verso terzi, +5,4% verso parti correlate). La crescita dei ricavi è stata realizzata sia nell'Area *Cooking* sia nell'Area motori. Nella prima, i ricavi sono in crescita sia con i prodotti venduti a "marchi propri", dove la crescita è più marcata, sia con i prodotti venduti a marchi di terzi. L'incremento del fatturato è dovuto anche alla redistribuzione del fatturato del Gruppo a seguito di una riorganizzazione nella struttura distributiva. L'EBITDA è in miglioramento grazie alla crescita dei ricavi, alle attività volte a rendere più efficiente e flessibile la struttura dei costi operativi, alle localizzazioni produttive in Polonia e Messico. La spesa lorda per interessi, inclusa la componente finanziaria dello IAS 19, si è incrementata notevolmente rispetto all'anno 2010 (3,8 milioni di Euro nel 2011 contro 0,6 milioni di Euro nel 2010), a seguito di un indebitamento medio più elevato. Il capitale circolante netto risulta in sensibile diminuzione rispetto al dicembre 2010 come conseguenza delle attività di razionalizzazione del portafoglio clienti aventi una affidabilità creditizia inferiore alla media. La Posizione Finanziaria Netta passa da un debito netto di 40,0

milioni di Euro del 31 dicembre 2010 a un debito netto di 73,1 milioni di Euro del 31 dicembre 2011. L'incremento del debito è dovuto principalmente all'acquisto dell'ulteriore 15% della controllata cinese Putian, avvenuto nell'aprile 2011.

Nel corso del **2012** la Società realizza ricavi in calo del 2,7% rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente (-6,5% verso terzi, +22,8% verso parti correlate), calo determinato principalmente dall'Area Motori, a causa della contrazione delle vendite di prodotti per il comparto elettrodomestici. L'EBITDA, pari a 8,8 milioni di Euro, è in calo del 3,6% in conseguenza della contrazione dei ricavi, parzialmente compensata dagli effetti delle attività volte a rendere più efficiente e flessibile la struttura dei costi operativi. La spesa lorda per interessi, inclusa la componente finanziaria dello IAS 19, registra un lieve incremento rispetto al 2011 (3,9 milioni di Euro nel 2012 contro 3,8 milioni di Euro nel 2011), a seguito di un aumento del costo dell'indebitamento generato dal difficile contesto economico-finanziario europeo. Il capitale circolante netto, pari al 6,4% dei ricavi, risulta in sensibile diminuzione rispetto al dicembre 2011 come conseguenza delle rigorose politiche di efficientamento della gestione dei crediti commerciali e delle scorte. La Posizione Finanziaria Netta passa da un debito netto di 73,1 milioni di Euro del 31 dicembre 2011 a un debito netto di 67,1 milioni di Euro del 31 dicembre 2012, principalmente per effetto della virtuosa generazione di cassa derivante dalla gestione operativa e frutto delle politiche di costante e rigoroso monitoraggio dei flussi finanziari.

Nel corso dell'anno **2013** la Società realizza ricavi in crescita dello 0,9% rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente (+10,9% verso parti correlate, -1,0% verso terzi). Il calo dei ricavi verso terzi è stato determinato principalmente dall'area *Business to Business*. Sull'EBITDA dell'esercizio 2013, pari a 3,0 milioni di Euro e in contrazione del 66,0%, incide pesantemente l'accantonamento degli oneri di ristrutturazione emergenti dal Piano di ridimensionamento dell'organico sul perimetro italiano (5,3 milioni di Euro). L'EBITDA ante oneri di ristrutturazione registra infatti una modesta contrazione rispetto al 2012, attestandosi sugli 8,3 milioni di Euro. Nel quarto trimestre del 2013 si è dato avvio al Progetto di riconversione del polo produttivo di Serra San Quirico in polo logistico e al progressivo trasferimento dell'organico in esso impiegato presso il vicino stabilimento di Mergo. Il Progetto nasce dall'esigenza di assicurare competitività all'assetto industriale del perimetro italiano e prevede, parallelamente agli investimenti sulla struttura produttiva italiana, un piano di

ridimensionamento dell'organico proporzionato e graduale, in un orizzonte temporale di circa 24 mesi. all'anno 2012 (3,3 milioni di Euro nel 2013 contro 3,5 milioni di Euro nel 2012), a seguito della riduzione dell'indebitamento medio. Il capitale circolante netto, pari al 5,5% dei ricavi, risulta in sensibile diminuzione rispetto al dicembre 2012 come conseguenza delle rigorose politiche di efficientamento della gestione dei crediti e dei debiti commerciali. La Posizione Finanziaria Netta passa da un debito netto di 67,1 milioni di Euro del 31 dicembre 2012 a un debito netto di 66,7 milioni di Euro del 31 dicembre 2013, principalmente per effetto della virtuosa generazione di cassa derivante della gestione operativa.

Nel corso del **2014** la Società realizza ricavi in crescita dello 0,9% rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente (+3,3% verso parti correlate,+0,3% verso terzi). L'EBITDA dell'esercizio 2014 è pari a 7,6 milioni di Euro, in aumento del 153,5% rispetto al 2013, principalmente per effetto dei minori accantonamenti degli oneri di ristrutturazione emergenti dal Piano di ridimensionamento dell'organico sul perimetro italiano (2,8 milioni di Euro nel 2014 e 5,3 milioni di Euro nel 2013). L'EBITDA ante oneri di ristrutturazione registra comunque una rilevante crescita del 24,5% rispetto al 2013. Nel 2014 si è concluso il Progetto di riconversione del polo produttivo di Serra San Quirico in polo logistico e il trasferimento delle linee produttive presso il vicino stabilimento di Mergo. Ha trovato compimento anche il Piano di ridimensionamento dell'organico attuato mediante lo strumento della Mobilità volontaria. La realizzazione del Progetto nel suo complesso assicura la necessaria competitività all'assetto industriale del perimetro italiano e ha comportato parallelamente nuovi investimenti sulla struttura produttiva italiana. Il capitale circolante netto, pari al 5,5% dei ricavi, risulta stabile rispetto a dicembre 2013. La Posizione Finanziaria Netta passa da un debito netto di 66,7 milioni di Euro del 31 dicembre 2013 a un debito netto di 61,8 milioni di Euro del 31 dicembre 2014, principalmente per effetto della virtuosa generazione di cassa derivante della gestione operativa.

Nel corso dell'anno **2015** la Società realizza ricavi in crescita del 7,3% rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente (+10,6% verso correlate,+6,5% verso terzi). L'EBITDA dell'esercizio 2015 è pari a 11,7 milioni di Euro, in aumento del 55,2% rispetto al 2014, principalmente per effetto dei minori oneri emergenti dalla ristrutturazione sul perimetro italiano (0,6 milioni di Euro nel 2015 e 2,8 milioni di Euro

nel 2014). L'EBITDA ante oneri di ristrutturazione registra comunque una rilevante crescita del 19,5% rispetto al 2014 per effetto della crescita dei ricavi e della leva operativa. Il capitale circolante netto, pari al 3,2% dei ricavi, è in sensibile miglioramento rispetto al dicembre 2014, grazie alle costanti azioni di ottimizzazione nell'allocazione delle risorse finanziarie in particolare in relazione alla gestione dei Debiti commerciali. La Posizione Finanziaria Netta passa da un debito netto di 61,8 milioni di Euro del 31 dicembre 2014 a un debito netto di 55,5 milioni di Euro del 31 dicembre 2015, principalmente per effetto della virtuosa generazione di cassa derivante dalla gestione operativa, che ha controbilanciato il pagamento di 7,6 milioni di Euro di oneri di ristrutturazione relativi principalmente al Piano di ristrutturazione posto in essere e speso a Conto Economico nel 2013 e 2014.

Abbiamo calcolato, in seguito, i principali indici di redditività di Elica, che risultano quelli nella tabella 4.4.

Tabella 4.4 Principali indici di redditività di ELICA SPA (2005-2015)

%	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROS	5,99	7,25	5,39	0,30	-2,31	-0,74	0,43	0,35	-1,84	-0,28	0,78
ROA	7,70	7,47	6,41	0,29	-1,81	-0,60	0,42	0,33	-1,74	-0,27	0,77
ROE	10,9	6,98	6,29	0,94	-4,75	1,085	-23,25	5,27	-1,62	4,38	5,78

Fonte: : Nostra elaborazione su bilanci individuali di ELICA SPA

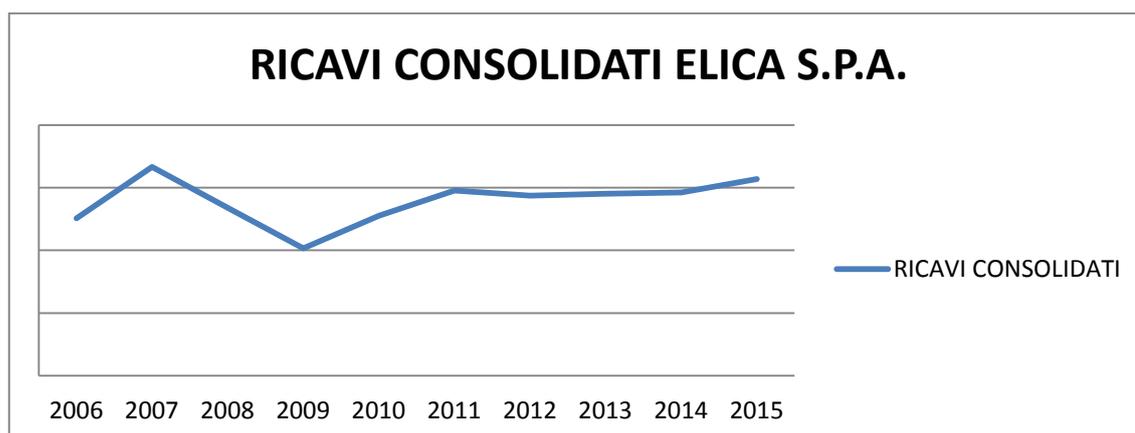
L'indice di redditività delle vendite (ROS) è il rapporto tra il risultato ante oneri finanziari (EBIT) e le vendite: esso risulta piuttosto positivo fino a prima della crisi; dopo assume nel biennio 2009-2010 valori negativi, indicando quindi che il ricavo netto conseguito per fatturato è negativo, non c'è quindi sufficiente remunerazione dei flussi di ricavi della gestione caratteristica (rispettivamente assume il valore peggiore in assoluto nel 2009 di -2,31% e nel 2010 di -0,74%); nel 2011 e nel 2012 torna ad assumere valori positivi, seppure lievi e non soddisfacenti, in quanto il ROS dovrebbe assestarsi tra il 2% e il 13% per assicurare una piena remunerazione (Fonte: Cloud Finance). Il 2013 segna una redditività molto scarsa, con una ripresa solo nel 2015. Per quanto riguarda la redditività dell'attivo investito (ROA), cioè il rapporto tra EBIT e attività dell'impresa, anch'essa prima della crisi risulta positiva, con valori negativi negli anni critici 2009-2010. Nel 2011 e 2012 i risultati hanno una ripresa, mentre nel

2013 la redditività dell'attivo impiegato risulta la peggiore degli ultimi cinque anni, con una ripresa successiva.

Il ROE, che indica la redditività del capitale proprio, viene calcolato rapportando gli utili netti di esercizio al patrimonio netto: assume in Elica un valore molto positivo fino al 2009, anno in cui invece tocca un -4,75%; ma il record negativo di tutto l'arco temporale viene toccato nel 2011, con un -23,25%, anno in cui l'esercizio si chiude infatti con una perdita. In seguito, nel 2012 c'è una ripresa piuttosto positiva, con una redditività del 5,27%; un calo avviene nel 2013, mentre nel biennio 2014-2015 la remunerazione del capitale proprio ritorna ad essere positiva, indicando quindi una redditività sufficiente anche se non esaltante, in quanto l'indice dovrebbe spingersi oltre il 6% per assicurare un buon rendimento (Fonte: Cloud Finance).

In figura 4.4 è possibile osservare il trend dei ricavi consolidati. È evidente il peggioramento nel corso del 2009, con seguente lenta ripresa dal 2010, grazie agli investimenti all'Estero e all'ampliamento sui mercati internazionali dell'attività del Gruppo, come in quello indiano e cinese su cui sono state compiute le acquisizioni. La crescita dei ricavi iniziata nel 2010 si stabilizza nel biennio 2013-2014 sullo stesso livello e aumenta leggermente nel 2015.

Figura 4.4 Andamento dei ricavi consolidati della capogruppo ELICA SPA (2006-2015)



Fonte: Nostra elaborazione sui bilanci di ELICA SPA

4.1.6 Andamento del titolo

Nella tabella 4.5 abbiamo calcolato i prezzi di chiusura medi di ogni anno nel periodo preso in considerazione (2009-2014) sui dati mensili di chiusura del prezzo ricavati dal database AIDA.

Tabella 4.5 Prezzi medi di chiusura per anno (2009-2014)

€	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Prezzo medio	1,29	1,62	1,26	0,81	1,33	1,74

Fonte: Nostra elaborazione su dati AIDA

I prezzi medi di chiusura più alti vengono registrati nel 2010, che è anche l'anno dell'acquisizione di Putian, e nel 2014, mentre l'anno peggiore risulta il 2012. Come riassunto nella tabella 4.6, il rendimento registrato del titolo risulta del 125,68%: il prezzo di apertura è pari a 0,90 mentre quello di chiusura è pari a 2,03. Nel corso del 2009 il titolo passa dai livelli più bassi in tutto l'arco temporale considerato, registrando in data 13 marzo 2009 un prezzo pari allo 0,50, ad una punta del 2,13 in data 20 ottobre 2009. Nel corso del 2010 e del 2011 vengono registrati buoni livelli, mentre il 2012 è l'anno peggiore, in cui il prezzo si attesta tra lo 0,7 e l'1. Dal 2013 il prezzo migliora, risulta una crescita continua dall'1,06 a gennaio 2013 fino all'1,781 raggiunto a dicembre dello stesso anno. Anche il 2014 fa oscillare il prezzo su un livello tra 1,781, raggiungendo il 2,004 in data 01 aprile, e stabilendosi sopra l'1,5.

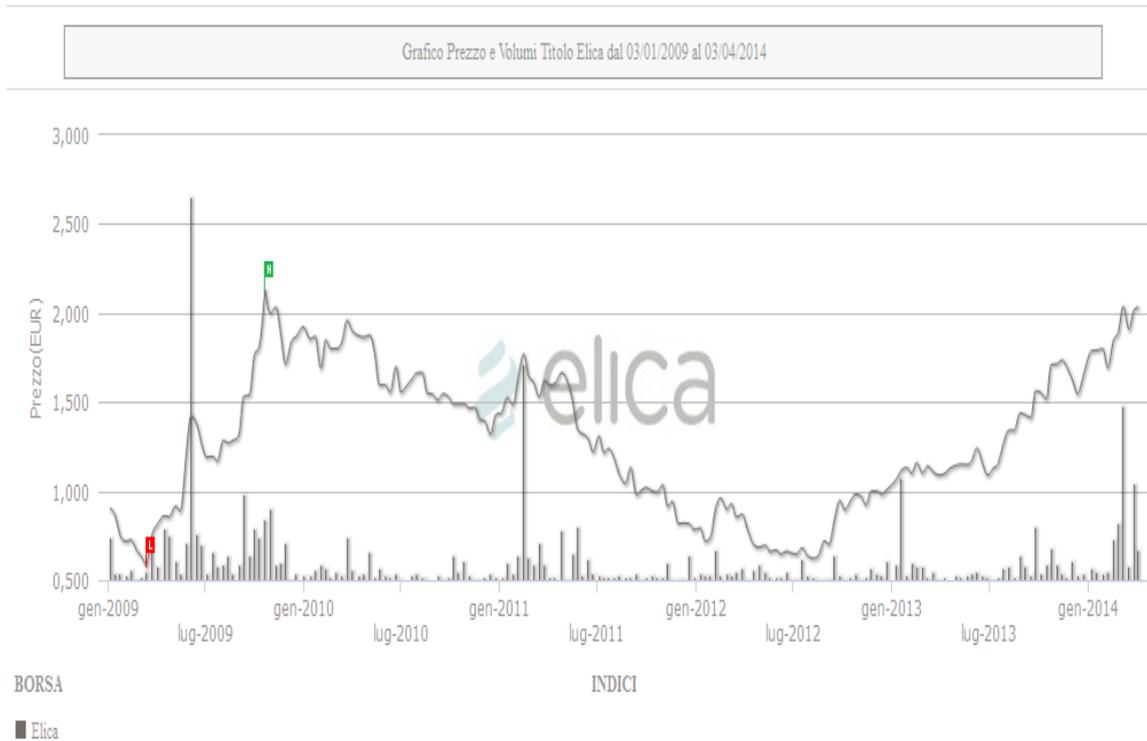
Tabella 4.6: Indicatori principali sull'andamento del titolo

CONFRONTO DELLE PERFORMANCE	Prezzo (€)
Rendimento	+125,68 %
Prima Apertura (2009)	0,90
Ultima chiusura (2014)	2,03
Max (2009-2014)	2,13
Min (2009-2014)	0,50
Acquisizione Putian (luglio 2010)	1,625

Fonte: Nostra elaborazione sui bilanci di ELICA SPA

Viene mostrato anche graficamente l'andamento del titolo Elica (Figura 4.5).

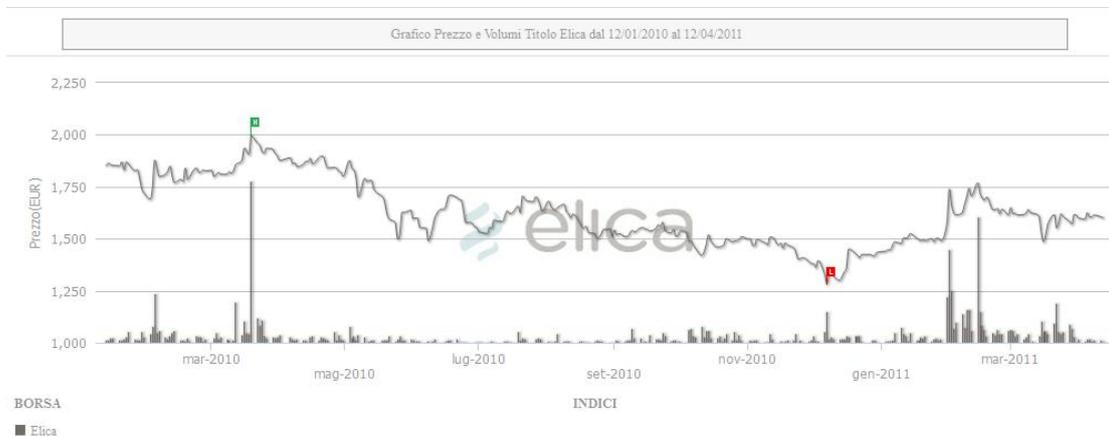
Figura 4.5 Andamento del titolo Elica (2009-2014)



Fonte: bilanci di ELICA SPA

Nel seguente grafico (Figura 4,6), in particolare, si può osservare l'andamento del titolo nel periodo di annuncio e completamento dell'acquisizione della cinese Putian. Nel 2010 si può infatti notare un andamento buono del prezzo, anche grazie all'acquisizione delle aziende indiana (in data maggio 2010) e cinese (a luglio 2010), con un prezzo che si stabilizza tra 1,8 e 1,4 durante tutto l'anno. Alla data di annuncio dell'operazione, il prezzo risulta pari a 1,625.

Figura 4.6 Andamento del titolo Elica (2010-2011)



Fonte: bilanci di ELICA SPA

Il Capitale Sociale del Gruppo è costituito da 63.322.800 azioni ordinarie con diritto di voto dal valore di 12.664.560 Euro. Alla data del 31 dicembre 2014, la compagine azionaria di Elica SpA composta come nella tabella 4.7.

Tabella 4.7 Struttura Azionariato

Azionista	N° Azioni ordinarie	Quota sul capitale sociale
F.A.N. S.r.l.	33.440.445	52.81 %
Whirlpool Europe S.r.l.	7.958.203	12.57 %
First Capital S.p.A.	1.339.968	2.12 %
Invesco Ltd	1.732.000	2.74 %
Elica S.p.A.	1.275.498	2.01 %
S.A.F.E. S.a.p.a.	116.245	0.18 %
Gianna Pieralisi	52.000	0.08 %
Altri	17.408.441	27.49 %
TOTALE	63.322.800	100 %
CAPITALE SOCIALE	12.664.560 EURO	

Fonte: Nostra elaborazione sui bilanci di ELICA SPA

4.2 L'acquisizione di Zhejiang Putian Electric Co

Il mercato asiatico, particolarmente attento a tutto ciò che è *Made in Italy*, ha rappresentato negli ultimi tempi una delle più interessanti opportunità di crescita per un'azienda italiana dalla vocazione internazionale, come è emerso dalle analisi e dai dati riguardanti il mercato M&A dei capitoli precedenti di questo lavoro. Elica è riuscita a cogliere tale opportunità con una *partnership*, in un primo tempo, e con l'acquisizione di un'azienda cinese in un secondo tempo, permettendo di garantire prodotti che coniughino tecnologie d'avanguardia alla raffinatezza ed alla bellezza del *design* italiano. Nel 2010 l'intensa spinta all'internazionalizzazione del Gruppo si concretizza con l'entrata nei due più dinamici mercati asiatici: India e Cina. Nel maggio 2010 Elica entra nel mercato indiano, la cui domanda ha un tasso di crescita tra i maggiori al mondo, siglando una *joint venture* con l'imprenditore indiano Pralhad Bhutada, uno dei più affermati operatori locali, avente una comprovata conoscenza del prodotto ed una relazione di lungo termine con il sistema distributivo delle cappe e degli elettrodomestici. Nasce così Elica PB India Ltd., che produce e commercializza cappe, piani e forni a marchio proprio e di terzi per il mercato indiano. Nel settembre dello stesso anno si perfeziona l'acquisizione di una partecipazione di maggioranza, pari al 55%, della società cinese Zhejiang Putian Electric Co. Ltd, proprietaria del marchio "Puti", uno dei *brand* cinesi più conosciuti nel mercato degli elettrodomestici, con il quale produce e commercializza cappe, piani a gas e sterilizzatori per stoviglie. Grazie a questo accordo, il Gruppo Elica entra nel secondo maggior mercato mondiale del settore cappe, attraverso un marchio con elevata *brand awareness*, un ottimo posizionamento nella rete distributiva ed una struttura produttiva solida, di qualità, con ampie potenzialità di sviluppo futuro. Entrando in questi due mercati il Gruppo Elica si conferma *global player* nel settore delle cappe aspiranti, conquistando sempre maggiori quote a sostegno della sua *leadership* ed acquisendo, nel contempo, la possibilità sia di servire i clienti *Original Equipment Manufacturer* con produzioni locali, sia di incrementare l'attività di acquisto da *Low Cost Countries*. In questo paragrafo viene descritta nel dettaglio tale operazione cinese, partendo dalle motivazioni alla base della scelta della *target*, passando per la descrizione e la strutturazione dell'operazione, fino ad arrivare a delineare gli effetti sull'azienda prima e dopo l'operazione tramite l'analisi delle voci di bilancio.

4.2.1 Modalità, termini e valore dell'operazione

Tabella 4.8 Quadro dell'operazione

ACQUIROR	Elica S.p.A.
TARGET	Zhejiang Putian Electric Co.
SETTORE	Industriale / Cappe da cucina
STAKE	55% iniziale, 70% a completamento
DATA ANNUNCIO OPERAZIONE	16 LUGLIO 2010
DATE CLOSING OPERAZIONE	30 SETTEMBRE 2010
PREZZO DELL'ACQUISIZIONE	17,854 MIL. \$ /13,8 MIL. € ³³
MODALITÀ DI PAGAMENTO	CASH
ENTERPRISE VALUE (ALLA DATA DI ANNUNCIO)	32,459 MIL. \$ / 25,09 MIL. €
EQUITY VALUE	32,46 MIL.\$ / 25,09 MIL. €

Fonte: Nostra elaborazione sui bilanci di ELICA SPA

Il quadro dell'operazione è riassunto nella tabella 4.8. Si rilevano nell'operazione di acquisizione due fasi: una iniziale in cui Elica acquisisce, in data 16 Luglio 2010, una partecipazione di maggioranza, pari al 55%, della società cinese Zhejiang Putian Electric Co. Ltd, tramite un accordo con l'imprenditore cinese Mr. Renyao Du e Ms. Dong Wenhua (sua moglie), e una seconda in cui si raggiunge una partecipazione del 70%.

In particolare, l'accordo previsto è un *equity transfer agreement*³⁴ ed un *joint venture agreement*, a fronte di un corrispettivo pari a 13,8 milioni di Euro, di cui 7,8 milioni pagabili entro 15 giorni dal trasferimento della partecipazione stessa e i restanti 6 milioni entro 45 giorni dal trasferimento della partecipazione. Gli accordi prevedono un meccanismo di verifica ed un eventuale adeguamento del corrispettivo, sulla base

³³ I risultati in Euro sono al tasso di cambio della Banca Centrale Europea del 07/2010 dell'8,5169 (Euro/Renmimbi cinese).

³⁴ Un *equity transfer agreement* è un accordo utilizzato dagli investitori cinesi e stranieri per trasferire la parte di patrimonio netto di proprietà di stranieri ad una controparte straniera (Fonte: Practical Law, 2015).

dell'EBITDA raggiunto dall'impresa cinese nel corso dell'esercizio 2010. L'operazione viene finanziata mediante linee di credito bancario dedicate e l'efficacia del contratto è soggetta all'avverarsi di alcune condizioni sospensive, tra cui il rilascio da parte delle autorità pubbliche cinesi delle autorizzazioni necessarie al compimento dell'operazione. A seguito del rilascio delle necessarie autorizzazioni, Putian viene trasformata in una *joint venture* a partecipazione straniera (*Foreign Owned Enterprise*), come previsto dalla normativa della Repubblica Popolare Cinese. Ai sensi del *joint venture agreement*, Putian viene, da dopo l'acquisizione in poi, amministrata da un consiglio di amministrazione composto da 5 membri, la maggioranza dei quali sono nominati su designazione di Elica, mentre i restanti dai soci di minoranza. A partire dal 1° gennaio 2011, la carica di *General Manager* di Putian viene ricoperta da un rappresentante di Elica; inoltre, i principali manager della società sono stati selezionati da Elica stessa.

La prima fase dell'operazione può essere quindi riassunta nel seguente modo:

FASE 1 - 2010 – Acquisizione 55% del capitale sociale di Putian

Equity Value = 10,5xEBITDA'09 – PFN (Maggio 2010)

Prezzo = *Equity Value* * 55% = 13,8 Milioni di €

. 16 Luglio 2010 - *Signing date*

. 30 Settembre 2010 - *Closing date*

. 15 Ottobre 2010 - Primo investimento 1° rata = 7.8 Mil.€

. 15 Novembre 2010 - Primo investimento 2° rata = 6.0 Mil.€

Gli accordi raggiunti dalle parti prevedono una seconda fase in cui Elica consolida il proprio controllo su Putian acquistando, nell'esercizio 2011, un'ulteriore quota del 15% del capitale sociale. Il prezzo di acquisto di tale ulteriore partecipazione viene determinato sulla base dell'EBITDA raggiunto da Putian nell'esercizio 2010 (pari a 10,5 volte l'EBITDA 2010 al netto della Posizione Finanziaria Netta al 31 maggio 2010). In data 19 marzo 2011 Elica Spa acquista l'ulteriore partecipazione del 15% del capitale sociale di Zhejiang Putian Electric Co. Ltd. Mediante questo nuovo investimento, Elica, aumentando la propria partecipazione al 70% del capitale sociale di Putian, ritiene di importanza strategica il consolidamento ulteriore del controllo nella

partecipata cinese. Elica sottoscrive quindi un *equity transfer agreement* con i soci di minoranza che modifica ed integra quello sottoscritto in precedenza: ai sensi del nuovo *equity transfer agreement*, la società si impegna ad acquistare la quota suddetta a fronte di un corrispettivo pari a 278.312.573 Renminbi (corrispondenti a 29.983.148 Euro al cambio Euro/Renminbi del 18 marzo 2011), versandolo in un'unica soluzione, successivamente all'avverarsi delle condizioni sospensive. L'acquisizione della partecipazione in Putian viene finanziata mediante linee di credito dedicate. Il corrispettivo dell'operazione dovrà quindi essere versato da Elica entro 30 giorni dal rilascio delle autorizzazioni delle competenti autorità cinesi, avvenuto in data 7 aprile 2011 per quanto attiene allo *Shaoxing Municipal Bureau of Commerce* e perfezionatosi in data 12 aprile 2011 a seguito del rilascio della licenza da parte della *Shaoxing Municipal Administration of Industry and Commerce*³⁵. Il pagamento del corrispettivo, pari a 278.312.573 Renminbi, viene finanziato integralmente mediante linee di credito dedicate aventi durata pari a sette anni, emesse da Unicredit Spa, in qualità di banca organizzatrice principale, e da Banca dell'Adriatico Spa gruppo Intesa Sanpaolo, in qualità di banca organizzatrice; le linee di credito sono garantite al 50% da SACE SpA. Il contratto di finanziamento, oltre a stabilire dei *covenant* conformi alla prassi di mercato, limita la distribuzione di dividendi di Elica Spa in misura superiore al 50% del Patrimonio Netto consolidato della stessa alla data del 31 dicembre 2010.

A seguito del perfezionamento dell'operazione, Elica possiede quindi in totale il 70% del Capitale Sociale di Putian, mentre il restante 30% del capitale sociale è posseduto da Renyao Du. Come previsto dai principi contabili di riferimento, tale variazione dell'interessenza partecipativa viene contabilizzata come un'operazione sul capitale (ossia operazione con soci nella loro qualità di soci) e per questo motivo rilevata direttamente a decremento della voce Patrimonio Netto, che, conseguentemente, subisce di conseguenza una riduzione per un importo di circa 30 milioni di Euro.

³⁵ Autorità della Repubblica Popolare Cinese responsabile per l'avanzamento della legislazione relativa alla gestione dell'Industria e del Commercio (Fonte: Beijing Govern).

La seconda fase dell'operazione è riassunta quindi come di seguito:

***FASE 2 - 2011 - Acquisizione del 15% del capital sociale di Putian:
Raggiungimento 70%***

. *Equity Value* = 10.5xEBITDA '10 – PFN (Maggio 2010)

. Prezzo = *Equity Value* * 70% - Prezzo pagato nel 2010 (13.8 Mil. €)

. 31 Marzo 2011 Secondo investimento – Definizione del prezzo

. 11 Aprile 2011 Liquidazione Finale

Dati previsionali: Aspettativa

L'operazione incide sui dati previsionali di Elica diffusi il 30 marzo 2010, sia in termini di ricavi consolidati 2010 che ci si attende crescano tra il 5% e il 7% rispetto al 2009, sia intermini di EBITDA consolidato 2010 che si stima si incrementi tra il 25% e il 35% rispetto al 2009.

A maggio 2012, inoltre, Elica decide per la cessione di una quota del 3,24% di Zhejiang Putian Electric Co. Ltd a Fuji Industrial: ai sensi dell'*equity transfer agreement* sottoscritto in tale data tra Elica e Fuji Industrial, Elica vende a Fuji, la partecipata giapponese del Gruppo, una partecipazione pari al 3,24% del capitale sociale di Putian, ad un corrispettivo di circa 2 milioni di Euro, ovvero pari pro-quota al prezzo complessivo di acquisto della partecipazione del 70% nel capitale sociale di Putian che, in seguito a tale cessione, viene pertanto ridotta al 66,76%. Con questa operazione il Gruppo Elica intende consolidare i rapporti di cooperazione e rafforzare la *partnership* con Fuji Industrial. La cessione della partecipazione al capitale di Putian è subordinata all'ottenimento delle necessarie autorizzazioni da parte delle competenti autorità cinesi, ottenute, perfezionando la cessione, entro la fine di luglio 2012.

4.2.2 Le motivazioni strategiche del deal

L'acquisizione della partecipazione al capitale sociale di Putian, come affermato nel comunicato stampa da parte di Elica SpA sull'operazione di acquisizione, si inserisce nel progetto strategico di internazionalizzazione perseguito dal Gruppo Elica: la strategia principalmente è quella di esportare la propria cultura e i propri prodotti particolari in nuovi mercati emergenti (come appunto quello cinese) cercando nello stesso tempo di adattarsi al nuovo paese e di imparare nuove cose da loro, in modo da riuscire ad entrare meglio al loro interno e fornire alla clientela un'assistenza più immediata e di alto livello. Esso è un modo per adattare i prodotti alle esigenze, alle normative e ai requisiti tecnici di paesi diversi, senza togliere, ovviamente, il forte *imprinting* italiano che li caratterizza. A tale proposito, Francesco Casoli afferma che "Mandiamo sempre sul posto una nostra squadra: crediamo sia decisivo capire da subito un territorio, le sue caratteristiche ed esigenze, la logistica. Cerchiamo di individuare i contatti giusti e partiamo immediatamente con l'acquisizione di manager locali, che conoscono il mercato. Saranno loro a gestire progressivamente i nostri prodotti a livello locale. I nuovi mercati vanno conquistati dall'interno"³⁶. Guardando dati più recenti, l'Amministratore Delegato attuale Peucchetti³⁷ afferma che uno dei punti di forza di Elica è di essere globalizzati ma localizzati, la presenza all'estero è cioè accompagnata da stabilimenti, non si limita alla mera vendita, per tale motivo l'azienda monitora le tendenze e idea prodotti ad hoc. Uno dei motivi per cui la presenza diretta in Cina risulta fondamentale.

L'acquisto di una prima partecipazione in Putian, avvenuta nell'anno 2010, fornisce ad Elica la possibilità di acquisire maggiori quote di mercato nella Repubblica Popolare Cinese, attraverso un marchio già affermato nel paese, che detiene una quota compresa tra l'1 e il 2% del mercato interno, con elevata *brand awareness* e un ottimo posizionamento nella rete distributiva. Entrando in tale mercato, che ad oggi continua ad essere uno dei più dinamici nel contesto globale, Elica intende confermarsi *global player* nel settore, potendo vantare in tal modo una presenza diretta anche in Cina, e nel contempo acquisire la possibilità di servire i clienti OEM (*Original Equipment*

³⁶ Intervista a Francesco Casoli, che è stato amministratore delegato di Elica, tratta da Newsmercati (Newsletter n. 8, Daniela Da Milano, 09/02/2006).

³⁷ "Elica mette sotto la cappa la recessione italiana", Intervista di Tobia de Stefano, 2014.

Manufacturer) con produzioni locali. Infine, la presenza diretta nel mercato cinese consente ad Elica di incrementare le attività di acquisto da *Low Cost Countries*.

Come si evince dal documento di presentazione dell'operazione, al momento della scelta della *target* cinese, è stata condotta in primo luogo un'indagine sulla struttura del mercato cinese delle cappe da cucina per individuarne i dati principali in termini di numero di unità vendute e prezzo medio di vendita di tali prodotti, oltre alle quote di mercato dei principali venditori sul mercato considerato. I risultati emersi riguardano da un lato la Quantità di unità vendute pari a 6,8 Mil. Di Rmb (2009), dall'altro il Prezzo Medio di Vendita pari a 700 Rmb (2009). I canali di vendita nel settore sono rappresentati maggiormente da alcuni grandi rivenditori nel settore degli elettrodomestici (GOME, SUNING) e da un numero di venditori locali (per costituire una collocazione alternativa dei prodotti): si tende alla standardizzazione dei prodotti, i marchi sono la caratteristica distintiva delle province. Per quanto riguarda il materiale utilizzato per la costruzione, nel mercato cinese è presente una concentrazione di piccoli *showrooms* di prodotto per la casa (bagni, salotti, cucine) e la presenza di nomi cinesi. Emerge la mancanza di marchi europei: i canali in cui i *players* europei operano introducendo prodotti di stile occidentale sono quelli che riguardano la progettazione, lavorando sull'offerta di un set di prodotti competitivi. La presenza di *showrooms* di cucine europee si rileva solo nelle aree metropolitane di Beijing, Shanghai, Shenzhen. In seguito, è stata individuata l'azienda target Putian come la candidata ideale per una spinta strategica all'entrata e alla crescita in Cina. Si tratta di una società costituita in data 19 novembre 1996 quale società a responsabilità limitata di diritto cinese, con sede legale in Putian Avenue, Shengzhou City, provincia di Zhejiang, Cina. Zhejiang Putian Electric Co. Ltd (in seguito Putian). Produce e commercializza cappe, piani a gas e sterilizzatori per stoviglie ed è proprietaria del marchio "Puti", uno dei *brand* cinesi più conosciuti nel mercato degli elettrodomestici. Putian è stato uno dei primi produttori cinesi di cappe e il primo, fra i suoi concorrenti, a sviluppare cappe di stile occidentale. Lo stabilimento produttivo è situato a Shengzhou, in uno dei più conosciuti distretti industriali cinesi degli elettrodomestici per il settore cottura. Riconosciuta per la qualità dei suoi prodotti, disegnati e sviluppati internamente, Putian si avvale di un'ampia offerta rivolta alla fascia medio-alta. Ciò che caratterizza l'azienda sono tradizione e *know-how* sviluppato negli anni dall'imprenditore della cinese Putian, Renyao Du, e dai suoi 350 dipendenti hanno permesso all'azienda cinese di affermarsi sul mercato locale

conquistando una notevole visibilità attraverso la presenza in circa 130 punti vendita dedicati presso i principali distributori e una fitta rete di agenti che copre le maggiori province del Paese. Riteniamo che questa sia una delle riflessioni che hanno spinto Elica a scegliere Putian.

La società riassume in alcuni punti principali le motivazioni alla base della decisione di intraprendere un M&A sul mercato cinese, consapevole delle difficoltà che possono essere incontrate e degli ostacoli di cui tenere conto (specificati nel capitolo terzo di questo lavoro).

Nel documento di presentazione dell'operazione dal titolo "*Investment in Putian*" del 16 luglio 2010, la società specifica che entrare nel mercato cinese può significare conseguire la crescita con i seguenti scopi:

- L'entrata nel secondo mercato mondiale più grande e in continua crescita³⁸;
- L'ottenimento di una piattaforma di produzione e la *partnership* strategica con un importante OEMs;
- Incremento attività di acquisto da *Low Cost Countries* nell'ambito dell'attività di approvvigionamento di materie prime.

Attraverso l'acquisizione di Putian Elica è in grado di ottenere vantaggi in termini di:

- *Brand*
- Base di produzione
- Quota di mercato
- Capacità di sviluppo
- *Partner*
- Incremento attività di acquisto da *Low Cost Countries*

Putian presenta infatti le seguenti caratteristiche che la rendono una target ideale per Elica:

- Un *brand* famoso, tra i più conosciuti nel settore
- Una base di produzione di 310.000 cappe/anno e 435.000 piani a gas/anno

³⁸ Come già visto in precedenza, infatti, mentre dal 2009 l'andamento dell'economia europea entra in fase recessiva, dati relativi al PIL della Cina prevedevano una crescita enorme del Paese.

- Una quota di mercato tra l'1% e il 2%, rivolta principalmente alla fascia medio-alta
- Una rete di distribuzione già radicata
- Opportunità ampie di sviluppo
- *Know-how*, grazie ai contatti con Mr. Ren Yao e con il team manageriale

Si riporta nella tabella 4.9 una sintesi dei principali dati economico – patrimoniali pro-forma dell'esercizio 2009 riclassificati ed espressi in Euro della società Zhejiang Putian Electric Co. Ltd post spin-off degli *asset* non strategici che non rientrano nell'acquisizione (Mil. €)³⁹.

Tabella 4.9 Principali dati economico-patrimoniali di Putian (2009)

Milioni di Euro	2009		2009
Immobilizzazioni	6,4	Posizione Finanziaria Netta	8,0
Capitale Circolante Netto	6,2	Patrimonio Netto	4,6
Capitale Investito Netto	12,6	Totale Fonti	12,6

Fonte: Bilanci di ELICA SPA

Come si evince dai dati, al momento della decisione dell'acquisizione, l'ultimo bilancio di Putian (2009) riporta un patrimonio netto di 4,6 milioni di Euro ed un capitale circolante netto di 6,2 milioni di euro. Putian ottiene nel 2009 i seguenti risultati⁴⁰: vendite pari a 14.4 Milioni di Euro ed EBITDA di 2.6 milioni di Euro, come si può vedere nella tabella 4.10.

Tabella 4.10 Principali risultati di Putian relativi all'esercizio 2009

Milioni di Euro	2009
Ricavi Netti	14,4
EBITDA (% sulle vendite)	2,6 (18,2%)
EBIT (% sulle vendite)	1,0 (7,2%)

³⁹ I risultati in Euro sono al tasso di cambio della Banca Centrale Europea del 07/2010 dell'8,5169 (Euro/Renmimbi Cinese).

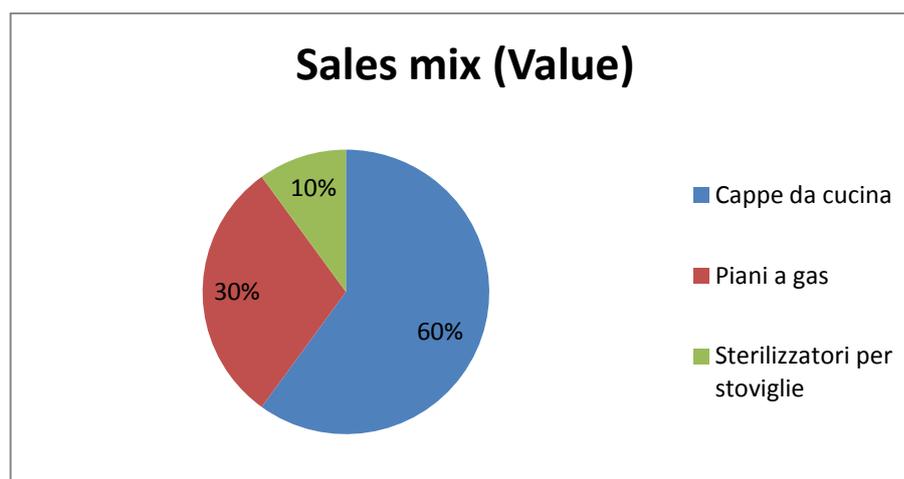
⁴⁰ I risultati in Euro sono al tasso di cambio della Banca Centrale Europea del 07/2010 dell'8,5169 (Euro/Renmimbi Cinese).

Risultato Netto (% sulle vendite)	0,4 (2,5%)
-----------------------------------	------------

Fonte: Bilanci di ELICA SPA

I ricavi di Putian provengono per il 60% dalle cappe da cucina, per il 30% dai piani a gas, mentre per il 10% dagli sterilizzatori per stoviglie.

Figura 4.7 La principale provenienza dei ricavi di Putian



Fonte: Nostra elaborazione su dati ELICA SPA

Il *brand* di Putian rappresenta una delle caratteristiche più attrattive per Elica: come già annunciato precedentemente, l'azienda cinese è stata una delle prime a produrre cappe da cucina ed è uno dei migliori *brand* cinesi, avendo ottenuto il *Chinese Famous Production*, rilasciato dall'organo amministrativo ministeriale della Repubblica Popolare Cinese, il *General Administration of Quality Supervision, Inspection and Quarantine*⁴¹, a dicembre 2005.

Elica decide in seguito di incrementare la propria quota di partecipazione, proseguendo le azioni già intraprese nel 2010 e nei primi mesi del 2011, volte ad adattare la struttura produttiva, amministrativa e commerciale di Putian agli standard e modelli del Gruppo Elica. L'aumento della partecipazione in Putian che consegue all'operazione in oggetto è quindi volto a rafforzare il controllo di Elica sulla controllata cinese ed a partecipare in misura ancora maggiore al futuro sviluppo della società.

⁴¹ AQSIQ si impegna ad amministrare la *Certification and Accreditation Administration* e la *Standardization Administration* della Repubblica Popolare Cinese (CNCA), entrambi autorizzati dal Consiglio di Stato CNCA, un reparto vice-ministeriale che esercita le responsabilità amministrative di gestione unificata, supervisione e coordinamento generale delle attività di certificazione e accreditamento in tutto il paese, e dal SAC, un reparto vice-ministeriale che esegue le responsabilità amministrative a livello nazionale e svolge la gestione unificata per la standardizzazione in tutto il paese.

4.2.3 Gli effetti dell'acquisizione

Per procedere con la valutazione dell'operazione, allo scopo di capire se quest'ultima abbia consentito ad Elica Spa di creare valore, sono stati inizialmente riassunti nella tabella 4.11 gli effetti dell'acquisizione in termini di costo dell'operazione, di uscita di cassa e di iscrizione della partecipazione, tenendo conto delle rettifiche di *fair value*.

Il totale del Patrimonio Netto a seguito delle rettifiche di *Fair Value*, secondo il metodo del Patrimonio Netto, risulta pari a 10,914 milioni di Euro. Di questo importo viene calcolato il 55%, la quota acquisita, che risulta pari a 6,003 milioni; sommando a quest'ultima il valore dell'avviamento (stimato in 7,373 milioni), si può arrivare al costo totale dell'acquisizione nella prima fase, pari a 13,38 milioni di Euro: questo risulta quindi il valore di iscrizione della partecipazione nel bilancio. Per il pagamento dell'operazione, avvenuto in forma *cash*, il flusso di cassa netto in uscita a fronte dell'acquisizione, togliendo dal costo la cifra di 3,251 milioni di Euro proveniente da cassa e banche acquisiti, è pari a 10,127 milioni di Euro.

Tabella 4. 11 Effetti dell'acquisizione del 55% di Putian (2010)

Migliaia di Euro	Valori di carico in base ai principi di gruppo	Rettifiche di fair value	Fair value
Immobilizzazioni materiali	4.184	3.327	7.511
Diritto d'uso del terreno	-	5.507	5.507
Altre attività immateriali	39	-	39
Crediti commerciali	6.831	-	6.831
Rimanenze	3.055	-	3.055
Altri crediti	595	-	595
Attività per imposte differite	526	-	526
Disponibilità liquide	3.251	-	3.251
Debiti per loc. fin. (non corrente)	-	-	-
Finanziamenti bancari e mutui	(11.184)	-	(11.184)
Passività per imposte differite	(543)	(2.208)	(2.752)
Fondi rischi ed oneri	-	-	-
Debiti per loc. fin. (corrente)	-	-	-
Debiti commerciali	(1.636)	-	(1.636)
Altri debiti	(540)	-	(540)
Debiti tributari	(289)	-	(289)
Totale Patrimonio Netto			10.914
Quota acquisita (55%)			6.003
Avviamento			7.373
Costo totale acquisizione			13.378
Debito verso ex socio			-
Casse e banche acquisiti			3.251
Flusso di cassa netto in uscita a fronte dell'acquisizione			10.127

Fonte: Nostra elaborazione sui bilanci di ELICA SPA

Gli effetti della seconda fase dell'acquisizione sono invece descritti nella tabella 4.12. Durante tale fase si acquisisce un'ulteriore quota del 15%, arrivando alla totale del 70%. Il totale del Patrimonio Netto a seguito delle rettifiche di *Fair Value*, secondo il metodo del Patrimonio Netto, risulta pari a 12,959 milioni di Euro. Di questo importo viene calcolato il 15%, cioè l'ulteriore quota acquisita, che risulta pari a 1,944 milioni. Nel corso del 2011, a seguito del test di *impairment* sulla partecipazione nella controllata cinese Putian, si è proceduto alla svalutazione⁴² della partecipazione stessa per un importo di 27,841 milioni di Euro. Elica stima infatti che il calo della domanda nel settore elettrodomestici in Cina, iniziato nel 2011, proseguirà anche nel 2012 a seguito del protrarsi della contrazione del settore immobiliare, conseguente alla strategia avviata dal governo centrale cinese al fine di prevenire e contenere una possibile bolla speculativa nel mercato *real estate*. Conseguentemente Elica ha ritenuto opportuno ridurre, in via prudenziale, le previsioni di vendita della controllata cinese rispetto alle stime precedenti. In questo inasprito contesto di mercato la concorrenza degli altri *players* locali si è rafforzata, in particolare attraverso azioni volte ad incrementare la loro penetrazione in canali distributivi e aree geografiche del mercato cinese in precedenza poco presidiate. Al fine di preservare la posizione competitiva, in particolare l'*awareness* del marchio acquisito "Puti", il valore di uno dei principali *driver* futuri di crescita dei ricavi della controllata, è stato ritenuto necessario incrementare gli investimenti, rispetto a quanto preventivato, nello sviluppo commerciale e di prodotto, dedicando a tali obiettivi vitali buona parte del margine operativo generato dalla società cinese nei prossimi esercizi. La partecipazione viene iscritta in bilancio al valore di 15,321 milioni di Euro, risultante dalla somma tra il valore della partecipazione a fine esercizio 2010 (13,378 milioni) e la partecipazione relativa all'esercizio 2011 (29,785 milioni) tolta la svalutazione di 27,841 milioni effettuata.

⁴² Ad ogni data di bilancio, la Società verifica l'esistenza di eventi o circostanze tali da mettere in dubbio la recuperabilità del valore delle attività materiali ed immateriali a vita utile definita. In presenza di indicatori di perdita, si procede alla stima del valore recuperabile delle proprie attività materiali e immateriali per determinare se vi siano indicazioni che queste attività abbiano subito riduzioni di valore, mentre le attività immateriali a vita utile indefinita ed in particolare l'Avviamento sono assoggettati ad "impairment test" annualmente e ogni qualvolta vi è una indicazione di una possibile perdita di valore. In queste situazioni, viene stimato l'ammontare recuperabile di tali attività per determinare l'importo dell'eventuale svalutazione (Fonte: Bilancio di Elica Spa 2010).

Tabella 4.12 Effetti acquisizione 15% di Putian (2011)

Migliaia di Euro	Valori di carico in base ai principi di gruppo	Rettifiche di <i>fair value</i>	<i>Fair value</i>
Immobilizzazioni materiali	3.868	3.093	6.961
Diritto d'uso del terreno	551	5.127	5.678
Altre attività immateriali	97	-	97
Crediti commerciali	1.216	-	1.216
Rimanenze	2.218	-	2.218
Altri crediti	87	-	87
Attività per imposte differite	130	-	130
Disponibilità liquide	2.225	-	2.225
Passività per imposte differite	(601)	(2.055)	(2.656)
Debiti commerciali	(2.343)	-	(2.343)
Altri debiti	(467)	-	(467)
Debiti tributari	(187)	-	(187)
Totale Patrimonio Netto	6.794	6.165	12.959
Quota acquisita (15%)			1.944
Riduzione patrimonio netto di gruppo			27.841
Costo totale acquisizione			29.785

Fonte: Nostra elaborazione sui bilanci di ELICA SPA

4.2.4 La valutazione finanziaria dell'operazione tramite i multipli di mercato

Nel presente paragrafo procediamo con la valutazione finanziaria dell'acquisizione allo scopo di considerare gli effetti sull'azienda prima e dopo l'operazione e verificare se essa abbia creato o meno valore; abbiamo scelto di utilizzare la metodologia di valutazione dei multipli⁴³ di borsa, basata sul calcolo dell'*equity value* dell'azienda considerandone i valori fondamentali di bilancio e confrontandoli con le *comparables* di settore. Come visto nel capitolo 1.5, il metodo dei multipli di borsa può essere diverso secondo l'approccio valutativo: ci sono, infatti, multipli *asset side* e multipli *equity side*. I multipli *asset side* permettono di stimare l'*Enterprise Value*, cioè il valore economico del capitale investito nell'azienda da tutte le categorie di finanziatori, non solo quindi il valore per gli azionisti⁴⁴: Esso deve essere quindi confrontato con indici di redditività che comprendono anche la remunerazione per i finanziatori (cioè risultato operativo, margine operativo lordo o fatturato). I multipli *equity side* permettono, invece, di stimare direttamente l'*equity value* (Damodaran 2011). Abbiamo scelto la metodologia dei multipli per la sua facilità di applicazione, per la presenza di un gran numero di dati finanziari e di altri dati disponibili nelle società quotate e per il fatto che i prezzi di mercato siano rappresentativi del risultato di negoziazioni di un gran numero di compratori e venditori (Zanetti 2000).

Per la determinazione del valore di Elica, prima e dopo l'acquisizione, è stato in un primo tempo individuato il settore da cui ricavare i multipli medi, che dalla classificazione ATECO 2007 risulta "Fabbricazione di altre apparecchiature elettriche". Sono stati quindi ricavati i multipli medi di settore (correnti) dal database di Damodaran: il macro settore corrispondente è quello dei componenti elettronici (*Electrical Equipment*), prendendo in considerazione società europee quotate; i multipli sono indicati nella tabella 4.13, e sono il risultato medio dell'*Enterprise Value* rapportato alla grandezza economica, finanziaria e patrimoniale oggetto del multiplo.

⁴³ Rapporti tra i prezzi di mercato dei titoli di società comparabili e grandezze economiche, finanziarie e patrimoniali (Gonnella 2008).

⁴⁴ In cui il valore dell'*equity* si ricava sottraendo dall'*enterprise value* la posizione finanziaria netta.

Tabella 4.13 Multipli medi correnti di società europee quotate del settore *Electrical Equipment*

Migliaia di Euro	N° IMPRESE	VALORE DEL MULTIPLO
EV/SALES	104	1,34
EV/EBITDA	104	10,02
EV/EBIT	104	15,59
P/BV	104	2,22

Fonte: Nostra elaborazione su dati Damodaran

Una volta ricavati i multipli medi di settore si è proceduto al calcolo dei valori medi delle grandezze dell'azienda, in relazione ai diversi multipli. I valori emergenti, che sono osservabili nella tabella 4.14, sono stati calcolati facendo la media delle grandezze in un primo arco temporale 2005-2009, il periodo precedente all'operazione di acquisizione, con una media di 258.095 migliaia di Euro per le vendite, 19.122 migliaia di euro per l'EBITDA e 9.270 migliaia di euro per l'EBIT. Si è ritenuto necessario calcolare anche la posizione finanziaria netta (PFN) media del periodo che risulta 9.665 migliaia di Euro, da utilizzare per il calcolo dei multipli *unlevered*, cioè al lordo degli interessi passivi, e il valore contabile del patrimonio netto (BV) pari a 130.070 migliaia di Euro da utilizzare per il multiplo P/BV.

Tabella 4.14 Valori medi Elica Pre-Acquisizione

Migliaia di Euro	2005	2006	2007	2008	2009	VALORE MEDIO
SALES	235.175	251.265	333.173	267.669	203.194	258.095
EBITDA	22.662	27.251	28.386	13.507	3.802	19.122
EBIT	14.085	18.242	17.952	783	-4.712	9.270
PFN	-3.278	40.751	32.189	-4.736	-16.599	9.665
PN	74.732	142.670	147.852	146.355	138.742	130.070

Fonte: nostra elaborazione su dati ELICA

Nel secondo arco temporale preso in considerazione 2010-2014, il periodo dopo l'operazione di acquisizione, i valori medi sono risultati 284.163 migliaia di Euro per le vendite, 7.263 migliaia di Euro per l'EBITDA e un risultato negativo di 1.149 migliaia di euro per l'EBIT (tabella 4.15). La posizione finanziaria netta media risulta pari a -61.750 migliaia di Euro, mentre il valore contabile del patrimonio netto risulta pari a 121.436 migliaia di Euro.

Tabella 4.15 Valori medi Elica Post-Acquisizione

Migliaia di Euro	2010	2011	2012	2013	2014	VALORE MEDIO
SALES	255.189	295.393	287.489	290.117	292.625	284.163
EBITDA	7.950	9.080	8.753	2.978	7.552	7.263
EBIT	-1.900	1.281	1.022	-5.330	-819	-1.149
PFN	-40.048	-73.131	-67.068	-66.665	-61.837	-61.750
PN	147.454	115.707	119.565	111.461	112.997	121.436

Fonte: nostra elaborazione su dati ELICA

Dopo aver ricavato tutti i dati necessari, è possibile procedere con il calcolo dei multipli prima e dopo l'acquisizione, in modo da poter stimare il valore dell'*equity* tramite la media di quelli stimati. Per quanto riguarda i multipli *unlevered*, in seguito alla stima dell'Enterprise Value di Elica, tramite la moltiplicazione del valore del multiplo medio per il valore medio della grandezza presa in esame, si sottrae la posizione finanziaria netta e si ottiene una stima dell'*Equity Value*. Per quanto riguarda il multiplo *levered* il valore dell'*Equity* viene stimato direttamente tramite la moltiplicazione del valore del multiplo medio per il valore della grandezza presa in esame. Il valore dell'*Equity* dell'impresa prima dell'acquisizione risulta, in conclusione, pari a 235.432 migliaia di Euro, media dei valori trovati tramite i multipli (Tabella 4.16).

Tabella 4.16 Equity Value Elica Pre-Acquisizione

	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/SALES	P/BV	Totale
Valore del multiplo	10,02	15,59	1,34	2,22	
Valore medio grandezza del multiplo	19.122	9.270	258.095	130.070	
Enterprise Value stimato	191.602	144.519	345.847	288.755	
Posizione Finanziaria Netta	9.665	9.665	9.665		
Equity Value stimato	181.937	134.854	336.182	288.755	
EQUITY VALUE MEDIO					235.432

Fonte: Nostra elaborazione su dati ELICA

Tramite la stessa procedura, è possibile stimare il valore dell'*Equity* dell'impresa dopo l'acquisizione, che risulta pari a 129.995 migliaia di Euro.

Tabella 4.17 Equity Value Elica Post-Acquisizione

	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/SALES	P/BV	Totale
Valore del multiplo	10,02	15,59	1,34	2,22	
Valore medio grandezza del multiplo	7.263	-1.149	284.163	130.070	
Enterprise Value stimato	72.775	-17.913	380.778	288.755	
Posizione Finanziaria Netta	-61.750	-61.750	-61.750		
Equity Value stimato	134.525	43.837	442.528	269.588	
EQUITY VALUE MEDIO					222.620

Fonte: Nostra elaborazione su dati ELICA

Confronto Equity Value prima e dopo l'acquisizione

Il valore dell'azienda, che risulta dal multiplo che prende in considerazione le vendite, è maggiore dopo l'acquisizione in quanto il fatturato medio del periodo 2010-2014 (Tabella 4.15) risulta maggiore rispetto a quello del periodo 2005-2009 (Tabella 4.14); il multiplo che prende in considerazione l'EBITDA, il risultato quindi della sola gestione operativa, presenta un'enorme differenza prima e dopo l'operazione: ciò può essere spiegato da un lato dal peso dei debiti del periodo, il cui aumento è sicuramente dovuto alle operazioni di M&A portate a termine tra il 2010 e il 2011, dall'altro dagli effetti della crisi economico-finanziaria che incide con l'aumento generalizzato dei costi. Anche il multiplo che prende in considerazione l'EBIT porta ad un valore negativo dopo l'acquisizione, a causa del peso del debito, dell'aumento del costo dell'indebitamento generato dal difficile contesto economico-finanziario europeo e dagli oneri di ristrutturazione dovuti a piani di ridimensionamento intrapresi dall'azienda. L'*equity value* medio calcolato con il metodo dei multipli risulta quindi, dopo l'acquisizione, di poco inferiore all'*equity value* prima dell'operazione:

$$\underline{\text{EQUITY VALUE ELICA EX-ANTE}} = 235.432.000$$

$$\underline{\text{EQUITY VALUE ELICA EX-POST}} = 222.620.000$$

$$\underline{\text{VALORE}} = -12.812$$

Il valore negativo di 12.812 euro può essere spiegato in larga parte dal calo della redditività complessiva dell'azienda, come abbiamo visto nei paragrafi precedenti; riteniamo che l'andamento globale del mercato delle cappe aspiranti, osservato in precedenza, abbia portato degli effetti negativi su tutta la situazione, in quanto dal 2011 ha registrato un calo della domanda, anche nella Repubblica Popolare Cinese. Nonostante questo, il fatturato proveniente dall'estero è risultato in crescita, confermando l'importanza della dimensione internazionale per un'azienda che intende rimanere competitiva. Elica non ha risentito gravemente della crisi come è successo a molte altre aziende italiane: riteniamo, infatti, che qualora l'azienda non fosse stata composta da divisioni estere, gli effetti della crisi sarebbero stati molto più gravi per Elica. I punti di forza dell'azienda, quali innovazione, reattività al cambiamento e prodotti particolari e dal *design* unico, uniti alla forte frammentazione internazionale, hanno invece spinto l'azienda a risultati positivi (guardando i dati 2014-2015 in tabella 4.3). Nella tabella 4.18 sono indicati i dati di sintesi dei bilanci consolidati dell'acquisita Putian: si osserva un aumento significativo del fatturato nel biennio 2014-2015, tuttavia il calo della domanda nel mercato delle cappe aspiranti ha avuto un impatto negativo sull'utile di esercizio dal 2011 in poi. Particolarmente negativo è risultato il 2013, con una perdita di esercizio pari a 3.277 migliaia di euro. Nel 2015 è risultata una perdita poco rilevante rispettivamente di 181.000 euro, che fa sperare in una ripresa dell'utile per il 2016.

Tabella 4.18 Dati di sintesi dai bilanci consolidati di Putian

Migliaia di Euro	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Capitale sociale	4.596	3.332	3.332	3.332	3.332	3.332	3.332
Patrimonio netto	4.600	7.076	7.989	6.261	2.960	2.519	2.535
Attivo	12.600	12.440	10.849	10.951	14.831	19.977	25.020
Passivo	8.000	5.363	2.861	4.690	11.871	17.457	22.485
Ricavi	14.400	7.398	12.290	8.732	13.795	18.618	19.648
EBITDA	2.600	3.489	274	(1.485)	(2.026)	-	-
EBIT	1.000	3.358	(318)	(2.225)	(2.864)	-	-
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO	400	2.736	(233)	(1.692)	(3.277)	(720)	(181)

Fonte: Nostra elaborazione su bilanci di ELICA SPA

In conclusione, l'operazione *cross-border* compiuta da Elica non ha creato il valore sperato dal punto di vista della redditività, ma gli obiettivi strategici perseguiti sono stati ottenuti, in quanto Elica è riuscita ad entrare direttamente nel mercato di un paese che è divenuto una potenza nella scena economica globale, al secondo posto dopo gli Stati Uniti. Le opportunità da sfruttare in seguito a questa entrata sono sicuramente la possibilità di capire le tendenze e i bisogni dei clienti cinesi per quanto riguarda le cappe aspiranti e i motori per elettrodomestici, oltre ad altri settori del *cooking*, per adattarsi a questi, sviluppando anche nuovi prodotti in linea con la cultura aziendale di Elica. Da quest'entrata possono nascere, infatti, nuove collaborazioni come è già successo con l'accordo con il gigante cinese Haier per la fornitura di migliaia di pezzi l'anno destinati al mercato locale, da produrre direttamente nello stabilimento di Shengzhou: Elica agisce da terzista e i prodotti recano il marchio Haier (Emanuele Scarci, *Il Sole 24 Ore*, 2013). L'operazione crea valore anche nel senso che permette opportunità di sviluppo e collaborazione con un paese dal mercato immenso e che assorbe, ogni anno, 12 milioni di cappe aspiranti: al di là dei risultati conseguiti singolarmente, infatti, il fatto di non aver rilevato valore in seguito all'acquisizione può essere dovuto al *trend* storico del fatturato e alla crescita fisiologica di questo, come è stato osservato in precedenza nel grafico in figura 4.4, dove il fatturato è stabile ad un certo livello nell'arco temporale 2011-2015.

Da considerare, infine, è il fatto che nelle operazioni di M&A occorre sicuramente un'ottica più ampia per rilevare la creazione di valore, ad esempio cercando di stimare le sinergie/dissinergie, cosa che non è stata fatta con la presente analisi, oppure cercando di valutare l'azienda anche tramite le altre metodologie basate sui flussi e sul reddito, che permettono di dare una visione più completa della situazione.

I limiti della presente analisi, inoltre, derivano dall'utilizzo della metodologia dei multipli, che può non essere adatta in quanto la dinamica temporale dei prezzi risulta caratterizzata da una intensa variabilità, che rende difficile proporre una quotazione media come indicativa del valore d'impresa. Inoltre, sono stati utilizzati multipli correnti, ciò può fare la differenza rispetto al valore al periodo temporale dell'operazione.

Un altro limite, può essere rappresentato dall'utilizzo di società comparabili dello stesso settore: non sempre il fatto di appartenere allo stesso comparto indica che tali società rappresentino il giusto *comparable*, dato che risulta necessario considerare le caratteristiche proprie dell'azienda in termini di redditività, dimensione, profilo di rischio, struttura finanziaria e tasso di crescita. I multipli, inoltre, risultano tanto più efficaci quanto più efficiente risulta il mercato, cioè se vengono soddisfatte alcune condizioni, quali l'utilizzo del prezzo di mercato come valido indicatore dell'azienda, oltre alle condizioni di mercato perfettamente concorrenziale.

CONCLUSIONI

A conclusione dell'elaborato, dall'analisi delle operazioni in oggetto possiamo trarre alcune considerazioni. In primo luogo si rileva che le acquisizioni e fusioni *cross-border* hanno assunto un'importanza sempre maggiore per l'Europa e in particolare per l'Italia, il cui mercato risulta maturato nel corso degli anni e il cui fascino globale risulta in crescita. Le aziende italiane continuano, da un lato, ad essere percepite come *asset* pregiati agli occhi di molti investitori stranieri, nonostante l'emergere di nuovi *competitor* globali e la presenza di alcune condizioni sfavorevoli del sistema, dall'altro lato, anche per le aziende italiane, la presenza internazionale è diventata una necessità di sopravvivenza: a tale scopo, in specifici settori specialmente, si è sviluppato un processo di internazionalizzazione e l'utilizzo sempre maggiore di investimenti esteri come *driver* di crescita dimensionale e in termini di redditività.

La scelta delle operazioni *cross-border*, quindi, permette alle aziende di impossessarsi di risorse, conoscenze, tecnologie, sbocchi sul mercato e vantaggi locali derivanti dalla presenza diretta sul mercato dove vanno a investire e dal diritto di proprietà dell'azienda che acquisiscono, dando accesso al consolidamento di un vantaggio competitivo su scala internazionale, da attuare in modo significativamente rapido. Non mancano, tuttavia, fattori di rischio legati a tali operazioni, tra cui problemi di integrazione che possono sorgere relativamente a condivisione di linguaggi, obiettivi, pratiche manageriali; problemi di comunicazione e di gestione del personale; difficoltà di valutazione delle imprese a causa delle differenze di *standard* contabili. È preferibile, innanzitutto, perché le acquisizioni abbiano successo, che le aziende risultino già fornite di personale esperto nella gestione di questo tipo di operazioni e le abbiano già compiuto in precedenza sviluppando un'esperienza significativa. Serve inoltre, che siano dotate della flessibilità e della volontà necessarie per entrare in paesi diversi, con l'intenzione di apprendere e adattarsi al contesto economico, sociale e normativo, totalmente opposto al proprio.

In merito all'andamento del mercato M&A, in seguito alla crisi, è emerso, sia a livello globale che italiano, il peggioramento in termini di controvalori e volumi, anche se nel 2011 è stata registrata un ripresa, bloccata solo nel biennio 2012-2013, e proseguita dal 2014 ad oggi.

Si è registrata poi una diminuzione nei controvalori rispetto ai livelli pre-crisi, essenzialmente dovuta al fatto che, in periodo di crisi, le imprese più grandi acquisiscono imprese più piccole e ciò implica un valore nettamente inferiore rispetto ad acquisizioni e fusioni tra grandi aziende.

Il valore medio dei *deal*, quindi, ne risente sia per le minori dimensioni delle *target*, sia per gli effetti negativi portati dalla crisi stessa. Si realizzano, inoltre, operazioni di M&A soprattutto se si sono già avute esperienze di fusione e acquisizione, anche se non necessariamente nell'ambito della stessa *bidder*.

In secondo luogo, è possibile trarre considerazioni dall'analisi specifica delle operazioni tra Italia e Cina, compiute in conseguenza del ruolo in Italia delle imprese cinesi, le quali negli ultimi anni hanno compiuto una serie di operazioni di M&A. L'importanza in termini di controvalore e di volumi di esse è risultata sempre maggiore, soprattutto dal 2013 ad oggi.

I settori maggiormente interessati sono risultati, oltre al tessile/abbigliamento, quello energetico e quello farmaceutico, in relazione al fatto che l'Italia sia dotata di attraente *know-how*, conoscenze e competenze fondamentali nel settore delle rinnovabili in particolare e per il *luxury* nell'abbigliamento. Per quanto riguarda le imprese italiane, alcune sono state in grado di entrare in un mercato immenso come quello cinese, perseguendo strategie di crescita dimensionale: è il caso di aziende attive nei settori *Automotive*, farmaceutico e cappe aspiranti, nonostante sia notevole la differenza in termini di controvalore delle operazioni tra le aziende cinesi e quelle italiane.

L'operazione oggetto del caso di studio, l'acquisizione di un'azienda cinese da parte di una italiana, ci ha aiutato a trarre conclusioni sulle opportunità che possono essere sfruttate dall'Italia nel relazionarsi con una realtà culturalmente opposta e nel compiere *cross-border* M&A. L'azienda italiana Elica, attiva a livello internazionale e con un'esperienza consolidata nel compiere operazioni di M&A, è risultata idonea per questo tipo di operazioni, sia per la *mission* aziendale di innovazione, sia in quanto capace di adattarsi al cambiamento, oltre al fatto di avere esperienza in questo tipo di operazioni, come indicato precedentemente. Dalla valutazione finanziaria dell'acquisizione con la metodologia dei multipli, non è emerso, tuttavia, un valore positivo: ciò può essere dovuto sia al fatto che per avere una visione chiara dell'operazione e della creazione di valore sia necessario considerare anche le

sinergie/dissinergie, cosa che con la presente analisi non è stata fatta. Inoltre, la metodologia dei multipli, per i limiti che comporta il fatto di basare la valutazione sui prezzi di mercato, può non essere adatta a valutare un'acquisizione, per cui per avere una visione più completa sarebbe stato necessario utilizzare anche gli altri metodi visti nel primo capitolo.

Emerge, comunque, che l'azienda ha compiuto un passo importante verso il mercato cinese, e a nostro parere ci sono molte opportunità che possono essere colte su tale mercato da alcune imprese italiane dalla vocazione internazionale in certi settori: ne è un esempio la collaborazione nata tra Elica e Haier per la produzione di pezzi per il mercato locale cinese.

BIBLIOGRAFIA

A.T. Kerney. "Creating more value for China's M&A." 2015.

Ahn J., Luedi T. and Zhanh I. "How to make M&A work in China." *Mckinsey&Company Number 18* (Mckinsey&Company), 2006.

AIDEA. "Le operazioni di corporate M&A in Italia. Il ruolo della crisi." 2013.

Asia, ING's Corporate Finance. "Sino-Europe Outbound M&A Review 1H 2013." 2013.

Asia, ING's Corporate Finance. "Sino-Europe Outbound M&A Review 1H 2014." 2014.

Asia, ING's Corporate Finance. "Sino-Europe Outbound M&A Review 2H 2013." 2013.

Asia, ING's Corporate Finance. "Sino-Europe Outbound M&A Review 2H 2014." 2014.

Baigorri, Manuel. "2015 best year for M&A." *Bloomberg*, 2015.

Bower, Joseph L. "Not all M&As are alike-and that matters." *Harvard Business Review* 79 n.3, 2001.

Brealey, Myers, Allen, and Sandri. *Principi di finanza aziendale*. McGraw-Hill, 2011.

Bruno, Elena. *Strategie competitive per la riqualificazione dei modelli organizzativi e di business*. Giappichelli Editore Torino, 2012.

Business Community. "2015 anno straordinario per le M&A nel settore energetico." Febbraio 10, 2016.

C.Fe. "L'M&A globale verso il record assoluto." *Il Sole 24 Ore*, Settembre 12, 2015.

Caiazza, Rosa. *Cross-border M&A determinanti e fattori critici di successo*. Giappichelli Editore - Torino, 2011.

Capasso, Arturo, and Olimpia Meglio. *Fusioni e Acquisizioni: teorie, metodi, esperienze*. Francoangeli, 2009.

Cappellini, Micaela. "Chinese investments in Italy grow, reaching 322 companies." *Ilsole24ore*, 2015.

Casoli, Francesco, interview by Daniela De Milano. *L'intervista: cappe aspiranti Elica (Newsmercati)* (Febbraio 9, 2006).

Cavestri, Laura. "I cinesi a caccia di made in Italy." *Il Sole 24 Ore*, Dicembre 19, 2015.

CONSOB. "Relazione per l'anno 1997 n.17." Relazione, Roma, 1998.

Damodaran, Aswath. *Finanza Aziendale*. Apogeo, 2006.

—. *The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit*. 2011.

D'Ascenzo, Monica. "L'M&A parte con il freno nel 2016." *Il Sole 24 Ore*, Aprile 20, 2016.

Elica S.p.A. "Annual Report 2010."

—. "Annual report 2011."

—. "Bilancio d'esercizio 2006."

—. "Bilancio d'esercizio 2007."

—. "Bilancio d'esercizio 2008."

—. "Bilancio d'esercizio 2009."

—. "Bilancio d'esercizio 2010."

—. "Bilancio d'esercizio 2011."

—. "Bilancio d'esercizio 2012."

—. "Bilancio d'esercizio 2013."

—. "Bilancio d'esercizio 2014."

—. "Bilancio d'esercizio 2015."

—. "Comunicato stampa Acquisizione Zhejiang Putian." Marzo 21, 2011.

- . "Comunicato stampa Acquisizione Zhejiang Putian." Luglio 16, 2010.
- . "Investment in Putian." 2010.
- Fatiguso, Rita. "In Europa record di investimenti cinesi." *Il Sole 24 Ore*, Marzo 30, 2016.
- . "Sulla via del Dragone i nuovi business delle aziende italiane." *Il Sole 24 Ore*, Aprile 22, 2015.
- "Fusioni e acquisizioni in Cina." *China Briefing* 321, 2011.
- "Fusioni, Acquisizioni e Joint Ventures in Cina." *China Briefing*, 2011.
- Gonnella, Enrico. *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda*. 2008.
- Jie Li, Ramkishen S. Rajan & Rabin Hattari. "Drivers of intraregional M&As within developing Asia." *Journal of the Asia Pacific Economy*, 2016: 116-131.
- Jing, Xiao. "Financial Risks of Chinese Enterprises' Cross-Border Mergers and Acquisitions." *Management Science and Engineering*, 2014.
- KPMG. "Il mercato italiano M&A e le operazioni Estero su Italia." 2012.
- KPMG. "Le principali dinamiche del mercato M&A negli ultimi vent'anni." 2010.
- KPMG. "Rapporto Mergers&Acquisitions." 2012.
- KPMG. "Rapporto Mergers&Acquisitions." 2013.
- KPMG. "Rapporto Mergers&Acquisitions." 2014.
- KPMG. "Rapporto Mergers&Acquisitions." 2011.
- Lulu Gu, W. Robert Reed. "Does financing of Chinese mergers and acquisitions have "Chinese characteristics"?" 2015.
- Mike Schraeder, Dennis R. Self. "Enhancing the success of mergers and acquisitions: an organizational culture perspective." *Management Decision*, 2003: Vol. 41 Iss 5 pp. 511 - 522.

MOFCOM. "Regulations for Merger with and Acquisition of Domestic Enterprises by Foreign Investors." 2006.

Monti, Mara. "La Cina punta in Europa." *Il Sole 24 Ore*, Aprile 21, 2015.

Napolitano, M. Rosaria. *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*. FrancoAngeli, 2003.

Rao-Nicholson, Rekha, and Julie Salaber. "Impact of the Financial Crisis on Cross-Border Mergers and Acquisitions and Concentration in the Global Banking Industry." *Thunderbird International Business Review Vol. 58, No. 2*, 2015.

Ryder, Nicholas. *The Financial Crisis and White Collar Crime: The Perfect Storm?* Edward Elgar Publishing, 2014.

Salvi, and Dallochio. *Finanza Aziendale 2*. Egea, 2011.

Shimamura, Takeshi. "Global M&A: recent trends and future outlooks." *Lakyara, Nomura Research Insitute*, 2015.

Tedeschi, Corrado Gotti. "Le operazioni di M&A in Cina: normativa in vigore e fattori critici per gli investitori stranieri." *Corriere Asia*, 2007.

Verna, Fabio. *La grande onda: Fusioni e Acquisizioni*. 2008.

Zanetti, Laura. *La valutazione delle acquisizioni: sinergie, rischio e prezzi*. EGEA, 2000.

Zoia, Massimo. "I cinesi in Italia: dalla finanza all'industria la mappa della loro presenza nel business italiano." *First Online*, Novembre 8, 2012.

—. "I cinesi in Italia: dalla finanza all'industria la mappa della loro presenza nel business italiano." *Firstonline*, 2012.

SITOGRAFIA

<http://www.bvdinfo.com/>

<http://www.kpmg.com/>

<http://mergers.thomsonib.com/>

<http://www.bloomberg.com/>

<http://www.wallst-training.com/>

<http://www.elica.com/>

<http://www.businessdictionary.com/>

<http://www.ilsole24ore.com/>

<http://www.borsaitaliana.it/>

<http://pages.stern.nyu.edu/damodaran/>

<http://thomsonreuters.com/>

<http://www.ey.com/>

<http://www.dealogic.com/>

<http://www.pwc.com/>

<http://bebeez.it/>

<http://fortune.com/>

<http://www.istat.it/>

<http://www.marketing-insights.it/>

<https://www.forexinfo.it/>

<http://uk.practicallaw.com/>

<http://www.ebeijing.gov.cn/>