



Dipartimento di: Impresa e Management

Cattedra: Economia e direzione delle imprese internazionali

“Le strategie ed i processi di internazionalizzazione
delle imprese multinazionali attraverso le Operazioni
di Finanza Straordinaria, il caso Atlantia – Abertis”

RELATORE

Prof. Roberto Dandi

CANDIDATO

Mattia Lucci 680991

CORRELATORE

Prof. Matteo Giuliano Caroli

2017/2018

Sommario

INTRODUZIONE	6
 1 LE OPERAZIONI DI M&A COME STRATEGIE DI SVILUPPO INTERNAZIONALE.....	7
1.1 Cosa sono le Operazioni di M&A	7
1.1.1 Le Acquisizioni	9
1.1.1.1 Perché effettuare un'acquisizione	10
1.1.1.2 Le diverse fasi di un'Operazione di Acquisizione	11
1.1.2 Le Fusioni	14
1.1.2.1 Le diverse fasi di un'operazione di Fusione	16
1.2 Valore Aggiunto derivante dalle Operazioni di M&A.....	18
1.2.1 Economie di Scala	19
1.2.2 Integrazione Verticale.....	19
1.2.3 Combinazione di Risorse Complementari.....	19
1.2.4 Eccesso di Fondi.....	20
1.2.5 Eliminazione delle Inefficienze	20
1.2.6 Consolidamento di Settori	22
1.3 M&A Cross-Border ed Internazionalizzazione	22
1.3.1 L'internazionalizzazione, aspetti principali	24
1.3.1.1 Fattori che spingono l'impresa ad internazionalizzarsi.....	24
1.3.1.2 Il Processo di Internazionalizzazione.....	26
1.3.2 M&A Cross-Border	28
1.3.3 Fattori di spinta verso le M&A Cross-Border	28
1.3.4 La valutazione della dimensione Aziendale e l'impatto delle M&A cross-border sulla stessa	32
1.3.5 La creazione di valore	34
1.4 M&A Cross-Border come modalità di entrata in mercati esteri	36
1.4.1 Fattori a livello di industria e d'impresa	37
1.4.2 Fattori a livello di Paese/Governo	39
1.5 Trend Storici delle M&A Cross-Border, dal 2004 al 2016.....	40
 2 IL SETTORE AUTOSTRADALE.....	44

2.1 La rete delle concessioni autostradali in Italia	45
2.1.1: Poteri e Compiti degli Enti proprietari delle autostrade	48
2.2 La normativa vigente	50
2.2.1 La Convenzione Unica:.....	53
2.3 Le reti autostradali e la gestione delle stesse a livello Mondiale	54
2.4 Contratti PPP (<i>Private-Public Partnership</i>), un nuovo modo di ottenere concessioni	59
2.4.1: Private-Public Partnership, cosa sono e come funzionano:.....	60
2.4.2: Contratti tradizionali e PPP, differenze	61
2.4.3 <i>Private-Public Partnership</i> in Italia, un quadro generale	62
3 IL CASO ATLANTIA, HOCHTIEF – ABERTIS	64
INTRODUZIONE	64
3.1 Chi è Atlantia. Un po' di storia	65
3.2 Atlantia nel mondo	67
3.3 Le infrastrutture di Atlantia in Italia	69
3.3.1 Attività autostradale	69
3.3.2 Attività aeroportuale	70
3.4 Le infrastrutture di Atlantia all'estero	71
3.4.1 Attività autostradali estere	71
3.4.2 Attività aeroportuali estere	72
3.5 Hochtief. Storia della società Tedesca	74
3.6 Hochtief, al di là della storia.....	77
3.6.1 Sviluppo	77
3.6.2 Costruzioni	78
3.6.3 Manutenzione e Funzionamento.....	79
3.7 Abertis, chi è e cosa fa la società oggetto dell'operazione.....	79
3.8 15 maggio 2017, Atlantia decide di acquisire Abertis.....	82

3.9 Obiettivi dell'Acquisizione.....	87
3.9.1 Fortificare e diversificare il portafoglio di attività di Atlantia	88
3.9.2 Incremento della dimensione e maggior competitività.....	89
3.9.3 Aumento del portafoglio di progetti di sviluppo	90
3.9.4 Opportunità di crescita ulteriore in altri ambiti (ad esempio quello tecnologico)	92
3.9.5 Opportunità di aumentare l'efficienza operativa in mercati con presenza consolidata di entrambi i Gruppi (come il Cile e il Brasile)	92
3.10 L'Offerta di Atlantia S.p.A.	93
3.10.1 Corrispettivo dell'Offerta.....	93
3.10.2 Condizioni sottostanti l'Offerta	102
3.10.3 Garanzie e Finanziamento dell'Offerta	107
3.10.4 Piani Strategici e intenzioni riguardo le attività future e la localizzazione dei Centri di Attività di Abertis	110
3.10.5 Piani Strategici e intenzioni riguardo il mantenimento dei posti di lavoro, del personale e dei manager di Abertis	110
3.10.6 Piani relativi all'utilizzo delle attività di Abertis.....	111
3.10.7 Piani relativi al sistema amministrativo e gestionale di Abertis	113
3.11 Fattori di Rischio	113
3.11.1 Fattori di Rischio vincolati alla condizione di Società <i>Holding</i> di Atlantia	114
3.11.2 Fattori di Rischio vincolati alla riduzione delle partecipazioni in ASPI e ADR	115
3.11.3 Rischi vincolati al debito del Gruppo Atlantia.....	115
3.11.4 Rischi derivanti dal business del Gruppo Atlantia	116
3.11.4.1 Rischi di Mercato	117
3.11.4.2 Rischi di Liquidità	118
3.11.4.3 Rischi di Credito	119
3.11.5 Rischi per le Azioni Speciali di Atlantia	119
3.11.5.1 Rischi di non trasmissibilità delle Azioni Speciali di Atlantia.....	119
3.11.5.2 Rischi derivanti dal pagamento futuro di dividendi e retribuzioni	120
3.11.5.3 Rischi di cambio	120
3.11.5.4 Rischi dovuti alla diluizione dell'azionariato	121
3.12 Informazioni Finanziarie Consolidate Pro-Forma.....	121
3.12.1 Ipotesi e Limitazioni alle informazioni finanziarie consolidate	122
3.13 Atlantia S.p.A. e Abertis Infraestructuras S.A., la nascita di una nuova potenza mondiale	126

3.14 L'Offerta di Hochtief Aktiengesellschaft	131
3.14.1 Finalità dell'Operazione	131
3.14.2 Obiettivi dell'Operazione	132
3.14.3 Corrispettivo dell'Offerta	134
3.14.3.1 Azioni di nuova emissione Hochtief	139
3.14.4 Condizioni sottostanti l'Offerta	140
3.14.5 Garanzie e Finanziamento dell'Offerta	141
3.15 Atlantia e Hochtief, un'Offerta congiunta	144
3.16 L'Offerta Pubblica di Acquisto e/o Scambio congiunta	148
3.16.1 Il <i>Term Sheet</i>	149
3.16.2 L' <i>Investment Agreement</i>	149
3.16.3 La Capitalizzazione e la <i>Governance</i> dello SPV	150
3.17 Finanziamento dell'Operazione.....	152
3.17.1 Fabbisogno Finanziario in capo ad Atlantia	152
3.17.2 Fabbisogno Finanziario in capo allo SPV	153
3.18 14 maggio 2018, il risultato dell'Operazione	154
CONCLUSIONI	155
BIBLIOGRAFIA	157
SITOGRAFIA	160

INTRODUZIONE

Le società, nel corso della propria esistenza, tendono ad effettuare molteplici cambiamenti sotto diversi aspetti: dimensioni, tipologia, mercato di competenza, sviluppo nazionale o internazionale.

È comune che, raggiunta una determinata dimensione o un determinato livello di potere rispetto al mercato in cui si opera, la società decida di espandersi in nuovi mercati, anche attraverso l'entrata in nuovi paesi.

In questa sede viene analizzato l'ingresso delle società in paesi diversi da quello di origine, soprattutto tramite le Operazioni di Merger&Acquisition cross-border, effettuando un focus su quello che è il settore delle infrastrutture dei trasporti.

L'obiettivo di questo elaborato è quello di dimostrare come tali operazioni possono dare la possibilità a società di livello nazionale di operare su mercati internazionali e di allargare la propria area di influenza; a tal proposito è stato analizzato un caso pratico riguardante l'Offerta Pubblica di Acquisto effettuata da Atlantia S.p.A. nei confronti della concorrente spagnola Abertis Infraestructuras S.A.

È stata effettuata una raccolta ed elaborazione di informazioni per il caso di studio in loco, nella sede di Atlantia S.p.A., presso l'ufficio di Investor Relation & Corporate Finance, all'interno del quale ho lavorato come Tesista.

L'elaborato è suddiviso in tre capitoli: nel primo capitolo vengono fornite informazioni sulle Operazioni di M&A in generale, quali sono e cosa comportano e su come queste possono essere una metodologia di sviluppo internazionale. Nel secondo capitolo viene analizzato il settore autostradale Italiano e Mondiale, vengono elencati i principali competitor presenti ed infine vengono descritti i contratti tra settore pubblico e settore privato, sempre più presenti nel portafoglio di società che operano in questi settori. Nel terzo ed ultimo capitolo viene descritta in maniera dettagliata l'Operazione di Acquisizione effettuata da Atlantia S.p.A. nei confronti di Abertis S.A., la quale ha coinvolto diverse società provenienti da paesi differenti.

Operazione con risvolti inediti che porta alla formazione di uno dei più grandi operatori mondiali nel mercato delle infrastrutture di trasporto, terrene e aeree.

1 Le Operazioni di M&A come Strategie di Sviluppo Internazionale

In questo capitolo verranno trattate le Operazioni di Merger&Acquisition (di seguito “M&A”) con tutti gli aspetti concernenti, approfondendone le modalità di utilizzo da parte delle imprese per avviare processi di internazionalizzazione.

Queste operazioni possono essere definite come processi di crescita esterna: con esse un’impresa ottiene la capacità e le risorse necessarie per implementare una determinata strategia, acquisendo un’altra impresa già avviata.

Da un punto di vista prettamente teorico e strategico, le operazioni di M&A vengono preferite perché con esse si ritiene di poter conseguire più velocemente l’obiettivo desiderato, ed è facilitata la possibilità di individuare sul mercato aziende sottovalutate che possono costituire un ottimo investimento.

Ovviamente questa metodologia non è l’unico sistema attraverso il quale le aziende attuano la loro crescita: vi è infatti anche la possibilità di crescere internamente all’azienda stessa. La scelta tra le due modalità di crescita, esterna o interna, presuppone di avere ben chiari i vantaggi e gli eventuali svantaggi che l’alternativa prevede.

Il processo di acquisizione/cessione di una società è lungo ed impegnativo, coinvolge numerose parti e richiede un elevato livello di risorse finanziarie, senza contare anche l’aspetto psicologico dei soggetti coinvolti.

Di conseguenza queste operazioni possono trasformarsi in un processo molto rischioso per l’azienda, e questo si è verificato più volte nella storia.

In conclusione, le attività di M&A (Acquisizione, Fusione) comportano l’unificazione di due realtà distinte in un unico soggetto economico. Quest’ultimo si troverà a dover pianificare, integrare e gestire lo sviluppo di due entità precedentemente separate.

1.1 Cosa sono le Operazioni di M&A

Per Operazioni di M&A si intendono tutte quelle situazioni in cui società, organizzazioni o alcune unità delle stesse vengono unite o trasferite. Possono offrire

l'occasione ad una impresa di crescere, restringersi o modificare la natura della propria attività.

Nelle operazioni di questo tipo, una società decide di fondere i propri *asset* con quelli di una società definita *target* dando origine ad una singola entità, oppure sceglie di acquisire gli *asset* di un'altra società, in tutto od in parte; infatti queste operazioni vengono distinte in Fusioni (con la creazione di un'entità nuova) o Acquisizioni (tramite l'acquisto di *asset* esterni).

Queste operazioni, come già anticipato, sono molto rischiose, ma rimangono uno strumento indispensabile per la crescita della struttura societaria.

“Le operazioni di M&A sono attuate soprattutto nel caso in cui le risorse che generano il vantaggio economico competitivo siano realmente scarse, specifiche e difficili da sviluppare. Per far crescere l'Impresa, le operazioni di M&A sono consigliabili soprattutto quando è difficile essere competitivi efficientemente sul mercato target”. (Fontana & Boccardelli, 2015)

Le principali ragioni per effettuare un'operazione di M&A sono di due tipi:

- 1) Ragioni di carattere finanziario: di conseguenza l'operazione verrà effettuata soltanto nel caso in cui apporti benefici economici all'impresa che acquisisce, ovvero se la società *target* può consentire un miglioramento della posizione finanziaria del gruppo, oppure se effettuando la vendita della società acquisita nelle sue singole parti, se ne ricava un ritorno economico positivo.
- 2) Ragioni di carattere strategico: queste possono essere molteplici, tra le più “gettonate” si ricordano l'eliminazione di un concorrente, l'innalzamento di barriere all'entrata, la diversificazione di portafoglio, l'aumento della quota di mercato, lo sfruttamento di economie di scala o di scopo.

L'internazionalizzazione degli scambi commerciali e la globalizzazione hanno favorito lo sviluppo di processi di M&A transnazionali, i quali danno vita alla creazione di grandi gruppi aziendali in grado di competere non solo nei mercati nazionali, ma anche sui mercati mondiali.

L'inizio di questi avvenimenti può essere ricondotto a momenti che precedono la nascita della Comunità Economia Europea, e che hanno rivestito grande importanza per

l'unificazione del mercato, quali l'Atto Unico¹ firmato nel 1986 e il Trattato di Maastricht², entrato in vigore nel 1993. (Capodicasa, (n.d.))

1.1.1 Le Acquisizioni

Per acquisizione si intende quell'operazione mediante la quale un'impresa diventa proprietaria di una partecipazione di controllo di un'altra, o acquisisce in tutto o in parte gli *asset* di una società esterna.

Per effettuare questa operazione tendenzialmente viene utilizzato lo strumento dell'acquisto azionario, il quale si realizza tramite una Offerta Pubblica di Acquisto (OPA³).

¹ L'Atto Unico Europeo è l'accordo consolidato che ha emendato i Trattati di Roma del 1957 con cui era stata istituita la Comunità Economica Europea. L'Atto - firmato il 17 febbraio 1986 a Lussemburgo ed entrato in vigore il 1° luglio 1987 - fu elaborato per andare incontro a due necessità improrogabili: completare la costruzione del mercato interno, ormai al palo dopo le crisi economiche degli anni Settanta, e avviare un primo embrione di Unione politica.

² Il Trattato di Maastricht, o Trattato dell'Unione Europea (TUE), è stato firmato il 7 febbraio 1992 a Maastricht nei Paesi Bassi dai dodici paesi membri dell'allora Comunità Europea - oggi Unione Europea - e fissa le regole politiche e i parametri economici e sociali necessari per l'ingresso dei vari Stati aderenti nella suddetta Unione.

³ Per Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) si intende ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzato all'acquisto in denaro di prodotti finanziari.

Il soggetto che lancia un'OPA deve preventivamente comunicare alla CONSOB, o all'autorità di controllo sui mercati finanziari del proprio paese, l'intenzione ad effettuare l'operazione, allegando un documento contenente tutte le informazioni necessarie per consentire al pubblico di formarsi un giudizio sull'OPA stessa.

Esistono diverse tipologie di OPA:

- OPA Totalitaria: Offerta effettuata sulla totalità del capitale azionario della società oggetto d'offerta.
- OPA Parziale: Offerta effettuata su una percentuale di capitale azionario inferiore al 30%.

Le acquisizioni possono essere amichevoli o ostili, la differenza risiede nel modo in cui l'operazione viene percepita dalla direzione dell'impresa oggetto di offerta. Nel caso in cui la transazione sia ritenuta amichevole, entrambe le parti partecipano alla stesura dell'accordo, mentre nel caso in cui venga reputata ostile, l'impresa oggetto dell'offerta subisce l'operazione.

Ovviamente le acquisizioni, come anche le fusioni, possono essere effettuate sia a livello nazionale, sia a livello internazionale. Nel secondo caso si parla di Acquisizioni o Fusioni transnazionali, ovvero tra società che hanno sedi in paesi differenti. (Labory, Acquisizioni, 2012)

1.1.1.1 Perché effettuare un'acquisizione

Le acquisizioni modificano l'assetto proprietario delle società, acquirente ed acquisita. Le finalità alle quali mira una società che effettua un'acquisizione, possono essere ripartite in quattro tipologie:

- i) L'impresa acquirente può puntare ad un rafforzamento della propria posizione su un mercato di riferimento - o, eventualmente, su uno nuovo - e

-
- OPA Obbligatoria: quando un soggetto venga a detenere a seguito di acquisti a titolo oneroso una quota di partecipazione nel capitale azionario della società superiore al 30%. In tale caso, la legge impone che venga effettuata un'Offerta per l'intero ammontare del capitale sociale.
 - OPA Preventiva: la disciplina dell'OPA preventiva può individuarsi nell'esigenza di evitare il lancio dell'OPA totalitaria assicurando comunque il cambio di controllo e la tutela delle minoranze. Infatti allo scopo di evitare elusioni è previsto che l'offerente sia comunque tenuto a promuovere l'offerta pubblica totalitaria qualora, nei dodici mesi successivi alla chiusura dell'offerta preventiva effettui acquisti di partecipazioni in misura superiore all'uno per cento o la società emittente abbia deliberato operazioni di fusione o di scissione.
 - OPA Residuale: caso in cui un soggetto giunga a detenere una partecipazione superiore al 90% del capitale azionario della società *target*. In questo caso si assume che il flottante rimasto non sia sufficiente e di conseguenza il soggetto detentore di tale quota deve effettuare un'OPA per la restante parte del capitale.

non potendo aumentare la propria quota di mercato in altri modi, ricorre all'operazione di acquisizione. Quindi una finalità prettamente strategica.

- ii) La scelta di effettuare tale operazione può essere guidata anche da una finalità manageriale, per dare al management aziendale la possibilità di accrescere la propria esperienza ed il proprio prestigio, guidando una società più grande e magari internazionale.
- iii) Possono incorrere anche finalità di tipo fiscale, ad esempio tramite lo sfruttamento di vantaggi tributari.
- iv) Infine l'operazione può essere motivata da benefici speculativi connessi allo sfruttamento delle discrepanze tra valore di mercato e valore effettivo in mercati finanziari imperfetti.

Le acquisizioni sono processi molto complicati e rischiosi che molte volte non raggiungono appieno gli obiettivi prefissati, in altri casi falliscono completamente facendo pagare un caro prezzo alla società protagonista che ha avviato il processo. (Labory, 2012)

1.1.1.2 Le diverse fasi di un'Operazione di Acquisizione

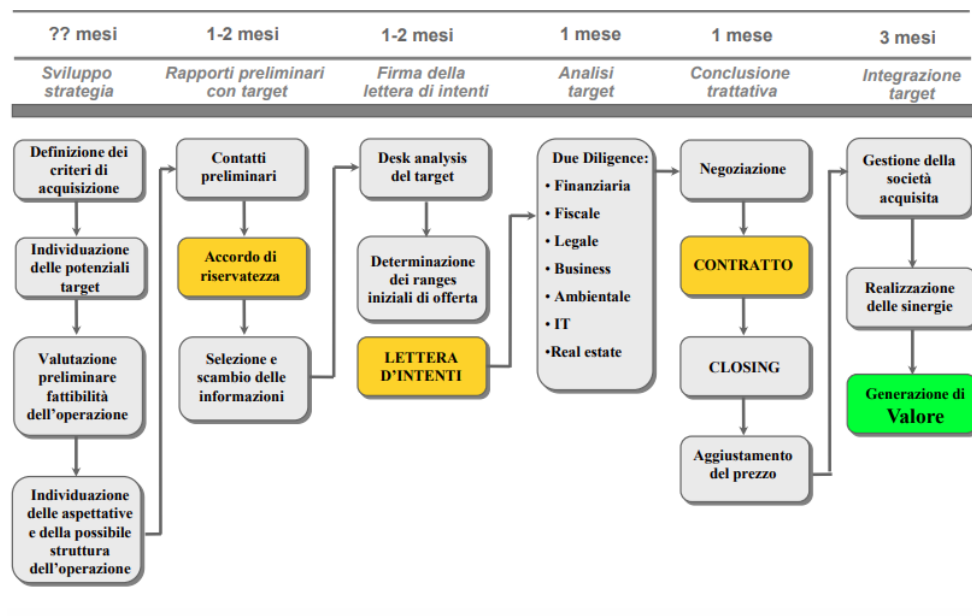


Figura 1: Fasi del processo di Acquisizione; Fonte: Lezione sulle M&A Agnese P.

Le operazioni di acquisizione sono formate da diverse fasi che partono dallo sviluppo della strategia fino all'integrazione del *target* post *closing*.

Nelle prossime pagine verranno analizzate le varie fasi del processo di acquisizione nel dettaglio:

- Sviluppo della Strategia:

Fase nella quale i responsabili di dipartimento di M&A e i vertici della società acquirente - i quali possono essere assistiti da una banca di investimento o da un *financial advisor* - scrutano le opportunità offerte dal mercato. Una volta identificata l'impresa oggetto d'offerta, vengono raccolte tutte quelle informazioni pubbliche preliminari disponibili al fine di portare a termine una valutazione preliminare di tale impresa e di esaminare l'effettiva fattibilità dell'operazione. (Pansa & Agnese, 2016)

- Rapporti Preliminari con i *Target*:

I primi rapporti con la società *target* possono avvenire sia in modo diretto che indiretto, ossia tramite delegati, lettere di manifestazione di interesse, ecc.

Le successive negoziazioni sono finalizzate a definire: le modalità con cui verrà effettuata la transazione; la struttura della transazione stessa; il prezzo o, se non quantificabile, l'intervallo di prezzo rilevante; le modalità e le tempistiche di fasi successive quali *due diligence*, accesso al management della società *target*...; possibile firma di una lettera di confidenzialità ai fini di risolvere eventuali problematiche di riservatezza delle trattative.

Questo scambio di informazioni tra le due entità è di fondamentale importanza per il buon esito dei rapporti preliminari e per lo svolgimento dell'attività di *Desk Analysis*, ovvero la fase in cui viene delineandosi un primo *range* di valori da sottoporre al giudizio dell'impresa oggetto di valutazione. (Pansa & Agnese, 2016)

- Offerte iniziali e Lettera d'Intenti:

La conclusione della *Desk Analysis*, come già detto, porta alla definizione di un *range* iniziale di valutazioni della società *target* da sottoporre e discutere con la controparte (anche detta "Fase di Negoziazione Preliminare"). Se questa fase si

conclude in modo positivo, si procede generalmente alla firma della Lettera d'Intenti⁴, attraverso la quale le parti disciplinano l'esclusività e la confidenzialità della trattativa, impegnandosi a portare avanti la contrattazione attraverso una formalizzazione dei principi fondamentali del possibile accordo definitivo e le regole per il prosieguo delle trattative.

Molte volte la Lettera d'Intenti contiene riferimenti specifici a documenti (come ad esempio bilanci pro-forma o consolidati) e ad aspetti finanziari (come ad esempio varie *ratio* o riferimenti all'EBITDA⁵) che se non attentamente ponderati, dettagliati e compresi nei loro significati tecnici dalle parti al momento della stipula della lettera, tendono a causare sorprese e difficoltà nel prosieguo delle trattative. (Pansa & Agnese, 2016)

- Stipula del Contratto di Compravendita:

Il processo di acquisizione trova il suo perfezionamento nella stipula del contratto di compravendita delle azioni. L'esecuzione del contratto è subordinata a una o più condizioni non controllabili dalle parti, quali, per fare un esempio pratico, l'ottenimento del nulla osta da parte dell'autorità Antitrust. (Pansa & Agnese, 2016)

- *Closing*:

Nel momento in cui le condizioni previste nel contratto di compravendita si avverano, si giunge al cosiddetto "*closing*", ovvero alla consegna delle azioni all'acquirente, attraverso girata autenticata dal notaio in caso di operazioni effettuate in Italia ed al pagamento, totale o parziale, del prezzo pattuito.

Nel periodo che intercorre tra la data del *closing* e la stipula del contratto il venditore detiene ancora il controllo del business ceduto, anche se limitato dalle

⁴ In diritto privato la Lettera d'Intenti è un documento sottoscritto dalle parti durante la trattativa per la conclusione di un contratto, con il quale esse fissano i punti su cui sono già pervenute ad un accordo e disciplinano il prosieguo delle trattative, senza che questo le impegni a concludere il contratto.

⁵ Per EBITDA (*Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*) si intende il risultato d'esercizio, calcolato come la differenza tra Ricavi e Costi, al lordo di Interessi, Tasse, Svalutazioni e Ammortamenti.

clausole accessorie incluse nel contratto, che hanno la funzione di mantenere intatto il patrimonio aziendale così come quantificato durante la *due diligence*. (Pansa & Agnese, 2016)

- Aggiustamento del Prezzo:

Il patrimonio aziendale della *target* quantificato dall'acquirente durante la *due diligence* è generalmente associato a documento (come il bilancio) viene redatto prima della data del *closing* o della stipula del contratto di compravendita stesso. Tale documento viene poi confrontato con un documento analogo redatto, questa volta, appositamente alla data del *closing*; da tale confronto scaturiscono eventuali differenze tra la valutazione iniziale e quella finale che danno vita a quei meccanismi detti di "Aggiustamento del Prezzo", i quali verranno trattati più avanti. (Pansa & Agnese, 2016)

- Fase di Integrazione:

Una volta terminata la fase di aggiustamento del prezzo e avvenuto l'effettivo passaggio della gestione della società oggetto dell'offerta all'acquirente, inizia la fase dell'integrazione. (Generalmente fase fondamentale è quella dei primi 90 giorni in cui il management della società acquirente entra nella *target*). (Pansa & Agnese, 2016)

1.1.2 Le Fusioni

Con il termine fusione si intende l'unione tra due o più imprese in un unico soggetto giuridico. Può essere di due tipologie: Fusione in senso stretto (quindi l'unione di due entità in un unico soggetto); Fusione per incorporazione (attraverso l'incorporazione, appunto, di una società in un'altra).

Le finalità della fusione sono molto simili a quelle dell'acquisizione, ma ci sono alcuni casi in cui la fusione può essere preferita all'acquisizione:

- 1) Quando si ricerca una forte integrazione fra le aziende;
- 2) Quando si perseguono sinergie tra le imprese.

Entrambi questi casi sono caratterizzati dal fatto che l'esborso monetario è di gran lunga minore rispetto all'acquisizione.

Con le fusioni si cerca il miglioramento nella gestione aziendale per costruire o difendere un vantaggio competitivo, o per diversificare in nuovi mercati, con prodotti recenti o nuove tecnologie.

Vengono distinte 3 tipologie di fusioni:

- a) Fusioni Orizzontali, che coinvolgono imprese della stessa industria;
- b) Fusioni Verticali, che interessano aziende operanti a diversi stadi dello stesso processo produttivo;
- c) Fusioni Diversificate, che coinvolgono attività di differenti industrie, senza alcun legame fra loro.

Delle fusioni avvenute in tutto il mondo, un quarto sono state effettuate tra società di diversi paesi. Le fusioni transfrontaliere hanno contribuito fortemente all'internazionalizzazione della produzione verificatasi dalla fine del XX secolo.

Alla fine del 1990, la maggior parte degli investimenti diretti all'estero (IDE)⁶ erano stati realizzati attraverso le fusioni, anziché tramite la creazione di nuove imprese.

Le fusioni mirate esclusivamente ad incrementare il potere di mercato attraverso la concentrazione della produzione sono vietate dalla regolamentazione antitrust; e si tratta principalmente delle fusioni orizzontali, che tendono ad aumentare la concentrazione della produzione e quindi i prezzi, a scapito dei consumatori.

La ricerca sugli effetti delle fusioni evidenzia però un paradosso: queste operazioni non producono i risultati positivi attesi in termini di profittabilità e di produttività. Molti dei fallimenti avvenuti nella storia, sembrano essere imputabili alle difficoltà incontrate nella combinazione delle conoscenze e delle culture aziendali nella nuova struttura aziendale unificata. (Labory, Fusioni, 2012)

⁶ Sono definiti Investimenti Diretti all'Estero (IDE) gli investimenti internazionali volti all'acquisizione di partecipazioni durevoli in un'impresa estera (Investimenti *brownfield*) o alla costituzione di una filiale all'estero (investimenti *greenfield*), che comporti un certo grado di coinvolgimento dell'investitore nella direzione e nella gestione dell'impresa partecipata o costituita.

1.1.2.1 Le diverse fasi di un'operazione di Fusione

Le operazioni di Fusione vengono effettuate seguendo un percorso ben preciso, composto da diverse fasi: Fase Iniziale; Fase Progettuale; Fase PreDeliberativa; Fase Deliberativa:

- Fase Iniziale: fase nel corso della quale viene valutato l'impatto della fusione all'interno della società incorporante. Il team che si occupa della fusione deve assicurarsi che i progetti di fusione, redatti da entrambe le società, siano identici.
- Fase Progettuale: fase in cui è redatto il Progetto di Fusione⁷, il quale deve contenere il rapporto di cambio. Viene redatto dal Consiglio di Amministrazione e presentato alle Assemblee di entrambe le società, incorporante ed incorporata, per un primo perfezionamento. Di fondamentale importanza è il Rapporto di Cambio.
- Fase PreDeliberativa: all'interno di questa fase avviene la predisposizione di tutti i documenti necessari all'operazione, ai fini di una adeguata informativa, oltre all'adempimento di tutti gli oneri ai fini pubblicitari.

⁷ Il Progetto di Fusione deve essere redatto dagli amministratori delle società partecipanti alla fusione e deve contenere al suo interno:

- Il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede delle società partecipanti alla fusione;
- L'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante con modificazioni derivanti dalla fusione;
- Il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l'eventuale conguaglio in denaro, il quale non può essere maggiore al 10% del valore delle azioni o quote assegnate;
- Le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante e la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili;
- La data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante;
- Il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni;
- I vantaggi particolari eventualmente proposti a favore degli amministratori delle società partecipanti alla fusione.

- Fase Deliberativa: fase in cui vengono predisposti gli ultimi documenti diretti alla chiusura dell'operazione, disciplinati dall'Art. 2501 Quater, Quinques e Sexies⁸

⁸ “Art 2501 Quater, riferito alla Situazione Patrimoniale: L'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione redige, con l'osservanza delle norme sul bilancio d'esercizio, la situazione patrimoniale delle società stesse, riferita ad una data non anteriore di oltre centoventi giorni al giorno in cui il progetto di fusione è depositato nella sede della società ovvero pubblicato sul sito Internet di questa.

La situazione patrimoniale può essere sostituita dal bilancio dell'ultimo esercizio, se questo è stato chiuso non oltre sei mesi prima del giorno del deposito o della pubblicazione indicato nel primo comma, ovvero, nel caso di società quotata in mercati regolamentati, dalla relazione finanziaria semestrale prevista dalle leggi speciali, purché non riferita ad una data antecedente sei mesi dal giorno di deposito o pubblicazione indicato al primo comma.

La situazione patrimoniale non è richiesta se vi rinunciano all'unanimità i soci e i possessori di altri strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto di ciascuna delle società partecipanti alla fusione.

Art. 2501 Quinques, riferito alla Relazione dell'Organo Amministrativo: L'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione deve predisporre una relazione che illustri e giustifichi, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione e in particolare il rapporto di cambio delle azioni o delle quote.

La relazione deve indicare i criteri di determinazione del rapporto di cambio. Nella relazione devono essere segnalate le eventuali difficoltà di valutazione.

L'organo amministrativo segnala ai soci in assemblea e all'organo amministrativo delle altre società partecipanti alla fusione le modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo eventualmente intervenute tra la data in cui il progetto di fusione è depositato presso la sede della società ovvero pubblicato nel sito Internet di questa e la data della decisione sulla fusione.

La relazione di cui al primo comma non è richiesta se vi rinunciano all'unanimità i soci e i possessori di altri strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto di ciascuna delle società partecipanti alla fusione.

Art. 2501 Sexies, Riferito alla Relazione degli Esperti: Uno o più esperti per ciascuna società redigono una relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni o delle quote, che indichi:

- a) il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi;
- b) le eventuali difficoltà di valutazione.

Al termine della Fase Deliberativa, quindi dopo la redazione di tutti i documenti precedentemente elencati, gli *asset* dell'incorporata passano alla società incorporante completando l'operazione di Fusione. (Minerva, (n.d.))

1.2 Valore Aggiunto derivante dalle Operazioni di M&A

Dopo aver trattato delle due principali operazioni di M&A, nei prossimi paragrafi ci occuperemo di quelle che sono le possibili fonti di sinergie derivanti dalle Operazioni di M&A, quindi delle possibili fonti di Valore Aggiunto.

La relazione deve contenere, inoltre, un parere sull'adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato.

L'esperto o gli esperti sono scelti tra i soggetti di cui al primo comma dell'articolo 2409-bis e, se la società incorporante o la società risultante dalla fusione è una società per azioni o in accomandita per azioni, sono designati dal tribunale del luogo in cui ha sede la società. Se la società è quotata in mercati regolamentati, l'esperto è scelto tra le società di revisione sottoposte alla vigilanza della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.

In ogni caso, le società partecipanti alla fusione possono congiuntamente richiedere al tribunale del luogo in cui ha sede la società risultante dalla fusione o quella incorporante la nomina di uno o più esperti comuni.

Ciascun esperto ha diritto di ottenere dalle società partecipanti alla fusione tutte le informazioni e i documenti utili e di procedere ad ogni necessaria verifica.

L'esperto risponde dei danni causati alle società partecipanti alle fusioni, ai loro soci e ai terzi. Si applicano le disposizioni dell'articolo 64 del codice di procedura civile.

Ai soggetti di cui ai precedenti terzo e quarto comma è altresì affidata, in ipotesi di fusione di società di persone con società di capitali, la relazione di stima del patrimonio della società di persone a norma dell'articolo 2343.

La relazione di cui al primo comma non è richiesta se vi rinunciano all'unanimità i soci e i possessori di altri strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto di ciascuna società partecipante alla fusione.”

1.2.1 Economie di Scala

Per Economie di Scala s'intende la diminuzione del costo medio unitario all'incremento delle quantità prodotte; una modalità per ottenere tale risultato sta nel distribuire i costi fissi su un volume maggiore di produzione.

Il metodo più utilizzato per raggiungere tale scopo sono le operazioni di M&A di tipo orizzontale, ovvero tra imprese che operano nello stesso business. (Pansa & Agnese, 2016)

1.2.2 Integrazione Verticale

Attraverso l'integrazione verticale, le imprese puntano ad avere completo controllo in tutto il processo produttivo, dalla fornitura di materie prime alla vendita al cliente.

Le operazioni di M&A di carattere verticale coinvolgono imprese che operano a livelli diversi della filiera di produzione, ma comunque nello stesso business.

Tale tipologia di integrazione viene molto utilizzata, rispetto a quella orizzontale, perché consente di avere un maggior coordinamento ed una migliore gestione.

Al giorno d'oggi le integrazioni verticali sono diminuite di molto, perché le imprese preferiscono effettuare il cosiddetto *outsourcing* ovvero acquistare da altre imprese prodotti o servizi. (Pansa & Agnese, 2016)

1.2.3 Combinazione di Risorse Complementari

Questa tipologia di vantaggio viene data soprattutto alle piccole imprese, le quali possiedono un prodotto/servizio esclusivo, ma non dispongono dell'organizzazione produttiva e distributiva per poterlo far arrivare al cliente nel migliore dei modi.

Qui entra in gioco un'impresa più grande la quale, attraverso una acquisizione ad esempio, può fornire alla piccola impresa tutta l'esperienza e i mezzi necessari al suo scopo e di contro ottiene quel prodotto/servizio esclusivo, di proprietà della piccola società.

In questo caso, come si può evincere, le due imprese hanno risorse complementari, di conseguenza un'acquisizione o fusione delle suddette produrrà un valore maggiore rispetto alle singole *stand-alone*. (Pansa & Agnese, 2016)

1.2.4 Eccesso di Fondi

Un esempio classico in questo caso è quello di un'azienda che opera in un settore maturo, generando un considerevole ammontare di cassa, ma purtroppo ha limitate opportunità di investimento.

Una soluzione sarebbe quella di redistribuire l'eccesso di cassa agli azionisti, attraverso un aumento dei dividendi, ma se il Management non vuole adottare una tecnica simile è possibile effettuare l'acquisizione di un'altra società.

Tali acquisizioni sono Finanziate per Contante, ovvero l'importo dell'acquisizione viene interamente o per gran parte corrisposto in Denaro. (Pansa & Agnese, 2016)

1.2.5 Eliminazione delle Inefficienze

Ovviamente la liquidità non è l'unica risorsa che andrebbe sprecata se gestita in maniera non opportuna. Vi sono infatti tantissime imprese che non sfruttano opportunità, hanno costi eccessivi che devono essere necessariamente tagliati, oppure vendite o utili da migliorare.

Queste imprese sono le prime candidate per un'operazione di M&A da parte di imprese che dispongono di un Management di qualità superiore: in questi casi l'acquisizione/fusione non è altro che il meccanismo attraverso il quale un team di management viene rimpiazzato da un altro.

In questo caso la difficoltà non è tanto riconoscere un *management team* che non funziona, quanto sostituirlo con uno che riesce a fare meglio. Questa prospettiva venne

spiegata da Warren Buffett, presidente di Berkshire Hathaway⁹, con una simpatica metafora:

“Molti manager sembrano essere stati colpiti durante la loro infanzia dalla favola in cui il bel principe azzurro viene liberato dalle sembianze di rospo dal bacio della splendida principessa.

Sono certi che il loro bacio farà miracoli per la redditività dell’azienda-obiettivo.

Questo ottimismo è essenziale. In assenza di questa rosea prospettiva, perché gli azionisti dell’impresa A vorrebbero possedere una partecipazione in B, pagando un prezzo di acquisizione che è il doppio del prezzo di mercato che pagherebbero acquistando direttamente le azioni di B?

In altre parole, gli investitori possono sempre acquistare i rospi al prezzo corrente dei rospi.

Se gli investitori insistono a finanziare le principesse che desiderano pagare il doppio il diritto di baciare i rospi, questi baci devono contenere una carica esplosiva.

Abbiamo assistito a molti baci, ma rarissimi miracoli. Nonostante ciò, molte principesse manageriali rimangono serenamente convinte della potenzialità dei loro baci, anche se i loro stagni aziendali sono pieni di rospi insensibili.”

(Pansa & Agnese, 2016)

⁹ Berkshire Hathaway 1981 Annual Report, Citato in Pansa A., Agnese P., Finanza Straordinaria (seconda edizione), p. 355, il quale ha preso la citazione da Foster G., “Comments on M&A Analysis and the Role of Investment Bankers”, in Midland Corporate Finance Journal, n. 1, pp. 36-38, 1983.

1.2.6 Consolidamento di Settori

I settori che più stimolano le fusioni e le acquisizioni sono quelli con un'elevata concentrazione di imprese ed una capacità produttiva in esubero.

Un settore che ben rappresenta questa situazione è quello bancario: durante la crisi degli anni duemila sono avvenute innumerevoli fusioni al fine di salvaguardare le banche in difficoltà e per offrire la possibilità alle banche più grandi ed efficienti di effettuare economie di scala.

Esempi di banche che hanno effettuato tali operazioni sono: Ubs con Swiss Bank Corp; BNP con Banque Paribas; Unicredit con Capitalia, e tante altre. (Pansa & Agnese, 2016)

1.3 M&A Cross-Border ed Internazionalizzazione

Sul tema dell'internazionalizzazione, gli studiosi si sono interrogati in merito agli aspetti più disparati dell'economia: dal marketing, alla finanza, fino anche alla strategia aziendale.

Ma i quesiti posti sono sostanzialmente sempre gli stessi:

- 1) Quali sono i motivi per cui un'impresa si internazionalizza?
- 2) Quali le modalità attraverso cui si può avviare un'internazionalizzazione?
- 3) Quali le strategie adottate per operare sui mercati internazionali?

Per quanto concerne le motivazioni, si distinguono fattori di spinta articolati e altri che possono sembrare banali, ma in realtà non lo sono.

Si può ad esempio voler sfruttare un vantaggio competitivo acquisito anche nei confronti di paesi e imprese estere, e cogliere così nuove opportunità di mercato facendo leva su un prodotto/servizio di qualità superiore che già si possiede; oppure ottenere questo fattore di vantaggio direttamente agendo sull'estero, quindi cercando in altri paesi quelli che sono i fattori tramite i quali creare per la propria azienda un vantaggio competitivo.

Naturalmente oltre a queste motivazioni appena più complesse, esistono motivi semplici come ad esempio la capacità di diversificazione del proprio portafoglio di asset, oppure

l'entrata in mercati che a livello nazionale sono saturi, mentre a livello internazionale possono dare ancora opportunità di sviluppo.

Riguardo, invece, alle modalità attraverso le quali un'impresa può entrare in mercati internazionali, si possono annoverare principalmente tre procedure:

- Le esportazioni, modalità adatta ad un'offerta capace di sopportare elevati costi logistici inerenti ad una produzione incentrata nel paese di origine e ad una distribuzione dei prodotti in tutto il mondo (caso in cui rivestono fondamentale importanza i vantaggi di tipo *country-specific*).

Per la sua semplicità questa modalità è stata a lungo considerata come il primo passo verso un'internazionalizzazione.

- Gli Investimenti Diretti all'Estero (IDE), modalità che domina nei settori dove fondamentali sono quei vantaggi di tipo *firm-specific*, ovvero dei fattori di vantaggio che l'impresa ha al di fuori della sua area geografica.

Questa tipologia di modalità rispetto alle esportazioni richiede un maggiore sforzo finanziario ed è meno flessibile rispetto a possibili fenomeni di instabilità politica e di mercato nei paesi ospitanti.

- Le Operazioni di M&A Cross-Border: l'uso di questa modalità di internazionalizzazione è aumentato rapidamente negli ultimi anni, incrementando la globalizzazione e riformando la struttura industriale a livello internazionale.

Queste operazioni sono le classiche M&A, dove un'impresa acquisisce il controllo, in tutto o in parte, del business di un'altra impresa, quest'ultima operante in un paese estero.

Nel nostro elaborato, ci concentreremo su quest'ultima modalità di ingresso in paesi esteri, ma prima è opportuno parlare del fenomeno generale dell'internazionalizzazione. (Tracogna & Nanut, 2003)

1.3.1 L'internazionalizzazione, aspetti principali

L'internazionalizzazione di un'impresa può facilitare l'ottenimento di condizioni di vantaggio competitivo legate alla possibilità di svolgere in modo più efficiente un'attività della catena del valore¹⁰ in una nuova area geografica.

Di fondamentale importanza per un'impresa che intende aprirsi a nuovi paesi è la capacità di assorbire le risorse e le competenze dai vari contesti geografici al fine di trasferirle all'interno del proprio sistema, in modo da raggiungere un'autogenerazione delle stesse.

1.3.1.1 Fattori che spingono l'impresa ad internazionalizzarsi

Ovviamente il processo di internazionalizzazione viene avviato a seguito di determinati fattori che spingono l'impresa ad uscire dal contesto nazionale. In questo ambito un importante contributo teorico viene dato dal Paradigma Eclettico di Dunning¹¹ secondo il quale esistono tre fattori posti all'origine dell'espansione di un'impresa nei mercati internazionali:

- 1) *Ownership Advantage*: riguarda il possesso, da parte dell'impresa, di risorse e competenze che le consentono di avere un vantaggio competitivo anche all'estero.
- 2) *Location Advantage*: connesso alla localizzazione nel paese estero per la presenza di condizioni favorevoli in termini di diminuzione di costi, assetto istituzionale o ambiente politico favorevole.
Di conseguenza non abbiamo solo l'utilizzo delle risorse "casalinghe", ma anche di quelle presenti nel territorio estero.
- 3) *Internalization Advantage*: vantaggio connesso all'internazionalizzazione, ovvero alla capacità dell'impresa di sfruttare al meglio i propri asset nel paese estero, piuttosto che cedendone l'uso a terzi in licenza o attraverso la vendita.

¹⁰ La "catena del valore" è un modello che permette di descrivere la struttura di una organizzazione come un insieme limitato di processi. Questo modello è stato teorizzato da Michael Porter nel 1985 nel suo best seller: *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*.

¹¹ Fontana F., Boccardelli P., *Corporate Strategy*, HOEPLI, 2015, pp. 129-130

(Fontana & Boccardelli, 2015)

Un'ulteriore distinzione dei fattori che spingono un'impresa ad internazionalizzarsi, vede due principali categorie: i fattori di tipo Push, ovvero quelli che sono presenti all'interno dell'impresa stessa, e i fattori Pull, cioè quei fattori presenti nel mercato di riferimento che attirano l'impresa e la spingono a vagliare nuovi mercati. (Fontana & Boccardelli, 2015)

- I Fattori Push racchiudono un'ampia gamma di spinte all'internazionalizzazione che variano al variare della modalità di entrata nel mercato estero adottata:
 - a) Se parliamo di esportazioni, possiamo essere spinti da fattori quali: Replicare il successo di un prodotto in nuove aree geografiche; Sfruttare in maniera più efficiente il livello di produzione sovradimensionato; Conoscere un nuovo contesto geografico e il sapere, la cultura e le strategie presenti nello stesso.
 - b) Se ci riferiamo a Investimenti Diretti all'Estero, i fattori di spinta possono essere: Godere di vantaggi derivanti dalla localizzazione, come riduzione di costi o migliori condizioni di approvvigionamento; Accedere a determinate materie prime presenti nel mercato estero; Sfruttare appieno un elevato tasso di sviluppo del mercato in cui si entra.
 - c) Se invece parliamo di Accordi Strategici, vediamo come fattori di spinta: Condivisione del rischio; Superamento di eventuali vincoli normativi presenti nel paese d'origine; Sviluppo ed implementazione di competenze in comune.

(Fontana & Boccardelli, 2015)

- I Fattori Pull, invece, possono essere sintetizzati in maniera più schematica in 5 categorie esterne:
 - 1) Internazionalizzazione del mercato e della filiera produttiva, che rende il mercato un facile bersaglio per competitor esteri.
 - 2) Espansione estera ed internazionalizzazione dei principali clienti.
 - 3) Strategie di internazionalizzazione effettuate dai *competitor*, i quali si rafforzano minacciando gli equilibri competitivi del mercato.

- 4) Sostegno di istituzioni pubbliche ed organizzazioni private al processo di internazionalizzazione.
- 5) Significative opportunità nei mercati esteri, che l'impresa può sfruttare a suo vantaggio. (Fontana & Boccardelli, Corporate Strategy, 2015)

1.3.1.2 Il Processo di Internazionalizzazione

L'internazionalizzazione dell'impresa non è un avvenimento singolo, ma il risultato di un lungo processo composto di diverse fasi.

Nella dottrina esistono due filoni di pensiero:

- Il cosiddetto U-model, o *Uppsala Internationalization model* (Johanson e Vahlne, 1977)
- L'I-model, o *Innovation-related Integrationalization model* (Cavusgil, 1980)¹²

Per quanto riguarda lo U-model, questo spiega il processo di internazionalizzazione come una graduale acquisizione, integrazione e utilizzo di conoscenza dei mercati esteri.

Il modello è composto da un ciclo di eventi nei quali l'output derivante non è altro che l'input per l'evento successivo, e questi eventi sono precisamente 4, ovvero: *Market Knowledge, Commitment Decision, Current Activities* e *Market Commitment*.

Inoltre, gli autori affermano che gli aspetti determinanti la natura incrementale del processo sono correlati alla mancanza di conoscenza del mercato e all'incertezza associata al processo decisionale.

¹² Fontana F., Boccardelli P., *Corporate Strategy*, HOEPLI, 2015, pp. 132-133

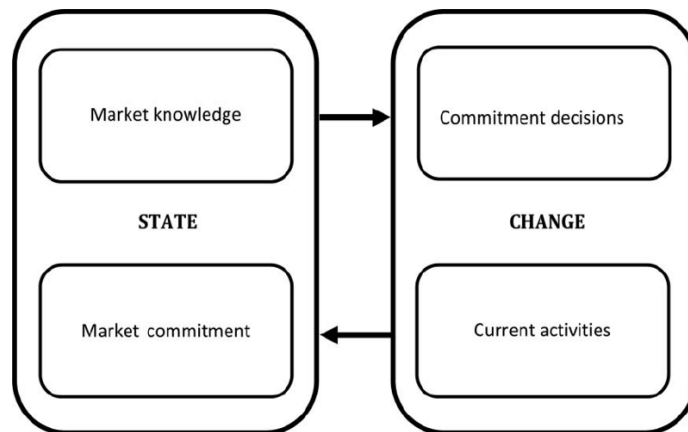


Figura 2: Uppsala Model, Basic Mechanism of Internationalization, State and Change Aspect; Fonte: Johanson e Vahlne, 1977

L'I-model, invece, considera ogni passaggio che intercorre tra due fasi del processo di internazionalizzazione come un'innovazione per l'impresa, sulla base del modello del ciclo di vita del prodotto.

Per poter comprendere l'entità del peso che le attività internazionali rivestono in ciascuno stadio del processo di internazionalizzazione viene usato il rapporto tra fatturato estero e fatturato totale (*export/sales ratio*).

Le fasi individuate dal modello sono:

- 1) *Domestic Marketing*: l'impresa è interessata solo al mercato domestico e non effettua esportazioni. Ratio = 0%
 - 2) *Per-Export*: l'impresa cerca informazioni e valuta la fattibilità delle esportazioni. Ratio $\approx$ 0%
 - 3) *Experimental Involvement*: inizio delle esportazioni in paesi poco distanti da quello di produzione. $0\% < \text{Ratio} < 9\%$
 - 4) *Active Involvement*: sforzo aziendale sempre maggiore, per aumentare l'esportazione in molteplici paesi. Viene stabilita una struttura apposita per il supporto di tale attività. $10\% < \text{Ratio} < 39\%$
 - 5) *Commitment Involvement*: dipendenza molto forte dai mercati esteri. Inizio dei rapporti con imprese estere e Investimenti Diretti all'Estero. Ratio $> 40\%$
- (Fontana & Boccardelli, 2015)

1.3.2 M&A Cross-Border

Il valore delle M&A cross-border è aumentato moltissimo negli anni. Nel 1998 il volume di queste operazioni è stato maggiore del 60% rispetto all'anno precedente. Oltre all'aumento del numero di tali operazioni, si è verificato un aumento nella dimensione delle imprese impegnate in tali operazioni.

Questa tipologia di operazioni sta prendendo piede in tutti i settori, da quelli manifatturieri a quelli di produzione di servizi, e sta cambiando la forma dell'industria su base globale in campi come quello automobilistico, chimico e farmaceutico, delle telecomunicazioni e dei settori finanziari.

Allo stesso tempo, si osserva che le M&A cross-border più gettonate vengono effettuate da imprese che operano negli stessi settori o comunque in settori interconnessi.

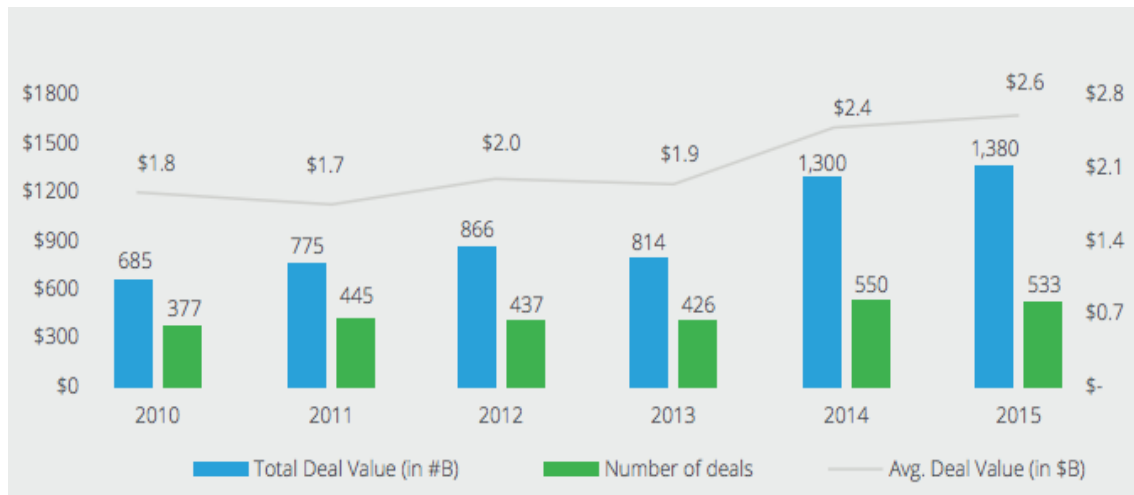


Figura 3: Trend nella quantità e nel volume delle operazioni di M&A cross-border dal 2010 al 2015; Fonte: Deloitte

Sebbene queste operazioni siano concentrate in alcuni paesi come gli Stati Uniti, il Regno Unito e la Germania, anche i paesi tradizionalmente piuttosto negativi nei confronti delle M&A transfrontaliere stanno diventando più accondiscendenti nei confronti degli investitori stranieri. (Hoon Kang & Johansson, 2000)

1.3.3 Fattori di spinta verso le M&A Cross-Border

Le imprese svolgono questa tipologia di attività di internazionalizzazione per diverse ragioni, tra cui: rafforzare la propria posizione sul mercato, espandere le proprie attività,

cercare risorse utili - come attività immateriali complementari - o realizzare incrementi di efficienza ristrutturando le proprie attività su base globale.

Attraverso queste operazioni, gli investitori possono sfruttare le eventuali sinergie tra le proprie attività e quelle di imprese già consolidate nel paese di entrata.

Le M&A transfrontaliere consentono alle aziende di realizzare rapidamente nuove opportunità di mercato e stabilire una cosiddetta *Critical Mass*¹³ immediata in un determinato mercato.

Possono anche servire ad eliminare concorrenti effettivi o potenziali che, a livello internazionale, stanno diventando sempre più importanti man mano che le barriere al commercio e agli investimenti diminuiscono.

I fattori che spingono le imprese ad effettuare questa tipologia di operazioni possono essere così elencati:

- Fattori a livello Macroeconomico:

La crescita economica influenza sia l'offerta che la domanda di M&A cross-border.

L'espansione economica nei paesi d'origine aumenta i guadagni e i prezzi delle azioni e quindi il volume di capitale disponibile per gli investimenti all'estero. Allo stesso modo, un boom economico nei paesi ospitanti aumenta la redditività a breve termine delle potenziali aziende target per l'acquisizione.

La prolungata espansione economica in paesi importanti come gli Stati Uniti e il Regno Unito ha svolto un ruolo significativo nel continuo e rapido aumento negli anni '90 del secolo scorso. In effetti, in quegli anni gli Stati Uniti e il Regno Unito sono diventati i più grandi investitori e beneficiari di fusioni e/o acquisizioni mentre le loro economie si rafforzavano.

¹³ *Critical Mass*, "Massa critica", indica in generale una soglia *quantitativa* minima oltre la quale si ottiene un mutamento *qualitativo*.

Viceversa, una crescita economica più lenta tende a rallentare tali operazioni. Questo si è verificato ad esempio in Giappone: poiché l'economia nipponica ha continuato a subire una recessione, sempre negli anni 90, gli investimenti esteri diretti al Giappone, comprese le operazioni di M&A transfrontaliere, hanno subito un rapido rallentamento. Anche le acquisizioni da parte di paesi asiatici, che hanno vissuto una grave recessione economica a causa della crisi valutaria del 1997-98, sono nettamente diminuite.

Al giorno d'oggi, però, le fusioni e le acquisizioni transfrontaliere sono in aumento in Giappone e in molti altri paesi asiatici, in particolare in Corea, a motivo della caduta dei prezzi delle attività. Il livello e la direzione delle attività di fusione e acquisizione internazionali sono influenzati da una serie di fattori, tra cui i *drivers* a livello di industria e di impresa. (Hoon Kang & Johansson, 2000)

- Fattori a livello Industriale:

Le M&A cross-border stanno prendendo piede in quasi tutte le industrie. Recentemente fusioni su larga scala hanno cominciato a concentrarsi in settori specifici quali quello petrolifero, dei trasporti, della finanza e delle telecomunicazioni. Questi sono i settori che stanno subendo maggiormente l'influenza della competizione globale e le pressioni del mercato, derivanti dalla caduta dei prezzi delle materie prime (petrolio), dall'eccesso di capacità produttiva dei mercati chiave (trasporti), e dalla deregolamentazione legata al cambiamento tecnologico (banche e telecomunicazioni).

Al contrario delle operazioni di M&A avvenute negli anni '80, le quali erano indirizzate alla scoperta di nuovi mercati e di nuovi business, quelle che si sono susseguite dagli anni '90 in avanti hanno interessato imprese appartenenti alla stessa industria/mercato/business, con l'unico scopo della ristrutturazione. Questo tipo di unione implica generalmente il consolidamento e la demolizione delle capacità su scala globale, al fine di migliorare l'efficienza e la competitività a livello internazionale.

La concorrenza globale intensificata e le pressioni del mercato stanno costringendo le aziende a concentrarsi sulle loro attività di *core business*.

La tendenza verso fusioni e acquisizioni transfrontaliere deriva in parte dalle crescenti vendite *asset non-core* o affiliate non strategiche e dall'acquisizione di operazioni simili (divisioni, affiliate o imprese che hanno attività simili) oltre i confini nazionali. (Hoon Kang & Johansson, 2000)

- Fattori a livello d'Impresa:

“Un'impresa deve avere un vantaggio competitivo specifico sui mercati esteri al fine di intraprendere con successo delle operazioni di investimento estero”. (Dunning & Buckley, 1977)

Questo vantaggio competitivo deriva in genere dall'esistenza di attività immateriali specifiche dell'impresa, quali conoscenze e competenze di produzione, capacità di marketing e marchi o capacità gestionali superiori.

Di conseguenza, “poiché un'impresa accumula risorse sempre più immateriali, avrà sempre maggiori incentivi nello sfruttare tali risorse attraverso la diversificazione geografica o altre modalità di internalizzazione”. (Morck, Yeung, & Wu, 1999) (Hoon Kang & Johansson, 2000)

- Fattori a livello Tecnologico:

Il progresso tecnologico ha avuto diversi tipi di effetti nello stimolare le M&A cross-border.

Da un lato, il calo dei costi di comunicazione e di trasporto ha favorito l'espansione internazionale delle imprese che cercano di sfruttare e consolidare i loro vantaggi competitivi.

Dall'altra parte, i crescenti costi della R&S, insieme alle incertezze del cambiamento tecnologico, hanno costretto le imprese a cooperare attraverso vari sindacati, alleanze strategiche, acquisizioni e fusioni al fine di finanziare spese di ricerca per nuovi prodotti/servizi.

Il cambiamento tecnologico tende ad accorciare i cicli di vita dei prodotti e a promuovere chi opera con tecnologie innovative, che alterano le condizioni

competitive e la struttura del mercato. Si assiste inoltre alla creazione di nuovi mercati e nuove imprese.

Le fusioni e le acquisizioni possono essere un modo semplice e veloce per far fronte ai concorrenti e acquisire l'ingresso in nuovi settori e nuovi mercati. (Hoon Kang & Johansson, 2000)

- Fattori a livello Governativo:

La liberalizzazione dei movimenti di capitali internazionali e gli incentivi associati agli investimenti diretti all'estero hanno favorito il rapido aumento e la diffusione delle operazioni di internazionalizzazione, in particolare le fusioni e acquisizioni transfrontaliere (M&A cross-border).

La privatizzazione sta inoltre contribuendo all'attività di fusione transfrontaliera aumentando gli obiettivi di M&A e aprendo le economie a una maggiore concorrenza.

Incrementi significativi delle fusioni e acquisizioni interne in America Latina e nell'Europa centrale e orientale sono legati alla privatizzazione delle imprese statali nel settore delle telecomunicazioni, dell'energia e delle infrastrutture (Vedi cap. 3, Atlantia S.p.A.). (Hoon Kang & Johansson, 2000)

Un approfondimento circa i fattori più importanti, quelli a livello d'impresa, di governo e di industria verrà compiuto nel Cap. 1.4, "M&A cross-border come modalità di entrata in mercati esteri" (da p. 30 in avanti).

1.3.4 La valutazione della dimensione Aziendale e l'impatto delle M&A cross-border sulla stessa

Un aspetto fondamentale delle Operazioni di M&A è il cambiamento dei confini aziendali.

Tali confini vengono individuati in fase di costituzione della società e rivisti nel corso del tempo ai fini dell'acquisizione di un sempre maggiore vantaggio economico, il quale può essere incrementato 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 si opera, anche con l'entrata in nuovi paesi.

In questo contesto occorre rilevare la complessità nel valutare la dimensione aziendale, data da diversi fattori, come il settore di appartenenza e il contesto economico di riferimento.

Oltre al fatto che possono operare in mercati differenti, in paesi con legislazioni diverse, utilizzando modalità organizzative che differiscono l'una dalle altre, le società possono avere natura pubblica o privata, favorire le esportazioni estere o investire direttamente in altri paesi, e tanti altri fattori contribuiscono a rendere l'identificazione dei confini e della dimensione dell'azienda sempre più complessa.

Tenendo presenti le difficoltà sopracitate, vengono annoverati dalla letteratura¹⁴ alcuni criteri che identificano tali dimensioni:

- un primo criterio può essere identificato nel misurare la dimensione aziendale facendo riferimento a quei fattori che partecipano al ciclo produttivo. Vengono presi in considerazione il lavoro umano, misurato in base al numero di dipendenti, le attrezzature e i macchinari dai quali dipendono i livelli di produzione, e il capitale investito.

Bisogna notare come ci sia una difficoltà evidente nell'utilizzo di tale criterio, basti spostare il focus dai confini giuridico-formali all'osservazione delle relazioni interaziendali. A titolo di esempio, si pensi a delle piccole imprese giuridicamente distinte, che però partecipano ad aggregati o gruppi di ampiezza ed estensione rilevanti: può sembrare semplice valutare le dimensioni aziendali delle singole parti, ma se prese nel loro complesso, la difficoltà aumenta esponenzialmente.

- Oltre alla considerazione dei fattori produttivi e della capacità di produzione, la valutazione aziendale deve essere effettuata riferendosi alla produzione effettivamente realizzata. In questo modo si passa da una valutazione "statica" ad una "dinamica", considerando ciò che l'azienda realizza in termini di vendite/fatturato.

¹⁴ Cfr. Caiazza R., Cross-Border M&A Determinanti e Fattori Critici di Successo, Giappichelli Editore, Torino 2011.

Anche in questo caso le difficoltà non tardano ad affiorare. A parità di volume di affari, infatti, è possibile avere strutture profondamente diverse, le quali possono essere caratterizzate da un'internalizzazione dell'intero ciclo produttivo o, di contro, da una spinta verso l'esternalizzazione dello stesso. Si è cercato di ovviare a questa difficoltà prendendo in considerazione il valore aggiunto, ovvero il margine lordo che rimane dopo la copertura dei costi esterni.

- Un ultimo metodo utilizzato è quello riguardante i parametri di tipo relazionale, ovvero i rapporti che l'azienda intrattiene con l'ambiente esterno ad essa: questi fanno riferimento ai mercati di sbocco, alle quote di mercato, ai livelli di potere di mercato¹⁵.

Di conseguenza il processo di crescita dimensionale abbraccia non solo quelli che sono i profili dimensionali della vita dell'azienda, ma anche tutti quei molteplici fattori di natura qualitativa, relazionale e produttiva finalizzati a garantire alla società stessa un equilibrio interno ed esterno.

Quindi le operazioni di M&A, ed in particolare quelle cross-border, comportano l'onere della gestione dell'intero impatto, in quanto governare un'organizzazione più grande, ed internazionalizzata, richiede che venga gestita una massa maggiore di transazioni, documentazioni e relazioni, che vengano controllate più variabili le quali, se non opportunamente gestite, possono avere un impatto negativo sull'intera organizzazione.

(Caiazza, 2011)

1.3.5 La creazione di valore

Occorre effettuare una distinzione tra quello che viene definito come “Cattura del Valore” e l'altra faccia della medaglia, ovvero la “Creazione del Valore”.

Si parla di cattura del valore quando si ottiene un trasferimento di valore dagli azionisti dell'impresa acquisita a quelli dell'impresa acquirente senza che venga messa in atto alcuna operazione che produca nuovo valore. Questo caso può scaturire da diverse situazioni, ad esempio dal fatto che viene pagato un prezzo minore rispetto al valore di

¹⁵ Per “potere di mercato” si intende la capacità delle imprese di incidere sulle forze che caratterizzano i propri ambiti competitivi.

mercato degli *asset* acquisiti: di conseguenza l'unico beneficio scaturente è quello della differenza tra i valori suddetti, il quale viene interamente accolto dai portafogli degli azionisti acquirenti. Anche la presenza di asimmetrie informative può creare un dislivello tra prezzo di acquisto e prezzo di mercato. Una terza situazione di questo genere può scaturire dall'acquisto degli *asset*, i quali vengono scorporati e suddivisi nelle singole parti per essere poi rivenduti (attività detta *asset stripping*).

La cattura del valore rientra nella visione degli operatori finanziari per i quali le acquisizioni rappresentano nient'altro che degli investimenti di portafoglio: in questi casi l'acquirente finanziario è di norma un Fondo di *private equity*¹⁶ o un *venture capital*¹⁷.

Per quanto concerne, invece, la creazione del valore, questa entra in gioco quando da un'operazione di M&A scaturisce un valore aggiunto derivante da sinergie, entrata in nuovi mercati, in nuovi paesi, condivisione di conoscenze e tecnologie, riduzione di costi, aumento della produzione o utilizzo di risorse in eccesso.

In questo caso il soggetto interessato a questa tipologia di operazione non è più l'operatore finanziario, ma un operatore industriale, il quale però non è completamente distaccato da quelle che sono le ragioni prettamente finanziarie: infatti è possibile che tale soggetto sia disposto ad acquisire una società che in quel momento è sottostimata dal mercato con l'obiettivo di far riconoscere il maggior valore della stessa, oppure per sfruttare i vantaggi fiscali che derivano da una società in perdita.

Ma l'operatore industriale è motivato principalmente da ragioni di tipo strategico, volte a rafforzare o ampliare il proprio *business*. Per questa tipologia di acquirente le

¹⁶ I fondi di PE (*private equity*) investono in società che non sono finanziabili con aumento del debito e che non hanno i requisiti per accedere al mercato del capitale di rischio quotato. Possono rappresentare un'opportunità di diversificazione del proprio portafoglio in una *asset class* meno correlata ai mercati azionari ed obbligazionari.

¹⁷ Per *venture capital* si intende l'apporto di capitale di rischio da parte di un investitore per finanziare l'avvio o la crescita di un'attività in settori ad elevato potenziale di sviluppo.

operazioni di M&A rientrano nel discorso più ampio riguardante le dimensioni aziendali e il vantaggio economico.¹⁸

Come scelte strategiche, le M&A si collocano a livello di *business*, quindi acquisizioni di imprese che operano in aree d'affari che fanno già parte del proprio portafoglio, o di *corporate*, ovvero acquisizioni di imprese operanti in nuove aree di mercato, di conseguenza finalizzate all'espansione o diversificazione del proprio portafoglio.

In quest'ambito, un'operazione di M&A consente di dar vita ad un gruppo capace di valorizzare e gestire al meglio le eccellenze caratteristiche delle aziende oggetto dell'operazione, posizionandosi come un *leader* all'interno di quel mercato, o quei mercati, dove le aziende operano.

Un esempio calzante di un'operazione di M&A cross-border con finalità strategica a livello *corporate* è quella effettuata dal Gruppo italiano Atlantia S.p.A. nei confronti della controparte spagnola Abertis Infraestructuras. (Caiazza, 2011)

1.4 M&A Cross-Border come modalità di entrata in mercati esteri

Molti studiosi hanno dibattuto sulle M&A cross-border come possibili modalità di entrata in paesi esteri.

Le modalità di entrata nei paesi esteri sono fondamentalmente divise in *equity-based* (*greenfield*, *brownfield*, acquisizioni, fusioni) e *non equity-based* (esportazioni, alleanze)¹⁹.

Diverse ricerche suggeriscono che la scelta di effettuare un'operazione di M&A cross-border come modalità di ingresso in paesi esteri viene influenzata da tre fattori di livello fondamentali²⁰:

¹⁸ Cfr. Cap. 1.3.4, La valutazione della dimensione Aziendale e l'impatto delle M&A cross-border sulla stessa, pp. 32-33-34

¹⁹ Cfr. Cap. 1.1 e 1.3

²⁰ In via generica già spiegati nel capitolo 1.3.3, qui ripresi in maniera più dettagliata.

- 1) Fattori a livello d'Impresa: esperienza multinazionale, esperienza locale, diversificazione del prodotto, isomorfismo interno, strategia internazionale; (Hoon Kang & Johansson, 2000)
- 2) Fattori a livello di Industria: intensità tecnologica, intensità pubblicitaria, intensità della forza di vendita (aggressione del mercato); (Hoon Kang & Johansson, 2000)
- 3) Fattori a livello del Paese: crescita del mercato nel paese ospitante, cultura generale, incontro tra cultura ospitante e cultura straniera. (Hoon Kang & Johansson, 2000)

Di questi tre fondamentali Fattori, alcuni ricercatori hanno messo in luce l'importanza di singoli aspetti, come l'elevata o lenta crescita del mercato (Brouthers & Brouthers, 2000) (Hennart & Reddy, 1997) oppure la forte o scarsa propensione all'apertura nei confronti di culture di paesi diversi (Kogut & Singh, 1988) e come questi fattori influiscano sulla possibilità di penetrare positivamente nel mercato attraverso le acquisizioni.

Ancora, altri studiosi hanno evidenziato come il grado di diversificazione del prodotto (Brouthers & Brouthers, 2000) (Wilson, 1980), la multinazionalità e l'esperienza locale siano anch'esse legate positivamente con le acquisizioni in paesi esteri.

Ma scendiamo ora nello specifico dei singoli fattori-chiave per poter analizzare come questi influenzino o meno la decisione di entrare nei paesi esteri tramite operazioni di M&A cross-border.

1.4.1 Fattori a livello di industria e d'impresa

A livello strategico, la modalità di entrata è influenzata dai motivi che sottostanno alla diversificazione della produzione. Se gli investitori desiderano delle risorse complementari, un determinante fondamentale su come scegliere di entrare è la qualità delle risorse e la loro complementarietà.

Per citare un esempio, Hennart e Reddy (1997) hanno ipotizzato un quadro teorico ed hanno scoperto che quando le società investitrici sono principalmente interessate ad uno specifico *asset* dell'impresa *target*, dovrebbero scegliere un'acquisizione solamente nel

caso in cui riescano a scorporare le restanti parti della società acquisita dall'obiettivo primario.

L'abilità di separare gli *asset* complementari alla nostra società dagli altri, potrebbe dipendere dal sistema organizzativo della *target*. Ad esempio, se l'impresa obiettivo è ripartita in divisioni, l'impresa acquirente potrebbe acquisire solo la parte di interesse. (Hennart & Reddy, 1997)

Un altro importante determinante della modalità di entrata è il tipo di vantaggio posseduto dalla società acquirente. Ad esempio, se il suo vantaggio competitivo si basa su una tecnologia complessa, il trasferimento di tale tecnologia in un mercato straniero risulterebbe forse rischioso. (Brouthers & Brouthers, 2000) La formazione del personale acquisito in questo caso potrebbe infatti essere difficile, sicuramente dispendiosa e potenzialmente impossibile.

Così, delle società High-Tech potrebbero preferire un investimento di tipo *greenfield* rispetto ad un'acquisizione (Brouthers & Brouthers, 2000), dal momento che sarebbe più semplice e meno dispendioso istruire i propri dipendenti inseriti nella nuova attività, piuttosto che formare *ex-novo* persone esterne.

Altri fattori che possono influenzare la scelta rispetto all'entrata nel paese estero sono: il livello di esperienza accumulata dalla società acquirente, la dimensione dell'investimento e la diversità di prodotto o di mercato.

A tal proposito, studi condotti sulla base dell'apprendimento all'interno dell'organizzazione segnalano l'importanza del fattore esperienza, sottolineando che l'apprendimento cresce in relazione al maggior numero di esperienze maturate.

Operare in più contesti diversi, infatti, aumenta la varietà di eventi e idee ai quali l'impresa è sottoposta (Huber, 1991), portando ad una base conoscitiva più ampia, abilità tecnologiche più forti e più capacità innovative.

Al contrario, imprese che interagiscono con pochi concorrenti presentano un elevato rischio di lungo periodo, in quanto non hanno la possibilità di guardare ed imparare da diversi punti di riferimento.

Ne consegue che le imprese possono trarre beneficio da operazioni attuate in diversi contesti, comprendenti ovviamente diversi paesi e diversi mercati.

In relazione alla dimensione dell'investimento, Brouthers & Brouthers (2000) hanno concluso che le imprese preferiscono investimenti *greenfield* quando sono relativamente piccole; al contrario, Hennart & Reddy (1997) hanno rilevato che le imprese più grosse hanno difficoltà di integrazione. Altri studiosi, infine, non hanno trovato nessun collegamento tra le scelte delle modalità di internazionalizzazione e le dimensioni dell'investimento.

Per quanto riguarda la diversità del prodotto o del mercato, Kogut e Singh (1988) hanno riscontrato una relazione tra la diversità aziendale e lo sviluppo tramite start-up. Infatti operare in mercati con una molteplicità di prodotti e in molteplici paesi, in un clima dinamico, può aiutare entrambe le aziende a trarre benefici in termini di apprendimento. (Kogut & Singh, 1988)

Anche qui, però, un eccessivo ammontare di linee di prodotto può delocalizzare il flusso di informazioni e lo scambio di conoscenza all'interno dell'intera organizzazione.

Ovviamente la scelta di entrata dipende anche da fattori di livello industriale e d'impresa inerenti alla dimensione o alle modalità di entrata delle altre imprese, concorrenti e non: per citare un esempio, se una società ha poco margine di tempo per poter entrare in un mercato, la via più rapida è quella di acquisire una società già presente che abbia caratteristiche simili. (Katsuhiko, Hitt, Vaidyanath, & Pisano, 2004)

1.4.2 Fattori a livello di Paese/Governo

Un'importante sfida che le imprese devono affrontare quando iniziano delle operazioni di internazionalizzazione riguarda la capacità di integrare le risorse al loro interno, soprattutto le risorse umane.

Il problema dell'integrazione di differenti culture è stato studiato a lungo nella letteratura, e la maggior parte degli studiosi concorda sul fatto che alti livelli di distanza culturale, quindi difficoltà nell'incontro, possano ridurre le probabilità di successo dell'integrazione.

Ricerche effettuate da diversi studiosi, tra cui i già citati Kogut, Singh, Hennart e Reddy, attestano che la distanza culturale è una forte variabile che condiziona la scelta rispetto alla quale indirizzare la metodologia di entrata.

Nello specifico, più ampia è la distanza culturale, più gli investitori saranno propensi verso modalità quali le fusioni o investimenti di tipo *greenfield* rispetto ad un'acquisizione, in quanto i costi di integrazione degli impiegati sarebbero quasi del tutto insostenibili.

I fratelli Brouthers sono giunti invece alla considerazione opposta. Questi ricercatori affermano che quando c'è una distanza culturale minima, le imprese preferiscono sempre gli investimenti di tipo *greenfield*, perché in tal modo possono entrare nel mercato senza fare ricorso all'aiuto specifico di un'impresa locale. Mentre se la distanza fosse ampia, dovrebbero preferire delle acquisizioni in quanto così sarebbero contornati da un livello maggiore di legittimità agli occhi del paese ospitante.

Da qui nasce anche l'importanza della legittimità, necessaria per ricevere l'assenso del paese estero. È un parametro molto importante per i clienti, per gli attori della *value chain* (catena del valore) e per le istituzioni locali.

Le istituzioni definiscono le “regole del gioco”, tutte quelle leggi e regolamenti che potrebbero eventualmente erigere barriere all'entrata o blocchi contro i quali l'impresa acquirente non desidera scontrarsi. (Davis, Desai, & Francis, 2000).

Questo è un altro fattore che aiuta le imprese ad elaborare una scelta riguardo alla modalità di entrata: le imprese che entrano in mercati caratterizzati da alte barriere all'entrata, alti vincoli o un alto tasso di rischio sull'investimento, tendono ad adottare le fusioni come vie preferite. (Katsuhiko, Hitt, Vaidyanath, & Pisano, 2004)

1.5 Trend Storici delle M&A Cross-Border, dal 2004 al 2016²¹

Dopo cinque anni caratterizzati da risultati abbastanza bassi (2009-2013), nel 2014 il mercato mondiale delle M&A ha registrato una brusca impennata: sono state registrate 29.758 operazioni, 9% in più rispetto all'anno precedente, con un controvalore pari a USD 2.468 miliardi, 21% in più rispetto al 2013.

²¹ Dati raccolti da KMPG, Rapporto su M&A 2015 e 2016.

Le aree geografiche che hanno visto una maggiore crescita sono state l'Asia Pacifico, con un aumento del 34%, e le Americhe, con una crescita del 30%.

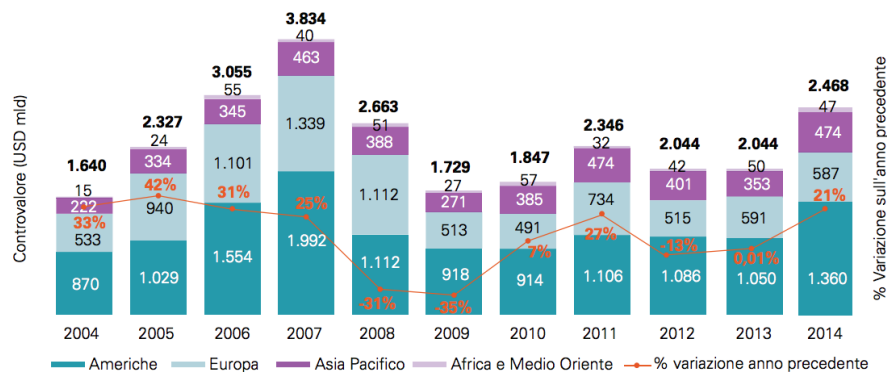


Figura 4: Mercato mondiale M&A 2004-2014: controvalore operazioni completate per area geografica del target;
Fonte: Elaborazioni KPMG Corporate Finance su dati Thomson Reuters (M&A completed, target).

Ma l'aspetto che caratterizza questa crescita non è tanto l'aumento delle operazioni stesse, quanto l'aumento del controvalore in denaro, il quale è proporzionalmente maggiore rispetto all'aumento delle M&A.

Le aree di *business* all'interno delle quali si sono concentrate maggiormente tali operazioni sono quelle delle Telecomunicazioni, dei *Media* e quella Farmaceutica.

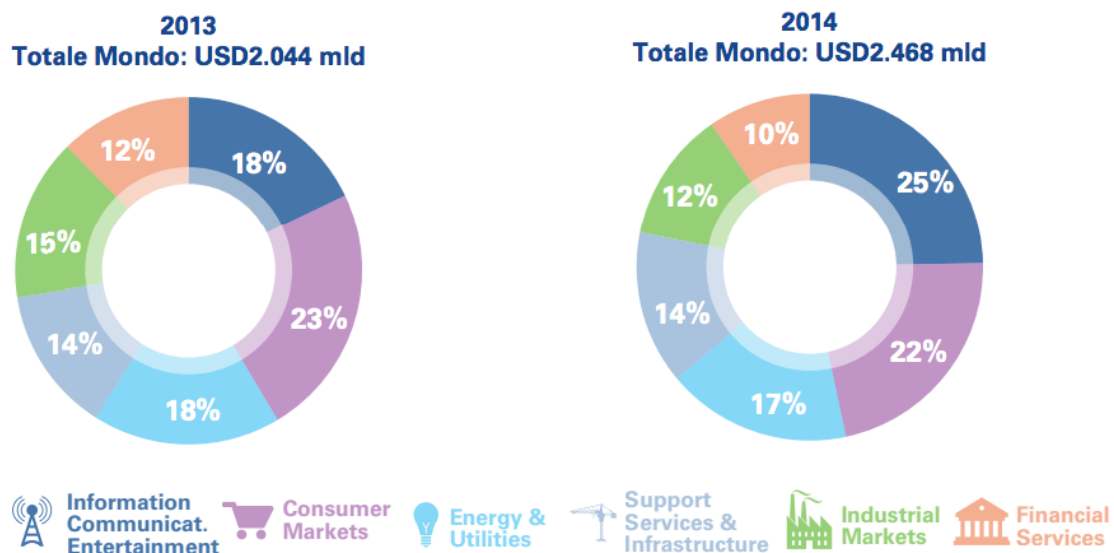


Figura 5: Mercato mondiale M&A 2013-2014 per macro settore di attività della società acquisita (target): peso % sul controvalore complessivo; Fonte: elaborazioni KPMG Corporate Finance su dati Thomson Reuters (M&A completed, target).

Questo innalzamento ha colpito anche le M&A cross-border, cresciute del 15% rispetto al 2013, con un controvalore maggiorato del 44%. Queste operazioni hanno visto coinvolte praticamente tutte le aree geografiche del mondo, Africa, Medio Oriente, Asia Pacifico, Europa e Americhe.

È proprio l'Europa l'area dove si è registrato il maggior incremento: sono stati raggiunti i USD 526 miliardi (+72% rispetto al 2013) e 5.134 accordi completati (+16% rispetto al 2013). Questi risultati hanno fatto sì che il peso Europeo sul mercato delle M&A cross-border mondiale cambiasse dal 35% al 41%, con la Spagna, Germania, Francia ed Italia come paesi guida di questa crescita.

(KPMG, 2014)

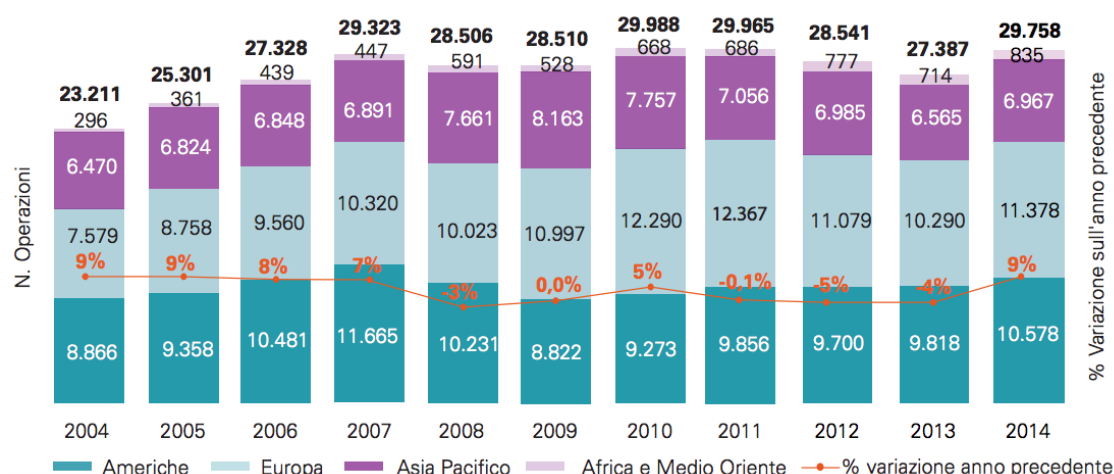


Figura 6: Mercato mondiale M&A 2004-2014: numero operazioni completate per area geografica del target; Fonte: elaborazioni KPMG Corporate Finance su dati Thomson Reuters (M&A completed, target).

Andando a dare uno sguardo ai dati più recenti, notiamo che il 2016 si è concluso con un nuovo record storico di 35.012 transazioni completate, in crescita dell'11% rispetto all'anno precedente, e con controvalori pari a USD 3.265 miliardi (+3%).

Nel 2016 le grandi imprese multinazionali hanno dato prova di essere intenzionate a proseguire la loro strategia di crescita per linee esterne alla ricerca di nuovi vantaggi competitivi, nonostante le difficoltà di contesto, legate sia a fattori economici che geopolitici: il rallentamento del tasso di crescita nelle economie emergenti, in particolare in Cina; l'aumento dei tassi di interesse negli Stati Uniti e le restrizioni imposte dal Governo USA alle transazioni con inversione fiscale; le incertezze legate

agli esiti delle consultazioni elettorali in USA e in Europa; le tensioni tra le grandi potenze; le pressioni migratorie e le minacce terroristiche.

A contribuire al positivo andamento delle attività di M&A è stata l'ulteriore crescita dei cosiddetti *mega deal*²² completati nel corso del 2016: le 38 operazioni concluse hanno generato un controvalore complessivo di USD 976 miliardi (l'11% in più rispetto all'anno precedente) pari al 30% dell'intero mercato mondiale. (KPMG, 2015)

²² Per *Mega Deal* si intendono accordi di valore superiore a 10 miliardi di Dollari Americani (USD)

2 Il settore Autostradale

Le informazioni riportate di seguito sono state raccolte e rielaborate tramite lo studio della “Relazione sull’attività 2016”, redatta dal Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti.

La rete viaria primaria in Italia si estende per 184.197 km ed è composta da: Autostrade (per 6.943 km) Strade di interesse nazionale (per 21.686 km) e le Strade Regionali e Provinciali (per 155.668 km), senza prendere qui in considerazione tutte quelle strade che fanno parte della gestione comunale.

Il settore autostradale nazionale, del quale ora ci occupiamo, dall’inizio del terzo millennio è stato interessato da una grande quantità di investimenti, che hanno favorito un aumento esponenziale della rete e una modernizzazione sempre maggiore della stessa negli aspetti che la caratterizzano: il sistema di pagamento, la qualità delle strade, il rapporto con il cliente.

Pertanto in questi anni la rete autostradale ha subito una rilevante trasformazione, che consente di soddisfare una domanda accresciuta di traffico.

Nella seguente tabella sono state inserite le principali modifiche avvenute tra il 2000 e il 2016 nel sistema autostradale italiano. (MIT, 2016)

Tipologie	2000	2016	Variazione
Km in esercizio	5.584,50	6.023,20	438,70
Km a 2 corsie	4.187,10	4.091,90	-95,20
Km a 3 corsie	1.397,40	1.806,80	409,40
Km a 4 corsie	0	122,7	122,7
Km a 5 corsie	0	1,8	1,8

N. Gallerie di lunghezza > 100 m	599	698	99,00
N. Ponti e viadotti di lunghezza >100 m	1.408	1.622	214,00

Tabella 1: Variazione nella lunghezza delle strade, autostrade dal 2000 al 2016; Fonte: MIT

2.1 La rete delle concessioni autostradali in Italia

In Italia la gestione della rete autostradale è affidata in concessione - tramite diversi concedenti - a società pubbliche e private.

I Concedenti principali del nostro paese sono 3, seguiti da alcuni concedenti minori:

- Il Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti, la cui rete autostradale a pedaggio è gestita da 24 diverse società con 25 rapporti concessori. La rete autostradale del maggior concedente si sviluppa per 5.886,6 Km e di questi ben 2.857,5 Km - cioè più del 45% - sono detenuti da Autostrade per l'Italia (facente parte del Gruppo Atlantia S.p.A.²³);
- Anas S.p.A., che detiene 953,8 km di autostrade, in parte date in concessione e in gran parte gestite autonomamente;
- Anas-Regioni, formata da società partecipate pariteticamente da Anas S.p.A. e da singole Regioni, per un totale di 482,8 km di autostrade.

Vi sono poi Società Concedenti minori, che vedono una Regione come concedente per la costruzione di reti autostradali interne alla regione stessa: parliamo di “Concedente Infrastrutture Lombarde S.p.A.” e “Concedente Regione Veneto”, per un totale di 220 km di autostrade gestite in concessione.

Le società alle quali viene conferita, in concessione, la gestione delle autostrade fanno tutte parte dell'Associazione Italiana Società Concessionarie Autostrade e Trafori

²³ Vedi Cap.3 “Il caso Atlantia, Hochtief – Abertis”

(AISCAT)²⁴. Le elenchiamo di seguito, come descritte nel sito della stessa Associazione:

- Autostrade per l'Italia S.p.A. (Gruppo Atlantia), società che detiene il maggior numero di km autostradali gestiti nel nostro paese, precisamente 3020 km; fanno parte della rete autostradale in esame la A1 Milano-Napoli e la A14 Bologna-Taranto, le quali sono le più lunghe del nostro paese;
- Autostrade Meridionali S.p.A. (Autostrade per l'Italia S.p.A.), che gestisce l'autostrada A3 Napoli-Pompei-Salerno, aperta al pubblico nel 1928;
- Milano Serravalle-Milano Tangenziali S.p.A., società che gestisce una rete infrastrutturale composta dalla A7 Milano-Serravalle Scrivia e dalle tre tangenziali di Milano (Ovest, Est, Nord);
- Autostrada Torino-Savona S.p.A. (Gruppo Gavio), concessionaria delle autostrade A6 Torino-Savona e A10 Savona-Ventimiglia (in condivisione con Autostrada dei Fiori S.p.A);
- Autostrada Torino-Ivrea-Valle d'Aosta S.p.A., gestisce le autostrade A5 Torino-Ivrea-Quincinetto, la bretella A5-A4 Ivrea-Santhià e il Sistema Autostradale Tangenziale di Torino;
- Autocamionale della Cisa S.p.A. (Gruppo Gavio), per il tronco autostradale Autocisa A15 Parma-La Spezia;
- Autovie Venete S.p.A., concessionaria dell'Autostrada A4 Venezia-Trieste con diramazioni Palmanova-Udine, Portogruaro-Pordenone-Conegliano, Villesse-Gorizia e Tangenziale di Mestre;
- Autostrada Brescia-Verona-Vicenza-Padova S.p.A., che ha in concessione da 65 anni l'autostrada A4 Brescia-Padova;
- Autostrada del Brennero S.p.A., la quale gestisce la A22 Brennero-Modena;

²⁴ “L'AISCAT è l'associazione alla quale è stato conferito il compito di raccogliere, di confrontare e portare su un tavolo di scambio comune le esperienze e le esigenze delle Concessionarie italiane di autostrade e trafori a pedaggio. Venne fondata nel 1966 ed aderisce a Confindustria, ricoprendo pertanto un ruolo primario nel sistema di rappresentanza del mondo industriale italiano”, questa la definizione che ne dà Fabrizio Palenzona, presidente di AISCAT.

- S.A.T.A.P. S.p.A. (Gruppo Gavio), per la A4 Torino-Milano e la A21 Torino-Piacenza;
- Autostrade Centro Padane S.p.A., che gestisce 88.6 km di autostrada A21 - da Piacenza a Brescia - e la diramazione per Fiorenzuola D'Arda, raccordando la A21 con la A1 e la A4;
- Società Autostrade Valdostane S.p.A. (Gruppo Gavio), gestisce in regime di concessione il tratto autostradale A5 Quincinetto-Aosta Ovest e il raccordo A5-SS27 del Gran San Bernardo.
- Società Autostrada Ligure Toscana S.p.A. (Gruppo Gavio), che detiene in gestione il tronco autostradale ligure-toscano: A11 Lucca-Viareggio, A12 Livorno-Sestri Levante,
- Autostrada dei Fiori S.p.A. (Gruppo Gavio), la quale condivide con Autostrada Torino-Savona S.p.A. la gestione della A6 Torino-Savona e della A10 Savona-Ventimiglia;
- Società Autostrada Tirrenica S.p.A. (Autostrade per l'Italia S.p.A.), costituita nel 1968, a cui è stata affidata la concessione per la costruzione e la gestione dell'Autostrada A12 Livorno-Civitavecchia, di Km 242;
- Tangenziale di Napoli S.p.A. (Autostrade per l'Italia S.p.A.);
- Consorzio per le Autostrade Siciliane, costituito nel 1997 dall'unificazione dei tre distinti Consorzi concessionari ANAS operanti in Sicilia per la costruzione e gestione delle autostrade Messina-Catania-Siracusa, Messina-Palermo e Siracusa-Gela;
- Società Italiana per il Traforo del Monte Bianco S.p.A. (Autostrade per l'Italia S.p.A.), gestione della galleria stradale attraverso il Monte Bianco;
- Società Italiana Traforo Autostradale del Frejus S.p.A., gestione dell'autostrada Torino-Bardonecchia A32 e del Traforo del Frejus T4;
- Raccordo Autostradale Valle d'Aosta S.p.A. (Autostrade per l'Italia S.p.A.), ha in gestione la rete autostradale italiana di collegamento da Aosta al Traforo del Monte Bianco;
- Società Italiana Traforo Gran San Bernardo S.p.A., come da denominazione gestisce il Traforo Gran San Bernardo attraverso la barriera delle Alpi;

- Strada dei Parchi S.p.A., concessionaria delle autostrade A24 Roma-Teramo e A25 Torano-Pescara;
- Autostrada Asti-Cuneo S.p.A. (Gruppo Gavio), per la gestione dell'autostrada A33 Asti-Cuneo;
- CAV S.p.A. (Concessioni Autostradali Venete), gestisce la A4 Passante di Mestre e la A57 Tangenziale di Mestre;
- Autostrada Pedemontana Lombarda S.p.A., affidataria della gestione dell'Autostrada Pedemontana Lombarda per il sistema tangenziale di Varese e per il sistema tangenziale di Como;
- Società di Progetto Brememi S.p.A., per la costruzione e gestione dell'autostrada A35 Brescia-Bergamo-Milano;
- Tangenziale Esterna S.p.A., che gestisce la tangenziale Est Esterna di Milano A58.

Come si vede, la coesistenza di tante concessionarie rende frammentata la gestione della rete autostradale sul territorio nazionale. A titolo di esempio, il tratto autostradale Aosta-Taranto, di 1.246 km di lunghezza, è gestito da ben 4 diverse Società.

Dopo gli anni '90 del secolo scorso, la cosiddetta "Frammentazione Fisica" tra le varie concessionarie è stata gradualmente superata, eliminando in tal modo dagli utilizzatori la percezione di trovarsi in un sistema gestito da diverse Società.

Questo è un aspetto fondamentale in quanto rappresenta una peculiarità della nostra rete autostradale, ovvero l'Operatività come un unico network. (Schintu, 2018)

2.1.1: Poteri e Compiti degli Enti proprietari delle autostrade

Gli Enti che assegnano in gestione le autostrade hanno dei precisi doveri da rispettare nei confronti degli utenti, gli automobilisti.

Secondo quanto riporta l'Art.14 del D. Lgs. n. 285 del 30 aprile 1992: *“Gli enti proprietari delle strade, allo scopo di garantire la sicurezza e la fluidità della circolazione, provvedono:*

- a) *Alla manutenzione, gestione e pulizia delle strade, delle loro pertinenze e arredo, nonché delle attrezzature, impianti e servizi;*

- b) Al controllo tecnico dell'efficienza delle strade e relative pertinenze;*
- c) Alla apposizione e manutenzione della segnaletica prescritta;*
- d) Al rilascio delle autorizzazioni e delle concessioni di cui al presente titolo;*
- e) Alla segnalazione agli organi di polizia delle violazioni alle disposizioni di cui al presente titolo e alle altre norme ad esso attinenti, nonché alle prescrizioni contenute nelle autorizzazioni e nelle concessioni;*
- f) In caso di manutenzione straordinaria della sede stradale, a realizzare percorsi ciclabili adiacenti purché realizzati in conformità ai programmi pluriennali degli enti locali, salvo comprovati problemi di sicurezza.*
- g) Per le strade in concessione i poteri e i compiti dell'ente proprietario della strada previsti dal presente codice sono esercitati dal concessionario, salvo che sia diversamente stabilito.*
- h) Per le strade vicinali di cui all'art. 2, comma 7, i poteri dell'ente proprietario previsti dal presente codice sono esercitati dal comune.*

Oltre a quanto dettato dal Codice della Strada, l'Ente concedente, o la Società concessionaria, è tenuto a seguire tutte quelle norme, principi e *best practises* che sono caratterizzanti di questo settore, e che incidono in ogni fase e componente dello stesso: Strutturale, Impiantistica e Gestionale. (Schintu, 2018)

Al Concedente sono rimesse comunque delle attività di controllo annuale, anche se l'autostrada/strada in questione è stata data in gestione. Queste consistono soprattutto in attività ispettive e nella redazione del Programma Annuale di Monitoraggio, con il quale il Concedente verifica sistematicamente il rispetto dei livelli di servizio, tramite l'utilizzo di sistemi di misurazione oggettivi. (Schintu, 2018)

Di fondamentale importanza, in questo quadro, è il crescente utilizzo delle concessioni come strumento principale di finanziamento delle opere pubbliche, attraverso il quale è possibile sfruttare in maniera efficiente le opportunità di coinvolgimento del capitale privato.

Insieme alle concessioni, nel nostro paese sta aumentando in modo esponenziale l'utilizzo delle *Private-Public Partnership* (Partenariato Pubblico-Privato, PPP), delle quali però si tratterà in seguito.²⁵

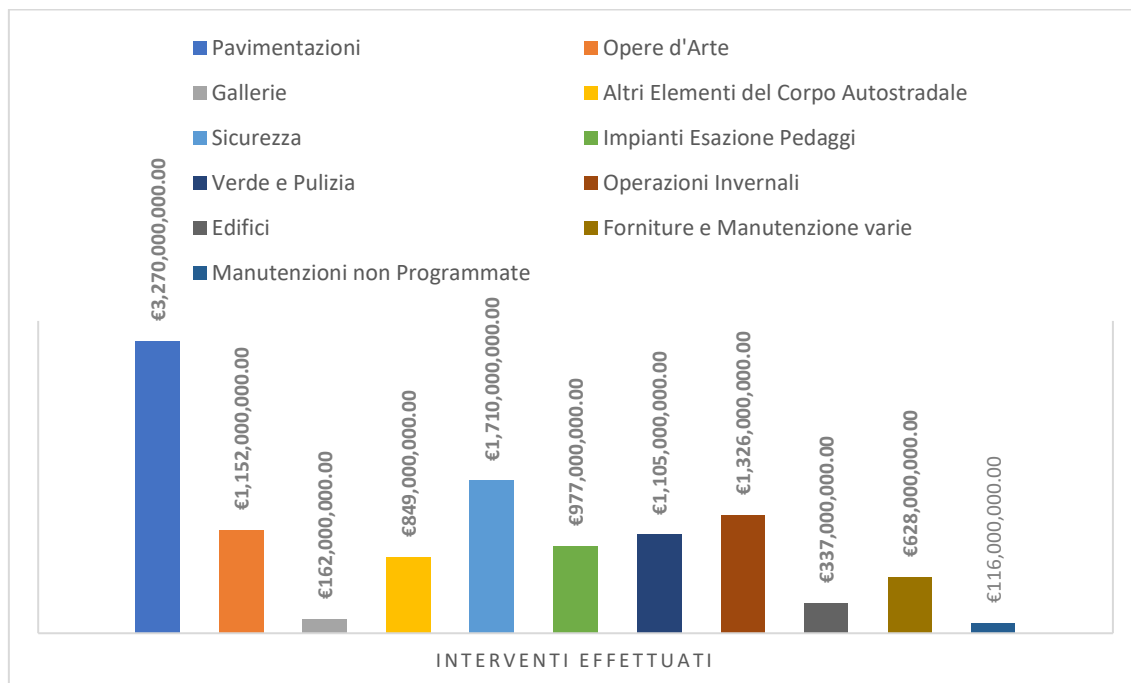


Tabella 2: Ammontare in Euro degli interventi effettuati sulla rete autostradale dal 2000 al 2017; Fonte: MIT

2.2 La normativa vigente

Il settore autostradale è disciplinato da un corpo normativo costituito da Leggi, Decreti-Legge, Delibere del Comitato Interministeriale per la Programmazione Economica (CIPE)²⁶ delle quali ora citeremo semplicemente gli estremi²⁷:

²⁵ Cfr. Cap. 2.4

²⁶ Il Comitato interministeriale per la programmazione economica (CIPE) viene istituito con legge nel 1967. È un organo collegiale del Governo presieduto dal Presidente del Consiglio dei Ministri e composto dai Ministri con rilevanti competenze in materia di crescita economica.

I principali argomenti oggetto di esame da parte del CIPE sono relativi a:

- il Programma delle Infrastrutture Strategiche della c.d. “legge obiettivo”, nell’ambito del quale il Comitato approva i singoli progetti e assegna le risorse finanziarie; i piani d’investimento e le

- Legge 21 maggio 1955, n. 463, con la quale viene stabilita la disciplina generale delle concessioni per la costruzione e gestione di tratte autostradali;
- Legge 23 febbraio 1992 n. 498, art.11, la quale assegna al CIPE la competenza ad emanare direttive sulla revisione delle concessioni autostradali ed in materia tariffaria;
- Legge 24 dicembre 1993 n. 537, che ha avviato il processo di privatizzazione del settore ed ha introdotto l'obbligo dei concessionari di pagare un canone annuo sui proventi netti da pedaggio;
- Decreto Legislativo 26 febbraio 1994 n. 143, con il quale sono stati stabiliti compiti e poteri spettanti al Concedente;
- Delibera del CIPE n. 319 del 20 dicembre 1996, che ha fatto del piano finanziario l'elemento di verifica del servizio ed ha aggiornato le modalità di adeguamento tariffario;
- Decreto Legge 24 novembre 2006 n. 262, convertito con modificazioni dalla Legge 03 ottobre 2006 n. 286, il quale è incentrato sull'Istituto della

convenzioni dei principali concessionari pubblici (RFI, ANAS, ENAC, ENAV) e privati (autostradali, aeroportuali, ferroviari, idrici e portuali);

- convenzioni, contratti di programma e altre decisioni in materia tariffaria e regolazione economica, previo parere del NARS, e progetti di partenariato pubblico-privato;
- riparto e assegnazione di risorse finanziarie del Fondo Sviluppo e Coesione (FSC);
- il Programma nazionale della ricerca, il Programma statistico nazionale, il Piano nazionale per la riduzione delle emissioni di gas responsabili dell'effetto serra, il Programma per la messa in sicurezza degli edifici scolastici, il Programma per la sicurezza stradale, i Programmi triennali delle opere pubbliche delle singole Amministrazioni, il Piano Casa;
- strumenti di sostegno alle imprese (Progetti di innovazione industriale, Pacchetti integrati di agevolazioni, Contratti di sviluppo, Contratti di programma e Contratti di filiera);
- riparto di risorse finanziarie del Fondo Sanitario Nazionale;
- attivazione dei sistemi di Monitoraggio degli investimenti pubblici (MIP) e del Codice unico di progetto (CUP).

²⁷ Per i testi completi di Leggi, Decreti-Legge e Decreti del CIPE, consultare il sito ufficiale della Gazzetta Ufficiale: <http://www.gazzettaufficiale.it/>.

“Convenzione Unica”, che deve essere stipulata tra il Concedente ed ogni Concessionario entro un anno dal primo aggiornamento del piano finanziario, oppure alla prima revisione della Convenzione in essere;

- Delibera CIPE 15 giugno 2007 n. 39, in materia di regolazione economica del settore autostradale;
- Legge 06 giugno 2008 n. 101, Conversione in legge, con modificazioni, del Decreto Legge 8 aprile 2008, n. 59, recante disposizioni urgenti per l’attuazione di obblighi comunitari e l’esecuzione di sentenze della Corte di giustizia delle Comunità europee, Art. 8 – duodecies;
- Decreto Legge 29 novembre 2008 n. 185, Misure urgenti per il sostegno a famiglie, lavoro, occupazione e impresa e per ridisegnare in funzione anti-crisi il quadro strategico nazionale, Art. 3 commi 5, 6 e 7;
- Decreto Legge 06 luglio 2011 n. 98, Disposizioni urgenti per la stabilizzazione finanziaria, Art. 36;
- Decreto Legge 06 dicembre 2011 n. 214, Disposizioni urgenti per la crescita, l’equità e il consolidamento dei conti pubblici;
- Decreto Legge 22 giugno 2012 n. 83, Misure urgenti per la crescita del Paese, Art. 4, Percentuale minima di affidamento di lavori a terzi nelle concessioni;
- Delibera CIPE 18 febbraio 2013 n. 1, Direttiva in materia di attuazione delle misure di compensazione fiscale previste dall’articolo 18 della legge n. 183/2011;
- Delibera CIPE 21 marzo 2013 n. 27, Criteri per l’aggiornamento del piano economico – finanziario di cui alla delibera 15 giugno 2007 n. 39 (regolazione economica del settore industriale);
- Decreto Legge 21 giugno 2013 n. 69, Disposizioni urgenti per il rilancio dell’economia, Art. 25, Misure urgenti di settore in materia di infrastrutture e trasporti;
- Delibera CIPE 19 luglio 2013 n. 30, Direttiva in materia di requisiti di solidità patrimoniale delle concessionarie autostradali, integrazione della delibera 39/2007;
- Decreto Legislativo 18 aprile 2016 n. 50, Attuazione delle direttive 2014/23/UE, 2014/24/UE e 2014/25/UE sull’aggiudicazione dei contratti di concessione,

sugli appalti pubblici e sulle procedure d'appalto degli enti erogatori nei settori dell'acqua, dell'energia, dei trasporti e dei servizi dell'acqua, dell'energia, dei trasporti e dei servizi postali, nonché il riordino della disciplina vigente in materia di contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture.

- Decreto Legislativo 19 aprile 2016 n. 56, Disposizioni integrative e correttive al decreto legislativo 18 aprile 2016 n. 50. (MIT, 2016)

2.2.1 La Convenzione Unica:

Fino al 2007 il rapporto tra Concedente e Società concessionarie era disciplinato da Atti convenzionali stipulati conformemente ad uno schema tipo predisposto dal Ministero dei Lavori Pubblici.

Tali convenzioni ed i piani finanziari definivano le modalità di esercizio del servizio autostradale e l'esecuzione dei programmi d'investimento per il miglioramento delle tratte in concessione.

Con la disciplina dettata dall'art. 2, nei commi 82, 83, 85, 86 e 89 del D.L. 3 ottobre 2006, n. 262, è stato fatto in modo che non si creassero più problemi quali il ritardo nell'attuazione del piano degli investimenti programmati, problemi dovuti anche alla mancanza di una diretta correlazione tra gli adeguamenti tariffari e gli investimenti effettivamente realizzati.

Al giorno d'oggi il testo di Convenzione Unica è stato adottato da tutte le società con le sole eccezioni del Consorzio per le Autostrade Siciliane e della società Autostrada del Brennero.

Inoltre, le nuove regole sono atte a disciplinare in maniera più rigorosa aspetti fondamentali della concessione, come l'allocazione dei rischi, la remunerazione dei capitali investiti e l'adeguamento delle modalità di tariffazione. (MIT, 2016)

Nello specifico, si prevedono:

- La determinazione della regolazione tariffaria in base all'evoluzione del traffico, alla dinamica dei costi, al tasso di efficienza e di qualità conseguibile dal Concessionario;

- La definizione della destinazione degli extraprofitti generati dal Concessionario per lo svolgimento di attività commerciali sul sedime demaniale;
- Il recupero della parte degli introiti tariffari dovuti per investimenti programmati nei piani finanziari e non realizzati nel periodo precedente;
- Il riconoscimento degli adeguamenti tariffari dovuti per investimenti programmati del piano finanziario esclusivamente a fronte della effettiva realizzazione degli stessi, accertata dal Concedente;
- L'obbligo del Concessionario di trasmettere annualmente al Concedente il quadro informativo minimo dei dati economici, finanziari, tecnici e gestionali;

2.3 Le reti autostradali e la gestione delle stesse a livello Mondiale

Nel mondo, le società concessionarie che detengono la gestione di determinate tratte autostradali sono molteplici, però vi sono alcune società che per importanza e diffusione possono essere ritenute *leader* nella gestione autostradale mondiale.

Nella tabella seguente vengono elencate le società *leader*, i paesi nei quali esse sono presenti ed i km di autostrade gestite:

Nome Società	Paese di provenienza	Paesi di competenza
Abertis	Spagna	Spagna Francia Cile Brasile Italia Porto Rico Argentina India Colombia Irlanda UK USA Canada Croazia Ungheria

Acciona Concessions	Spagna	Spagna Canada Cile Brasile Nuova Zelanda
Gruppo ACS (Hochtief, Iridium Concessions)	Spagna	Argentina Canada Cile Colombia Spagna Grecia Irlanda Portogallo UK USA
Gruppo Atlantia (Autostrade per l'Italia S.p.A.)	Italia	Brasile Cile India Polonia
Ferrovial (Cintra)	Spagna	Canada USA Spagna Portogallo Irlanda UK Colombia Australia Slovacchia Grecia
Globalvia	Spagna	Andorra Cile Costa Rica Spagna Irlanda Messico Portogallo EEUU
Gruppo Eiffage	Francia	Germania Francia Portogallo Belgio Spagna Senegal
Gruppo Gavio	Italia	Italia Brasile

OHL	Spagna	Spagna Messico Cile Perù Colombia USA Canada
Roadis	Spagna	India Spagna Messico Brasile
Sacyr	Spagna	Canada USA Messico Panama Colombia Ecuador Perù Bolivia Cile Brasile Svezia Norvegia Olanda UK Irlanda Portogallo Italia Algeria Togo Angola Kuwait Qatar Oman UAE Arabia Saudita Australia Mozambico Angola

Vinci Concessions	Francia	Francia Canada USA Jamaica Colombia Perù Slovacchia Germania UK Grecia Russia India
--------------------------	---------	--

Tabella 3: Principali società concessionarie mondiali; Fonte: Elaborazione propria

Come si può notare dalla tabella appena riportata, non sono molte le società che gestiscono le concessioni autostradali a livello mondiale.

Possiamo affermare che i leader mondiali nel settore delle concessioni autostradali sono fondamentalmente 6:

- Abertis;
- Ferrovial;
- Gruppo ACS (comprendente Hochtief e Iridium Concessiones²⁸);
- Gruppo Atlantia (comprendente Autostrade per l'Italia S.p.A.²⁹);
- Sacyr;
- Vinci Concessions.

Queste 6 grandi società e gruppi di società agiscono in diversi paesi, non solo in quello d'origine. Di seguito descriviamo sommariamente solo le Società Ferrovial, Sacyr e il Gruppo Vinci. Per quanto concerne, invece, Atlantia S.p.A., Abertis ed ACS si rimanda al Cap. 3, precisamente ai paragrafi 3.1 e seguenti (Atlantia S.p.A.), 3.5 e 3.6 (Hochtief), 3.7 (Abertis).

²⁸ Facendo riferimento solo all'attività di concessione autostradale.

²⁹ Facendo riferimento solo all'attività di concessione autostradale.



Figura 7: Ferrovial Logo

La Società spagnola Ferrovial detiene una struttura di business basata su diverse attività:

- Gestione aeroportuale
- Costruzioni
- Servizi
- Gestione di Autostrade a pedaggio

Tramite la sua sussidiaria, Cintra, gestisce 27 concessioni per un totale di oltre 1.920 km in Spagna, Canada, USA, Portogallo, Irlanda, UK, Colombia, Australia, Slovacchia e Grecia.



Figura 8: Sacyr Logo.

Sacyr, altro gruppo spagnolo, detiene la concessione di Autostrade in 5 principali Paesi:

- 1) Spagna, con 7 autostrade in concessione (Audasa, AP-1 Europistas, Aucalsa, Audenasa, Aut. de Galicia, Acega) e riscossione di pedaggi su altrettante autostrade (Aunor, Viastur, Palma-Manacor, Turia, Barbanza, Eresma, Arlanzón);
- 2) Portogallo, nel quale gestisce una Autostrada al 5%, la Brisal;
- 3) Irlanda, in cui gestisce la N6;
- 4) Italia: nel nostro paese Sacyr gestisce la Pedemontana e la Roma-Latina;

- 5) Cile, con la gestione di 6 Autostrade principali (Valles del Desierto, Rutas del Desierto, Valles del Bío Bío, Ruta del Algarrobo, Ruta del Limarí, Vespucio Oriente).



Figura 9: Vinci Logo.

Il gruppo francese Vinci gestisce 3.200 km di autostrade, ponti, tunnel e strade urbane.

Le concessioni autostradali detenute dal gruppo Vinci, tramite la sua affiliata Vinci Concessions, sono 24 in 13 paesi sparsi in tutto il mondo: Francia, Canada, USA, Jamaica, Colombia, Perù, Slovacchia, Germania, UK, Grecia, Russia, India.

È evidente pertanto come questo settore sia estremamente internazionalizzato e le principali società, o gruppi, che gestiscono il maggior numero di concessioni siano operanti quasi a livello mondiale, tramite sussidiarie, investimenti diretti all'estero e contratti PPP. (EY, 2017)

Questi ultimi rappresentano la nuova frontiera di collaborazione tra settore pubblico e privato.

2.4 Contratti PPP (*Private-Public Partnership*), un nuovo modo di ottenere concessioni

I contratti tra settore pubblico e Società private, *Private-Public Partnership* (di seguito PPP), creano delle obbligazioni contrattuali di lungo periodo, con la condivisione del rischio e dei guadagni tra i due settori che li sottoscrivono. Di conseguenza il Governo del paese intenzionato a sottoscrivere questa tipologia di contratto gioca un ruolo fondamentale.

In Italia il settore pubblico è ancora predominante rispetto alle attività delle Società private, ma tra il 2000 e il 2008 si è notata un'inversione di rotta, con un buon incremento degli accordi tra i due settori. (Dep. of Infrastructure and Regional Development, 2008)

2.4.1: Private-Public Partnership, cosa sono e come funzionano:

Come detto, un contratto PPP è una tipologia contrattuale di lungo termine tra settore pubblico e settore privato, tramite il quale il Governo effettua un pagamento nei confronti del settore privato per la costruzione dell'infrastruttura oggetto di contratto e per tutti i servizi ad essa annessi.

Generalmente questa tipologia di contratti fa in modo di rendere la Società privata responsabile per le condizioni e le performance dell'infrastruttura per una durata basata sull'intera vita della stessa.

Le principali caratteristiche delle PPP sono:

- Fornitura di un servizio che comporta la creazione di un'attività che coinvolga la progettazione, la costruzione, il finanziamento, la manutenzione e la fornitura di servizi ausiliari del settore privato per un periodo specifico;
- Contributo del Governo attraverso terreni, opere capitali, condivisione dei rischi, condivisione delle entrate, acquisto dei servizi concordati o altri meccanismi di supporto;
- Il settore privato (Società costruttrice) riceve pagamenti dal Governo una volta che la costruzione dell'opera è cominciata e questi ultimi sono strettamente dipendenti dalla performance della Società nel fornire i servizi pattuiti.

Le PPP non concernono la privatizzazione delle opere, in quanto il ruolo primario di fornire i servizi principali al funzionamento dell'infrastruttura spetta al Governo/Stato concedente. (Dep. of Infrastructure and Regional Development, 2008)

2.4.2: Contratti tradizionali e PPP, differenze

Nella seguente tabella, ripresa da uno studio effettuato dal Dipartimento delle Infrastrutture e Sviluppi Regionali Australiano, vengono elencate le principali differenze tra un progetto PPP ed un Contratto tradizionale posto in essere dallo Stato ed una Società privata:

Contratto di tipo Tradizionale	<i>Private-Public Partnership</i>
Lo Stato acquista un <i>asset</i> infrastrutturale.	Lo Stato acquista un servizio infrastrutturale.
Sono diversi contratti di sviluppo e costruzione a breve termine (dai 2 ai 4 anni).	È un solo contratto a lungo termine che integra al suo interno lo sviluppo, costruzione, finanziamento e mantenimento dell'infrastruttura.
Basato sugli Input.	Basato sugli Output.
I rischi derivanti dalla vita dell' <i>asset</i> sono a carico dello Stato.	I rischi derivanti dalla vita dell' <i>asset</i> sono a carico della Società privata.
Il profilo di pagamento è formato da un picco all'inizio del lavoro per i costi di capitale e da piccoli costi operativi lungo tutto lo svolgimento.	Il pagamento comincia una volta che l' <i>asset</i> è stato commissionato. Il profilo di pagamento è relativamente regolare, riflette il livello di servizio offerto lungo tutto il periodo di valenza del contratto.
Lo Stato è generalmente responsabile per i tempi di costruzione e per eventuali maggiori costi.	La Società privata contraente è responsabile per i tempi di costruzione e per eventuali maggiori costi.
Lo Stato gestisce la struttura.	Lo Stato non è detto che debba gestire la struttura.
Lo Stato gestisce una molteplicità di contratti durante l'intera vita della struttura.	Lo Stato gestisce un solo contratto durante l'intera vita della struttura.
Di norma non concernono clausole di	Sono presenti clausole di prestazione in

prestazione in corso.	corso. Ad esempio, il pagamento potrebbe essere ridotto se i servizi offerti non sono all'altezza di quelli pattuiti nel contratto.
Qualità di consegna non definita.	Qualità di consegna definita.

Tabella 4: Differenze tra Contratto Tradizionale e Progetto PPP; Fonte: Dipartimento delle Infrastrutture e Sviluppo Regionali Australiano.

2.4.3 Private-Public Partnership in Italia, un quadro generale

Il Rapporto del dicembre 2017, redatto dal Centro Ricerche Economiche, Sociologiche e di Mercato (CRESME), mette in luce come in Italia il livello del mercato delle PPP sia cresciuto esponenzialmente dal 2002 ad oggi.

Gli ultimi dati statistici, raccolti dall'Osservatorio Nazionale del Partenariato Pubblico Privato, evidenziano il netto aumento delle gare messe in atto in questi anni: si è passati da 331 gare, per un valore pari a 1.4 miliardi di Euro, nel 2002 a 3.187 gare, dell'importo di oltre 13 miliardi di Euro, nel 2016.

Ovviamente il maggior peso delle PPP si è fatto sentire all'interno del mercato delle opere pubbliche³⁰: si passa da una incidenza inferiore all'1% nel primo anno di sviluppo (2002) ad un picco pari al 18,8% nel 2016 (anche se il tetto massimo toccato in termini di peso nel mercato delle opere pubbliche è stato del 20,3% nel 2013).

Dato fondamentale, però, è l'impennata del valore che hanno acquisito tali progetti, arrivando a rappresentare il 53% del mercato delle opere pubbliche nel 2016.³¹

Nel nostro paese, questa tipologia di contratti è maggiormente utilizzata in settori ben specifici, quali:

³⁰ Mercato che, come già detto precedentemente (Cap. 2.4), nel nostro paese ha sempre risentito fortemente della presenza del settore pubblico.

³¹ Fonte: Cresme Europa Servizi su dati Osservatorio Nazionale del PPP (infoppp.it) promosso da DIPE, IFEL, CNAPPC e gestito da Cresme Europa Servizi.

- Trasporti e Logistica: Strade e autostrade, metropolitane, aeroporti, porti, interporti e altre infrastrutture per la mobilità e la logistica;
- Energia e Telecomunicazioni: Centrali e impianti per la produzione di energia elettrica e termica, reti di teleriscaldamento, reti gas, illuminazione pubblica, reti e impianti di telecomunicazione;
- Ambiente: Smaltimento RSU, termovalorizzatori, impianti di depurazione acque, servizio idrico integrato;
- Sport: Impianti sportivi, stadi, centri sportivi polifunzionali, palazzetti dello sport, piscine, aree sportive attrezzate;
- Altre Opere Pubbliche: Strutture sanitarie, scolastiche e culturali; cimiteri; parcheggi; spazi e aree verdi; elementi di arredo urbano; interventi complessi di riqualificazione di porzioni di territorio urbano o di aree dismesse.³²

³² Fonte: Osservatorio Nazionale del Partenariato Pubblico-Privato.

3 Il Caso Atlantia, Hochtief – Abertis

INTRODUZIONE

Le operazioni di finanza straordinaria sono utilizzate dalle imprese come metodo di espansione. Tale espansione concerne senz'altro le dimensioni della società che le effettua, ma comporta spesso anche un'estensione di carattere geografico.

Vengono quindi usate dalle imprese come strategia per consolidare la propria presenza in determinati territori, e ancor più possono essere finalizzate all'ingresso in aree geografiche non ancora esplorate.

È questo il caso del Gruppo italiano Atlantia S.p.A., il quale nel maggio del 2017 decise di acquisire il Gruppo spagnolo Abertis, operante in diversi nuovi paesi.

Il Gruppo italiano formulò la propria offerta tramite un'OPA totalitaria (Offerta Pubblica di Acquisto), ovvero sulla totalità delle azioni della target spagnola.

Ma l'operazione di Atlantia provocò l'interesse di una concorrente tedesca, Hochtief Aktiengesellschaft, che nell'ottobre dello stesso anno effettuò una contro-OPA con caratteristiche ed offerte di acquisto differenti.

Prima di analizzare tutti gli eventi che hanno caratterizzato questa operazione di finanza straordinaria, è opportuno soffermarsi sui protagonisti di tale vicenda.

3.1 Chi è Atlantia. Un po' di storia



Atlantia

Figura 70: Atlantia S.p.A. logo

Nel 1950, per iniziativa dell'IRI³³ (Istituto per la Ricostruzione Industriale), nasce in Italia la Società Autostrade Concessioni e Costruzioni S.p.a. Nel 1956 viene firmata la Convenzione tra ANAS³⁴ e Autostrade, in base alla quale quest'ultima si impegna a co-finanziare, costruire e gestire l'Autostrada del Sole tra Milano e Napoli, poi inaugurata nel 1964.

³³ IRI: Acronimo di Istituto per la Ricostruzione Industriale, venne istituito nel 1933 durante il fascismo per evitare il crollo del sistema creditizio a seguito della crisi del 1929. Trasformato da società pubblica in S.p.A. nel 1992, venne definitivamente chiuso nel 2002.

³⁴ ANAS: Acronimo di Azienda Nazionale Autonoma delle Strade, è una società Italiana integrata da gennaio 2018 nel Gruppo Ferrovie dello Stato Italiane; le principali attività attribuite all'Anas sono:

- Gestire le strade e autostrade di proprietà dello Stato;
- Realizzare il progressivo miglioramento e adeguamento della rete;
- Costruire nuove strade statali e nuove autostrade;
- Garantire servizi di informazione agli utenti;
- Attuare leggi e regolamenti sulla tutela del patrimonio stradale e autostradale;
- Partecipare a studi, ricerche e sperimentazioni in materia di viabilità, traffico e circolazione;
- Espletare infine i servizi di polizia stradale.

Con le successive convenzioni, stipulate nel 1962 e nel 1968, alla Società viene assentita la concessione per la costruzione e l'esercizio di ulteriori arterie autostradali.

Nel 1999 la Società Autostrade viene privatizzata. Subentra all'IRI un nucleo stabile di azionisti costituito da una cordata guidata da Edizione³⁵ (Gruppo Benetton).

Atlantia nasce nel 2002, precisamente l'11 di giugno, quando viene costituita a tempo limitato a Treviso, con la denominazione di "SCHEMATRENTADUE S.r.l." come società a responsabilità limitata.

Il 6 dicembre 2002 l'assemblea straordinaria degli azionisti deliberò la trasformazione della società SCHEMATRENTADUE S.r.l. in società per azioni, modificandone la denominazione sociale in "NEWCO 28 S.p.A." e spostando la sede sociale da Treviso, via Calmaggione 23, a Roma, via Antonio Nibby 20.

In data 17 settembre 2003 avvenne la fusione per incorporazione³⁶ di "Autostrade Concessioni e Costruzioni Autostrade S.p.A. (poi divenuta Autostrade S.p.A.) in NEWCO 28 S.p.A.

Come conseguenza della fusione, NEWCO 28 S.p.A. prese la denominazione sociale di Autostrade S.p.A. spostando la sua sede sociale a via Alberto Bergamini 50, 00159 Roma.

L'assemblea straordinaria degli azionisti, riunita il 4 maggio del 2007, decide di cambiare la denominazione sociale da Autostrade S.p.A. ad Atlantia S.p.A.

Nel corso del 2003 le attività in concessione vengono separate dalle attività non autostradali e nasce Autostrade per l'Italia S.p.A., controllata al 100% da Atlantia

³⁵ Edizione S.r.l., società non quotata e interamente controllata dalla famiglia Benetton, è una tra le maggiori holding di partecipazione italiane, con investimenti nei seguenti principali settori: infrastrutture e servizi per la mobilità, ristorazione autostradale e aeroportuale, tessile e abbigliamento, immobiliare e agricolo.

A fine 2016 Edizione evidenzia un fatturato consolidato di euro 11,7 miliardi e le società del Gruppo impiegano complessivamente 64.000 dipendenti. Alla stessa data il Net Asset Value di Edizione S.r.l. è pari a euro 11 miliardi.

³⁶ La fusione per incorporazione prevede l'unione di due società attraverso la vera e propria incorporazione di una nell'altra. Cfr. Cap. 1, paragrafo 1.1.2

S.p.A. (allora Autostrade S.p.A.), holding di partecipazioni quotata alla Borsa di Milano.

Grazie a una serie di acquisizioni intraprese a partire dal 2005, Atlantia è oggi all'estero con circa 2.000 km di autostrade a pedaggio in Brasile, Cile, India e Polonia.

Nel 2013, Atlantia è entrata nel settore aeroportuale e gestisce gli scali romani di Fiumicino e Ciampino.

La presenza nel settore aeroportuale si è consolidata nel 2016, con l'acquisizione di Aéroports de la Côte d'Azur (ACA), la società che controlla gli aeroporti francesi di Nizza, Cannes Mandelieu e Saint-Tropez.

Attualmente Edizione, tramite la società controllata Sintonia³⁷, detiene il 30,25% del capitale di Atlantia.

3.2 Atlantia nel mondo

Atlantia è un player globale nella gestione delle infrastrutture di trasporto:

- detiene 5.042 km di reti autostradali in concessione in 5 paesi: Italia, Brasile, Cile, India e Polonia;
- dal 2013 è entrata nel settore aeroportuale gestendo gli aeroporti di Roma (Fiumicino e Ciampino), ai quali si sono poi aggiunti i 3 scali della Costa Azzurra - terzo polo aeronautico francese - per un totale di circa 13 milioni di passeggeri all'anno;
- è il primo operatore mondiale nel telepedaggio e nell'infomobilità.

La missione del gruppo è quella di gestire e sviluppare le infrastrutture e le reti per la mobilità e la comunicazione in Italia e nel mondo. Questa *Mission* è ispirata da principi guida fondamentali quali: tutela della sicurezza, centralità del cliente, valorizzazione dei lavoratori e delle loro competenze, tutela dell'ambiente e dialogo aperto con le comunità territoriali.

³⁷ Sintonia S.A. è la finanziaria controllata dalla holding Edizione S.r.l. della famiglia Benetton, che si occupa principalmente di infrastrutture e servizi per la mobilità e la comunicazione.

Il gruppo basa la propria attività su tre pilastri:

- 1) Servizi: Manutenzione e monitoraggio continuo dell'infrastruttura; Assistenza al cliente; Gestione dei sistemi di esazione del pedaggio; Diffusione delle informazioni sul traffico autostradale e aeroportuale; Gestione dei servizi collegati alle operazioni di volo; Sicurezza aeroportuale; Gestione dei parcheggi aeroportuali, delle attività commerciali e di *advertising*.
- 2) Tecnologia: Progettazione, realizzazione e adozione di sistemi e tecnologie per l'esazione dinamica e la gestione della mobilità; Ricerca e sviluppo di soluzioni tecnologiche nei campi della telematica e dell'infomobilità, della sicurezza stradale, dell'automazione nella gestione aeroportuale, dell'ambiente e dell'energia, del controllo della viabilità.
- 3) Investimenti: Progettazione e realizzazione di ampliamenti e potenziamenti necessari per l'incremento della capacità e del livello di servizio; *Know how* interno capace di soddisfare esigenze che vanno dalla progettazione e direzione lavori alla realizzazione degli interventi; Tutela della compatibilità sociale ed ambientale delle opere.

Al 30 giugno 2017 la rete autostradale italiana conta di 6.943,9 km di cui 6.003,4 km a pedaggio; quindi l'86,5% delle autostrade presenti sul territorio italiano è a pagamento.

Il Gruppo Atlantia è il principale operatore autostradale nazionale e gestisce oltre il 50% della rete nazionale a pedaggio:

KM DI AUTOSTRADE IN ITALIA

■ Gruppo Atlantia ■ Altre concessionarie
■ Rete ANAS (senza pedaggio)

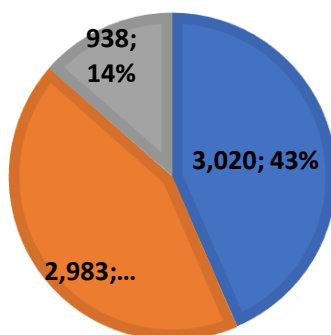


Figura 11: Divisione del settore autostradale in Italia, fonte Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti

3.3 Le infrastrutture di Atlantia in Italia

Il sistema infrastrutturale di Atlantia in Italia è formato da due componenti principali:

- Oltre 3000 km di rete autostradale gestita, formata da 20 arterie che compongono il sistema autostradale, tra cui le due direttrici di attraversamento Nord-Sud, la A1 Milano-Napoli e la A14 Bologna-Taranto;
- Il principale sistema aeroportuale del Paese.

3.3.1 Attività autostradale

Autostrade per l'Italia ha in corso di realizzazione un programma di investimenti di "Grandi Opere"³⁸ previsti dagli accordi stipulati con il concedente:

- Convenzione 1997 e IV Atto Aggiuntivo del 2002, per complessivi 15,6 miliardi di Euro di cui 9,7 completati al 31/12/2017 con l'apertura al traffico di 432 km

³⁸ Le "Grandi Opere" sono il pacchetto di infrastrutture strategiche a favore della mobilità, approvate dal Governo nel campo delle ferrovie, delle strade, dei porti e degli interporti. Nel 2017 il progetto comprendeva 119 interventi prioritari: 46 opere singole e 73 differenti programmi che interessavano 50 città, con particolare attenzione alla cosiddetta "cura del ferro" nelle 14 città metropolitane, ai collegamenti ad alta velocità con gli aeroporti ed alle nuove piste ciclabili nazionali.

di nuove corsie. Il piano ha l'obiettivo di migliorare la capacità della rete ed assicurare una crescente fluidità e sicurezza della mobilità, unitamente a migliori livelli di qualità del servizio.

- Convenzione unica del 2007, che ha previsto: Nuovi specifici interventi rispetto alla Convenzione del 1997 per 2 miliardi di Euro; Lo sviluppo della progettazione preliminare per il potenziamento di alcune tratte autostradali su circa 325 km di rete per un importo di circa 5 miliardi di Euro.

Autostrade meridionali e Raccordo Autostradale Valle D'Aosta hanno invece completato i piani di investimenti in "Grandi Opere" previsti dalle rispettive convenzioni.

La Società Autostrada Tirrenica³⁹ nel corso del 2016 ha aperto al traffico la nuova tratta da Civitavecchia a Tarquinia. Il completamento da Tarquinia a Livorno è ancora in predicato e a fine 2017 è stato inviato al Concedente un piano finanziario che prevede solo la realizzazione autostradale da Tarquinia ad Ansedonia più un tratto di adduzione di strada extraurbana da Ansedonia a Orbetello Scalo, tutto ciò per un investimento totale stimato di circa 0,6 miliardi di Euro.

3.3.2 Attività aeroportuale

Le attività aeroportuali di Atlantia si concentrano nei due principali aeroporti di Roma, Fiumicino e Ciampino, i quali formano il più importante sistema aeroportuale italiano, con oltre 47 milioni di passeggeri all'anno. Basti considerare che l'aeroporto di Roma-Fiumicino è il più grande d'Italia ed è sesto in Europa per volume di traffico.

Come detto in precedenza, Atlantia è entrata nel settore aeroportuale solo nel 2013, e a partire da tale data ha messo in opera continui lavori di ammodernamento e sviluppo.

³⁹ La SAT, Società Autostrada Tirrenica S.p.A., fondata a Grosseto il 21 ottobre 1968, è un'azienda italiana che opera nel settore della gestione in concessione di tratti autostradali. È l'ente esercente concessionario dell'ANAS per la gestione del tratto Livorno-Rosignano Marittimo sull'Autostrada A12 ed è titolare della concessione del tratto Livorno-Civitavecchia fino al 2046.

In particolare nell'aeroporto di Fiumicino, dopo l'apertura a fine 2016 dell'avancorpo del Terminal 3 e dell'area di imbarco E per il traffico extra-Schengen, sono previsti importanti interventi infrastrutturali nell'area Est (area destinata al traffico domestico/Schengen). Questi interventi infrastrutturali comprendono: una nuova area di imbarco, l'ampliamento del Terminal 1 e la riqualificazione dell'area di imbarco C e del nodo verso l'area di imbarco D.

Entro il 2021 si prevede l'innalzamento della soglia di capacità dello scalo al di sopra dei 50 milioni di passeggeri all'anno.

Nel 2017 gli investimenti sugli scali nazionali ammontavano a 207 milioni di Euro.

3.4 Le infrastrutture di Atlantia all'estero

Oltre a detenere attività in Italia, Atlantia gestisce altrettante attività autostradali ed aeroportuali in 5 paesi esteri: Francia, Cile, Polonia, Brasile e India.

3.4.1 Attività autostradali estere

All'estero il Gruppo è presente nelle grandi aree urbane, in particolare Santiago del Cile e San Paolo del Brasile, in modo da sfruttare la diffusa esigenza di mobilità nelle due principali aree metropolitane, sostenuta dalla densità demografica e dall'aumento dei consumi.

- 1) Brasile: in questo paese Atlantia gestisce 1.538 km di autostrade. Il gruppo opera dal 2009 con la società Triangulo do Sol⁴⁰ e, dal 2012, attraverso la joint venture Atlantia Bertin Concessões S.A., costituita con il gruppo Bertin (del quale Atlantia detiene il 50% + 1 azione).

Le società concessionarie operanti in Brasile: Triangulo do Sol, Rodovias das Colinas e Rodovia MG050, hanno in corso programmi di investimento per il potenziamento delle tratte autostradali gestite. Per il potenziamento della rete in

⁴⁰ Triangulo do Sol è un concessionario privato autostradale del governo dello Stato di São Paulo. Appartiene alle concessioni AB, di cui il Gruppo Atlantia è il maggior conducente.

concessione in Brasile sono stati eseguiti complessivamente nel 2017 investimenti per un totale di 63 milioni di Euro.

- 2) Cile: qui il Gruppo gestisce 313 km di autostrade ed è uno dei principali operatori autostradali, soprattutto nell'area metropolitana di Santiago. In Cile Atlantia opera attraverso la Concessionaria Los Lagos - con 135 km di autostrada - e il Grupo Costanera, holding detenuta dal 50,01% da Atlantia e dal restante 49,99% da CPPIB (Canada Pension Plan Investment Board), con 100 km di autostrade urbane nella capitale Santiago del Cile.

Nel 2017 sono stati eseguiti investimenti per un totale di 110 milioni di Euro, in particolare è stato realizzato circa il 92% delle opere previste dal programma di ampliamento "Santiago Centro Oriente", che prevede investimenti di potenziamento della tratta gestita da Costanera Norte per un totale di circa 265 miliardi di pesos (pari circa a 349 milioni di Euro). E il 29 ottobre - con circa 12 mesi di anticipo rispetto ai 53 previsti - è stato aperto al traffico il tunnel Kennedy, l'opera più rilevante del programma. Si tratta di un tunnel sotterraneo a 4 corsie di circa 1,2 km, interamente in area urbana.

- 3) Polonia: Il Gruppo Atlantia in Polonia controlla il 61,2% di Stalexport Autostrady S.A., società quotata alla Borsa di Varsavia, titolare della concessione autostradale della A4 Cracovia-Katowice.

Nel corso del 2017 sono stati effettuati investimenti operativi pari a circa 10 milioni di Euro.

- 4) India: qui il Gruppo è titolare di una concessione attraverso Pune Solapur Expressways Private, joint venture paritetica con TRIL Roads Private Limited, società del Gruppo Tata.

3.4.2 Attività aeroportuali estere

Dal novembre 2016 il Gruppo Atlantia ha acquisito il controllo di Aéroports de la Côte d'Azur ("ACA"), la società che gestisce gli aeroporti di Nizza, Cannes Mandelieu e Saint-Tropez, più il network internazionale di servizi a terra Sky Valet.

Gli investimenti effettuati nel corso del 2017 dal Gruppo Aéroports de la Côte d'Azur ammontano a 27 milioni di Euro, di cui 20 milioni per lo sviluppo della capacità e l'ampliamento dell'offerta commerciale del Terminal 2 dell'aeroporto di Nizza e per l'ottimizzazione delle piazzole di sosta per gli aeromobili.

Inoltre il Gruppo ha investito 7 milioni di Euro per interventi di adeguamento delle infrastrutture, principalmente per le piste aeroportuali e vie di rullaggio, in ottemperanza ai regolamenti EASA⁴¹.

⁴¹ L'Agenzia Europea della Sicurezza Aerea (EASA) è un ente giuridico indipendente, dotato di autonomia amministrativa e finanziaria, che tuttavia rende conto del suo operato agli Stati membri ed alle istituzioni europee.

Le competenze EASA, istituita dall'Unione Europea con il Regolamento (CE) m. 1592/2002, sostituito dal Regolamento (CE) n. 216/2008, attengono alla definizione di massimi livelli comuni di sicurezza e di protezione ambientale per quello che riguarda il settore dell'aviazione civile.

Operativa dal settembre 2003, l'EASA svolge funzioni fondamentali per il settore di propria competenza; i suoi compiti possono essere distinti in alcune macro-aree:

- Normativa: l'EASA elabora normativa inerente alla sicurezza aerea e fornisce consulenza tecnica alla Commissione Europea e agli Stati membri.
- Certificazione: l'EASA si occupa della certificazione dei prodotti aeronautici e delle ispezioni sull'applicazione della regolamentazione degli Stati membri.
- Standard di sicurezza: l'EASA supporta la Commissione nell'individuazione degli standard di sicurezza, commissionandone anche la verifica dell'applicazione uniforme all'interno degli Stati membri.
- Cooperazione: l'EASA collabora con altri soggetti, pubblici e privati, al fine di armonizzare gli standard e promuovere le migliori prassi nel settore della sicurezza (ICAO e FAA).

Inoltre dal 2003 la Commissione Europea ha definito un ampliamento delle funzioni svolte da questo organismo in termini di normativa di sicurezza. Nello specifico per quel che concerne:

- Norme e procedure di operazioni dell'aeronautica civile
- Norme per l'abilitazione di equipaggi degli Stati membri
- Certificazione di compagnia aeree di Paesi terzi.

3.5 Hochtief. Storia della società Tedesca



Figura 12: Hochtief Aktiengesellschaft, logo

Hochtief Aktiengesellschaft è una società di costruzioni tedesca, ubicata in Essen, North Rhine-Westphalia, Germania.

È la più grande compagnia di costruzioni tedesca ed opera in tutto il mondo, classificandosi come una delle più grandi società di costruzioni generali negli Stati Uniti attraverso la sua controllata Turner⁴², e in Australia attraverso una partecipazione del 72,6% nel Gruppo CIMIC⁴³.

L'azienda è stata fondata a Kelsterbach nel 1874 dai fratelli Philipp e Balthasar Helfmann come *Gebrüder Helfmann, Bauunternehmer*.

Intorno al 1880 la società cominciò a produrre i primi materiali da costruzione, restando comunque ancora solo un *player* regionale.

⁴² Turner Construction Company è una delle più grandi società di costruzioni negli Stati Uniti d'America, con un volume di costruzione di 10 miliardi di dollari solo nel 2014.

Turner gestisce un certo numero di gruppi di segmenti nazionali, che si concentrano su un tipo particolare di edificio. Questi includono Green Building, Data Center, Sanità, Farmaceutica e Biotecnologia, Industriale e Produzione, Assemblea pubblica, Sport, Trasporti e Aviazione.

⁴³ Il Gruppo CIMIC, in precedenza noto come Leighton Holdings, è uno dei principali fornitori internazionali attivo nei settori delle telecomunicazioni, dell'ingegneria e delle infrastrutture, dell'edilizia e delle proprietà, dell'estrazione mineraria e delle risorse e dei servizi ambientali. Detiene operazioni in Australia, Asia sud-orientale, Nuova Zelanda e Medio Oriente.

Poco dopo la morte di Balthasar, Philipp Helfmann trasformò la compagnia in una società per azioni. Nel 1899 morì anche Philipp e subentrò come amministratore delegato il genero, Hans Weidmann.

L'azienda crebbe in fretta, nel 1921 attirò gli investimenti dell'industriale Hugo Stinnes⁴⁴ e nel 1922 spostò la sua sede legale ad Essen, come parte dell'integrazione nel gruppo Stinnes.

Nel 1950 divenne amministratore delegato Josef Müller, con il quale la società iniziò a sviluppare ampi progetti internazionali, in particolare una serie di opere di infrastruttura energetica in Turchia e la costruzione di ponti e fusioni in Egitto.

E proprio in Egitto, negli anni '60 l'azienda ottenne un successo rilevante. In seguito alla costruzione della grande Diga di Assuan, le acque del fiume Nilo minacciavano l'antico complesso del tempio di Abu Simbel⁴⁵: questo fece sì che l'intero sito archeologico venisse smontato e rimontato 200 metri più lontano rispetto al fiume, per un costo totale di 36 milioni di dollari americani. Vincitrice dell'appalto fu l'Abu Simbel Joint Venture, consorzio internazionale di imprese, nel quale la Hochtief tedesca rivestiva un ruolo primario.

Da questo momento il punto focale della società virò da una fase di costruzione in senso stretto ad una di fornitura di servizi. La maggior parte del lavoro rimaneva comunque interno alla Germania, guidato dalla forte crescita economica del Paese, con una particolare attenzione nella costruzione di Centrali elettriche.

Questa situazione durò ben poco: già verso la metà degli anni '70, il lavoro all'estero (come il ponte sul Bosforo in Turchia, completato nel 1974) andava accelerando, mentre gli ordini interni iniziavano a diminuire, come si evince dal rapporto annuale della compagnia del 1975. Nel 1980, il lavoro fuori dalla Germania rappresentava più del 50% degli affari di Hochtief.

⁴⁴ Hugo Dieter Stinnes fu un industriale e politico tedesco, nato a Mülheim nella Germania del nord.

⁴⁵ Il sito archeologico di Abu Simbel, sulla costa ovest del Lago Nasser nell'Egitto meridionale, è composto da due enormi templi in roccia ricavati dal fianco della montagna. La costruzione risale al tempo del faraone Ramses II, nel XIII secolo a.C.

Fiore all'occhiello nella storia di questa società è la costruzione (completata nel 1981) dello scalo internazionale King Abdulaziz, il più grande aeroporto dell'Arabia Saudita.

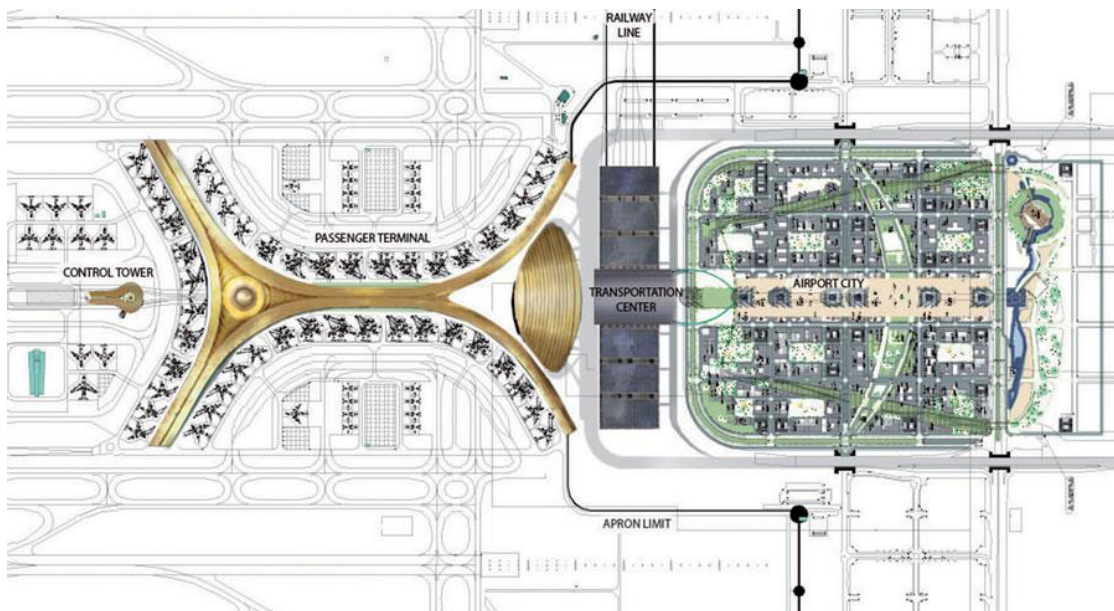


Figura 13: Aeroporto internazionale King Abdulaziz, Arabia Saudita

L'architettura dell'aeroporto, molto apprezzata esteticamente, presenta diverse caratteristiche insolite, incluso il Terminal 3 utilizzato solo durante l'Hajj⁴⁶, riservato ai pellegrini che viaggiano verso La Mecca. Ha un tetto in vetroresina a forma di tenda, contiene una moschea e può ospitare fino a 80.000 viaggiatori contemporaneamente: si ritiene che sia il più grande terminal al mondo.

Nel 1999 Hochtief ha compiuto grandi progressi nel mercato degli Stati Uniti d'America attraverso la fusione con Turner Corporation, mentre nel 2000 ha celebrato il 125° anniversario, donando un milione di Marchi tedeschi per il restauro della Kandinsky-Klee House a Dessau.

Nel maggio del 2013 la Società tedesca ha venduto la divisione degli aeroporti al settore pubblico degli investimenti pensionistici.

⁴⁶ L'Hajj è un pellegrinaggio annuale islamico a La Mecca, obbligatorio per tutti i musulmani e che deve essere effettuato almeno una volta nella vita; insieme a Shahadah, Salat, Zakat e Sawm forma i cinque pilastri dell'Islam.

3.6 Hochtief, al di là della storia

“Our thinking and acting are value-based: We stand for integrity, accountability, innovation, delivery, and sustainability.

With our experience, technical excellence, and innovative solutions we realize projects that convince our customers and are beneficial to society. We use existing resources efficiently.

The knowledge, dedication, and commitment of our employees are the basis for our success. We provide them with safe, challenging and full filling jobs.

Together we generate sustainable earnings and create value for our shareholders”.

(HOCHTIEF Aktiengesellschaft, s.d.)

Questo è il manifesto con il quale Hochtief rappresenta la propria *Vision*. La società tedesca basa la propria attività su una serie di principi, che possono essere così riassunti:

- Stretta osservanza delle leggi e regolamentazioni locali e internazionali;
- Business partner, fornitori, clienti, impiegati e colleghi vengono trattati alla stessa maniera;
- Continua assistenza ai dipendenti con l'erogazione di consulenza e consigli preventivi;
- Gli impiegati ricevono *training* regolare per assicurarsi che il loro *know-how* abbracci i principi etici.

Il portfolio di attività che contraddistingue Hochtief è composto da diversi segmenti: Sviluppo, Costruzioni e Manutenzione e Funzionamento.

Ogni segmento è fondamentale per la società ed è strettamente collegato con gli altri.

3.6.1 Sviluppo

Questo include sia partnership pubbliche e private, sia lo sviluppo della proprietà, dalla progettazione/pianificazione e finanziamento attraverso il marketing, o sviluppo dei pacchetti e dei singoli servizi.

Creare una struttura orientata al futuro richiede spesso investimenti sostanziali: Hochtief si occupa di tutti i servizi finanziari legati ai progetti. I loro specialisti sviluppano e ottimizzano le strutture finanziarie e le coordinano con partner bancari e investitori internazionali.

Il servizio finanziario di Hochtief supporta tutte le sussidiarie del Gruppo e le compagnie associate presenti nel mondo e connesse tramite transazioni/negoziazioni, dai piani iniziali fino alla chiusura degli stessi.

3.6.2 Costruzioni

La costruzione è la competenza principale di Hochtief. La gamma offerta dalla società tedesca abbraccia attività di costruzione tradizionali e gestione delle costruzioni nei settori dell'edilizia, dell'ingegneria civile e delle infrastrutture. Comprende servizi come l'acquisto di materiali richiesti che, da una prospettiva strategica, completano idealmente l'attività di costruzione prima, durante e dopo i lavori di costruzione.

- Attività di costruzione tradizionali:

Grazie al suo network globale, Hochtief è presente in tutti i mercati chiave del mondo, con soluzioni innovative. Costruzione per la società sta a significare creazione, in loco, ovunque nel mondo, affrontando qualsiasi tipologia di condizione climatica ed ambientale.

Per un periodo limitato - giorni, settimane, mesi o anni - un sito di costruzioni è equivalente ad una piccola-media impresa con un *output* di milioni di Euro, sviluppato non con una produzione di massa ma con una singola, unica struttura.

Quindi, per l'azienda tedesca, questo è un business che richiede non solo *skills* ingegneristiche ma anche capacità di affrontare nel miglior modo complessità logistiche e gestire il rischio creato da situazioni in continua evoluzione.

- Pianificazione della Costruzione:

Prima della costruzione vera e propria, Hochtief offre ai suoi clienti un pacchetto di servizi completo. Questo può includere, ad esempio, tutti i lavori di pianificazione, dall'ottenimento delle autorizzazioni fino alla preparazione dettagliata del *concept*.

- Servizi assicurativi:

Progetti assicurativi e di gestione dei rischi sono una parte fondamentale del portfolio della società tedesca. Vengono offerti servizi d'assicurazione personalizzati a tutte le unità operative del Gruppo e ai partner esterni

3.6.3 Manutenzione e Funzionamento

Questa parte del portafoglio di Hochtief comprende tutti i servizi relativi alla gestione di progetti infrastrutturali, immobiliari e alla gestione dei processi aziendali.

Tale settore copre le concessioni e le attività operative con progetti di partnership pubblica e privata nei settori stradali, delle infrastrutture sociali e delle energie rinnovabili, oltre che nell'attività mineraria.

La società tedesca è orientata ad una crescita sostenibile e redditizia. Ciò viene dimostrato dalle intense attività all'interno delle concessioni orientate al lungo termine e nelle attività operative.

In questo caso il centro di competenza nel settore è la controllata australiana "CIMIC Group", la quale conferma la sua posizione di leader nel mercato come operatore e gestore nel settore minerario.

Invece con l'affiliata "Hochtief PPP Solution", la società tedesca detiene partecipazioni in strade, scuole, strutture militari e strutture culturali in tutto il mondo.

3.7 Abertis, chi è e cosa fa la società oggetto dell'operazione



Figura 14: Abertis Infraestructuras S.A. logo

Il Gruppo Abertis, oggi leader nella gestione dei pedaggi autostradali, ha lavorato per più di 50 anni per poter giocare un ruolo chiave nel finanziamento e nella gestione delle infrastrutture sostenibili.

Il Gruppo nasce in Spagna nel 2003, come conseguenza della fusione delle due imprese dedicate alla gestione di strade a pedaggio: la Acesa Infraestructuras (1967) e la Aurea Concesiones de Infraestructuras (1971) e da subito intraprende una strategia basata sulla crescita, sull'internazionalizzazione e sulla profittabilità.

Attraverso la sua controllata Autopistas, Abertis è il primo operatore di strade di alta qualità e capacità in Spagna per chilometri gestiti: 1.559 km che rappresentano oltre il 60% della rete di pedaggi del paese.

Nel 2006 incorpora il Gruppo francese Sanef⁴⁷, acquistando il 100% delle partecipazioni azionarie. La Francia è il mercato più grande e redditizio di Abertis: ha generato il 34% delle *revenues* del Gruppo.

Nel 2009 ottiene - tramite la concessionaria Avasa - il controllo dell'autostrada AP-68, la quale unisce Bilbao a Saragoza, oltre che di Elqui e Rutas del Pacifico in Cile.

Nel 2011 il Gruppo spagnolo, tramite la concessionaria "Metropistas", vince la concessione per la PR-22 e la PR-5 di Puerto Rico, le quali attraversano l'area metropolitana di San Juan fino al centro di Bayamón.

Detiene inoltre il 100% di Autopistas de Puerto Rico (APR), che gestisce il Ponte Teodoro Moscoso sopra il Lago San José che dal 1994 connette San Juan alla Isola Verde ed è lungo 2 km.

Nel 2012 vengono integrate all'interno del Gruppo Abertis la sussidiaria Arteris⁴⁸, con sede in Brasile, e tre nuove strade a pedaggio in Cile.

⁴⁷ Il Gruppo Sanef gestisce 1.760 km di pedaggi autostradali nel nord della Francia, Normandia e Aquitania, i quali rappresentano il 22% del network autostradale totale del paese.

Sanef gestisce 5 delle 7 strade di accesso alla cosiddetta "Isola Francese", quella regione della Francia che ospita la capitale Parigi, e di conseguenza tutte le strade che connettono Germania, Belgio e Lussemburgo al nord della Francia e al Regno Unito.

Tre anni dopo, nel 2015, il Gruppo acquisisce l'Autopista del Sol e Los Libertadores in Cile, tramite la sussidiaria VíasChile⁴⁹, arrivando a gestire 770 chilometri di autostrade in tutto il paese.

Nel 2016 Abertis entra in Italia tramite la concessionaria A4 Holding, società italiana detenuta per l'85,36% dal Gruppo spagnolo. Questa società gestisce le autostrade italiane A4⁵⁰ e A31⁵¹, per un totale di 235,6 km in Veneto, una delle regioni più prospere d'Italia, con il livello più alto di PIL e reddito pro capite del paese. Si tratta di una zona geografica strategica, situata nel "corridoio" che unisce la zona industriale del Nord Italia con il centro Economico Europeo.

Sempre nel 2016 viene acquisito il 100% dell'Autopista Central di Santiago del Cile, ed infine viene fondata "Emovis", la sussidiaria adibita allo sviluppo e alla gestione della tecnologia e dei servizi informativi, per offrire soluzioni di pedaggio elettronico e informazioni di mobilità.

⁴⁸ Arteris è il più grande gestore di pedaggi autostradali del Brasile, gestisce nove strade a pedaggio per un totale di 3.250 km.

La società è caratterizzata da un portfolio di concessioni "bilanciato": quattro strade a pedaggio subordinate allo Stato di São Paulo (Autovias, Centrovias, Intervias e Vianorte) ed altre cinque subordinate alla Federal Network (Autopista Fernão Dias, Regis Bittencourt, Autopista Litoral Sul, Autopista Planalto Sul e la Fluminense). Questo porta Asteris, e di conseguenza Abertis, a detenere il 17% del *Market Share* delle strade a pedaggio brasiliane.

⁴⁹ VíasChile, la quale è presente in Cile da più di 10 anni, gestisce cinque strade interurbane, tre delle quali connettono Santiago con la Quinta Regione (Valparaíso) e i principali porti del Paese, più l'Autopista Central, l'autostrada urbana con il maggior volume di traffico in Cile.

⁵⁰ Il tratto in questione dell'autostrada A4, conosciuta anche come "La Serenissima", unisce le città di Brescia, Verona, Vicenza e Padova lungo 146 chilometri. Con 3 corsie per carreggiata, è una delle autostrade con maggior densità di traffico del paese.

⁵¹ L'autostrada A31, Autostrada della Valdadistica, è lunga 89,5 km e connette Piovene Rocchette (Vicenza) con Canda/Badia Polesine (Rovigo).

Nel 2017 Abertis entra in Asia tramite l'acquisizione di due strade a pedaggio in India⁵².

Le attività del Gruppo Abertis non concernono soltanto il campo autostradale, ma si estendono anche al settore degli operatori satellitari: nel maggio 2017 Abertis, già azionista di maggioranza di Hispasat, ha raggiunto un accordo con Eutelsat, operatore satellitare europeo, per acquisire la quota - 33,69% - delle partecipazioni di Eutelsat in Hispasat, e di conseguenza Abertis controlla ora il 90.74% della stessa.

Hispasat è l'operatore spagnolo delle comunicazioni satellitari, nono a livello mondiale ma leader nella distribuzione di contenuti in lingua spagnola e portoghese.

Con oltre 25 anni di esperienza, il Gruppo Hispasat detiene un'importante presenza nella Penisola Iberica e in America Latina, dove ora è il quarto operatore satellitare.

Hispasat distribuisce più di 1.250 canali televisivi e radiofonici attraverso la sua flotta satellitare, ed è un driver chiave per l'industria aerospaziale spagnola.



Figura 15: Hispasat logo

3.8 15 maggio 2017, Atlantia decide di acquisire Abertis⁵³

Roma, 15 maggio 2017: a seguito della delibera assunta dal proprio Consiglio di Amministrazione, Atlantia S.p.A. annuncia la decisione di promuovere un'Offerta

⁵² Abertis controlla il 100% della concessionaria indiana Trichy Tollway Private Limited (TTPL), la quale gestisce l'autostrada NH-45 (che unisce Bhopal con Jabalpur), e il 74% di Jadcherla Expressways Private Limited (JEPL), la quale detiene la concessione della NH-44 (che unisce Nagpur e Bangalore).

Gli asset sono stanziati in Tamil Nadu e Telangana, entrambi Stati con alti tassi di crescita economica.

⁵³ Le informazioni seguenti, rielaborate ed inserite nello studio, sono state raccolte tramite il prospetto informativo presentato alla CNMV per l'autorizzazione a procedere con l'offerta, e tramite documentazione offerta da Atlantia S.p.A.

pubblica di acquisto e/o scambio volontaria sulla totalità delle azioni emesse di Abertis Infraestructuras S.A., società con azioni quotate sui mercati regolamentati spagnoli.

Alla base dell'offerta vi è l'aspirazione del Gruppo italiano di creare un leader mondiale della gestione delle infrastrutture di trasporto, con 6.6 miliardi di EBITDA e 2.4 miliardi di investimenti.

L'offerta contempla un corrispettivo interamente in denaro pari a 16,50 Euro per ciascuna azione Abertis in adesione, ferma restando la possibilità per gli azionisti Abertis di optare, in tutto o in parte, per una "Parziale Alternativa in Azioni". Tutto ciò verrà meglio descritto nei capitoli successivi quando parleremo dell'annuncio vero e proprio effettuato da Atlantia tramite il documento "*Anuncio de OPA*" sottoposto al controllo della CNMV⁵⁴, la CONSOB spagnola.

In particolare, la "Parziale Alternativa in Azioni" prevede la possibilità per gli azionisti Abertis di optare, in tutto o in parte, per un corrispettivo di azioni Atlantia di nuova

⁵⁴ La CNMV, Comición Nacional del Mercado de Valores, è un'agenzia fondata nel 1988, responsabile della supervisione dei mercati mobiliari in Spagna. Il suo obiettivo è garantire la trasparenza di questi mercati e la corretta formazione dei prezzi in essi, nonché la protezione degli investitori. Nell'esercizio di queste competenze, riceve un importante volume di informazioni, molte delle quali sono contenute nei suoi archivi ufficiali, ovviamente pubblici.

La CNMV consiste essenzialmente in un consiglio, un comitato consultivo e un comitato esecutivo. Vi sono poi tre direttori generali: uno di vigilanza delle entità, un altro di vigilanza del mercato e un ultimo di servizio legale.

L'azione del CNMV come organismo di controllo si concentra principalmente su:

- le società che emettono titoli. Queste devono essere collocate pubblicamente nel mercato primario;
- i mercati dei titoli secondari;
- società che forniscono servizi di investimento e istituti di investimento collettivo.

La Commissione esercita su di essi una vigilanza prudenziale, cercando di garantire la sicurezza delle loro transazioni e la solvibilità del sistema. Inoltre, attraverso la *National Securities Coding Agency*, la Commissione assegna il codice ISIN con validità internazionale a tutte le emissioni di titoli emesse in Spagna.

emissione aventi caratteristiche speciali, sulla base di un rapporto di scambio di 0,697 azioni Atlantia per ogni azione Abertis, determinato sulla base di un valore per azione Atlantia assunto pari a 24,20 Euro, in linea con il prezzo di borsa alla chiusura del 12 Maggio 2017, rettificato per tener conto dello stacco della cedola il 22 Maggio 2017.

Il controvalore dell'operazione ammonta a 16.341 milioni di Euro per il 100% del capitale di Abertis.

Il pagamento del corrispettivo in Azioni Speciali Atlantia è soggetto ad una soglia massima di accettazione pari a 230 milioni di azioni Abertis (pari a circa il 23,2% del totale delle azioni oggetto dell'offerta), eventualmente superata la quale sarà effettuato un riparto pro-rata del corrispettivo in azioni, con versamento della rimanente quota in denaro.

Le Azioni Speciali Atlantia offerte in scambio avranno i medesimi diritti economici amministrativi delle azioni esistenti, salvo le seguenti caratteristiche:

- Non saranno quotate e saranno soggette al vincolo di intrasferibilità fino al 15 febbraio 2019, termine allo scadere del quale saranno convertite automaticamente in azioni ordinarie, sulla base di un rapporto di 1:1;
- Avranno il diritto di nominare fino a tre amministratori; conseguentemente, il Consiglio di Amministrazione di Atlantia passerà da 15 ad un massimo di 18 componenti.

Ovviamente l'efficacia dell'offerta è subordinata al raggiungimento di specifiche condizioni sospensive quali:

- Percentuale minima di adesione: almeno il 50% + 1 azione della totalità delle azioni Abertis oggetto dell'Offerta.
- Quantità minima di adesione alla Parziale Alternativa in Azioni: non inferiore a 100 milioni di azioni Abertis, che rappresentano il 10,1% circa della totalità delle azioni oggetto dell'Offerta.
- Approvazione dell'Operazione da parte della “*Comision Nacional del Mercado de Valores*” (CNMV) e, per quanto di competenza, dalla Consob.

- Ottenimento delle necessarie autorizzazioni da parte delle Autorità antitrust e delle altre Autorità amministrative al cambio di controllo.
- Approvazione da parte dell'Assemblea straordinaria di Atlantia dell'aumento di capitale a servizio dell'emissione delle Azioni Speciali e di talune modifiche dello statuto (in materia di nomina degli amministratori) connesse all'Operazione.

L'Offerta non è finalizzata al *delisting*⁵⁵ di Abertis: la Società non eserciterà i cosiddetti diritti di *squeeze-out*⁵⁶ previsti dalla normativa spagnola in tema di OPA in caso di adesioni almeno pari al 90% dei diritti di voto.

L'Offerta ha l'obiettivo di creare un *leader* mondiale nella gestione delle infrastrutture di trasporto con un portafoglio di *asset* diversificato in 15 paesi con 14.095 km di autostrade e 60 milioni di passeggeri negli aeroporti di Roma e Nizza.

L'integrale finanziamento dell'operazione è stato già assicurato da un *pool* di primarie banche e istituzioni finanziarie.

L'offerta volontaria totalitaria sarà disciplinata dalla legge spagnola.

L'Amministratore Delegato della Società, Ing. Giovanni Castellucci, ha così commentato:

“In queste settimane abbiamo lavorato alla messa a punto di un’offerta che confidiamo

⁵⁵ Con il termine *Delisting* si intende il processo tramite il quale una società quotata in Borsa ritira i titoli quotati, tornando ad un assetto societario di tipo privato.

⁵⁶ *Squeeze out* è un termine inglese con il quale si indica un istituto giuridico che attribuisce sotto particolari condizioni il diritto di acquisto sulle azioni residue in seguito alla promozione di un'offerta pubblica di acquisto (OPA) totalitaria.

In particolare l'ordinamento italiano (TUF art. 111 - Decreto Legislativo 58/98) prevede che, in seguito alla promozione di un'OPA totalitaria (sia essa successiva o preventiva) che conduce alla detenzione di almeno il 95% del capitale con diritto di voto ma non della totalità delle azioni, l'offerente possa avvalersi del diritto di acquisto delle azioni residue se ne abbia fatto menzione nel documento d'offerta entro 3 mesi dall'Opa.

possa essere considerata friendly ad attrattiva per gli Azionisti, gli Stakeholders ed il management di entrambe le Società. Pensiamo di esserci riusciti.

In caso di successo, il Gruppo risultante manterrà una fortissima generazione di cassa e capacità di investimento che, abbinata ad una presenza geografica globale unica, ne farà un partner in grado di rispondere ancor meglio alle esigenze delle Istituzioni e dei clienti nei Paesi di presenza.

Dall'operazione risulterà il leader nelle infrastrutture di trasporto. Sono sicuro che le grandi opportunità che potranno aprirsi saranno sfruttate dal meglio dal gruppo manageriale, coeso e di successo, che risulterà dalla combinazione delle competenze uniche di Abertis e di Atlantia.” (Castellucci, 2017)

Credit Suisse e Mediobanca assistono Atlantia con il ruolo di *financial advisor* dell'operazione.

BNP Paribas, Credit Suisse, Intesa Sanpaolo, UniCredit assistono la Società come *financial debt advisor*.

Gianni, Origoni, Grippo, Ceppitelli & Partners e DLA Piper (come *advisor* spagnolo ed internazionale) assistono la Società come *legal advisor*.

Goldman Sachs ha rilasciato al Consiglio di Amministrazione di Atlantia un'opinione sulla *fairness* per Atlantia del prezzo dell'offerta dal punto di vista finanziario, alla data del 15 maggio 2017.

Con questo comunicato stampa Atlantia S.p.A. rendeva pubblica la decisione di acquisire la società Spagnola Abertis Infraestructuras S.A.

A partire da questo momento e per ben dieci mesi subentreranno una serie di eventi che porteranno ad una svolta positiva solo il 15 marzo 2018, giorno in cui le due concorrenti, Atlantia ed ACS⁵⁷, tramite la controllata Hochtief, stringeranno un accordo in grado di soddisfare entrambe le contendenti.

⁵⁷ ACS, *Actividades de Construcción y Servicios*, S.A. è una società spagnola leader mondiale nelle attività di costruzione e di servizi, che partecipa allo sviluppo di settori chiave per l'economia come le

Prima di affrontare tutto l'*iter* è opportuno fornire un quadro generale circa le offerte messe sul piatto da entrambe le Società.

3.9 Obiettivi dell'Acquisizione

L'acquisizione delle azioni di Abertis da parte di Atlantia permetterà di promuovere azioni strategiche delle quali beneficeranno entrambe le Società.

L'investimento in Abertis, inoltre, accelererà e fortificherà le strategie di accrescimento delle società controllate da Atlantia, permettendo in particolare di:

- a) Fortificare e diversificare il portafoglio di attività di Atlantia, che porterà una maggiore e più profonda presenza geografica ed una più solida prospettiva di crescita;
- b) Aumentare la dimensione del Gruppo Atlantia a livello globale, incrementare la sua competitività, dando vita ad un leader mondiale nel settore delle infrastrutture private dei trasporti;
- c) Aumentare il portafoglio di progetti di sviluppo all'interno del portafoglio combinato derivante dall'offerta;
- d) Aumentare le possibilità di crescita ulteriore in altri ambiti, mediante la cooperazione delle due società (ad esempio a livello tecnologico);
- e) Accrescere le opportunità di migliorare l'efficienza operativa e rafforzare la solidità finanziaria nei mercati con presenza di entrambe (Cile e Brasile);

infrastrutture e l'energia. Nata nel 1997 dalla fusione di *OCP Construcciones, S.A.* e *Ginés Navarro Construcciones, S.A.*, ha sede a Madrid dove è quotata in Borsa. Presidente e principale azionista del Gruppo è Florentino Pérez.

Nel 2007 è entrata con una partecipazione di minoranza in Hochtief. Nel 2011 ne ha rilevato il 50,16% e nel 2016 è arrivata a possedere più del 70% del capitale della società tedesca.

Il Gruppo ACS ha una presenza globale, arrivando a coprire gran parte dell'Europa, pressoché tutte le Americhe, l'Australia, l'India e alcuni paesi africani e medio-orientali.

- f) Offrire l'opportunità di stabilire una struttura di capitale ottimale per il gruppo risultante dall'offerta.

Ma andiamo ad analizzare nel dettaglio ogni aspetto degli obiettivi ai quali Atlantia S.p.A. punta per l'acquisizione.

3.9.1 Fortificare e diversificare il portafoglio di attività di Atlantia

L'investimento in Abertis favorirà la diversificazione di Atlantia, dando luogo ad una maggiore e più capillare presenza geografica.

Atlantia ritiene che questo investimento le darà la possibilità di accedere ad una attrattiva combinazione di mercati maturi e di mercati in via di sviluppo, con un alto tasso di crescita. In conformità con i risultati degli ultimi 6 mesi, terminati il 30 giugno 2017, i principali mercati geografici che contribuirebbero maggiormente all'EBITDA combinato di Atlantia ed Abertis sono: Italia (44% del totale), Francia (18% del totale), Spagna (14% del totale), Brasile e Cile (congiuntamente il 18% del totale).

Nella seguente tabella vengono illustrati i valori di distribuzione dell'EBITDA consolidato del Gruppo Atlantia e del Gruppo Abertis:

Distribuzione Geografica dell'EBITDA combinato al 30 giugno 2017						
Paesi	Atlantia		Abertis		Consolidato	
	(Milioni di Euro)	%	(Milioni di Euro)	%	(Milioni di Euro)	%
Italia	1.436	83,1%	95	5,4%	1.531	43,9%
Francia	44	2,6%	576	32,8%	620	17,8%
Spagna	-	-	489	27,8%	489	14,1%
Brasile	109	6,3%	223	12,7%	332	9,5%
Cile	106	6,1%	197	11,2%	303	8,7%
Totale	1.728	98,1%	1.757	89,9%	3.485	94%

Altri	33	1,9%	177	10,1%	210	6,0%
Totale	1.728	100,0%	1.757	100,0%	3.485	100,0%

Tabella 5: Divisione dell'EBITDA di Atlantia, Abertis e del Gruppo consolidato

L'investimento fortificherà la posizione di entrambe le Società come operatori globali nel settore delle infrastrutture di trasporto.

Il portafoglio di attività risultante dall'operazione comprenderà elementi all'attivo di eccellente qualità, con base nelle seguenti circostanze:

- Entrambe le entità operano in infrastrutture specializzate con offerta di servizi complementari.
- Gli attivi sono gestiti in base a contratti di concessione nel contesto di solidi quadri giuridici, il che permette di avere un'eccellente visibilità dei flussi effettivi.
- Possibilità di scambiare standard qualitativi e di sicurezza, con lo scopo di migliorare il livello del servizio e diminuire il rischio operativo.
- Atlantia e Abertis generano la maggior parte delle loro entrate e destinano il maggior numero di capitale a paesi con economie solide.

3.9.2 Incremento della dimensione e maggior competitività

L'investimento in Abertis consoliderà la posizione di Atlantia come uno dei Gruppi di infrastrutture leader a livello globale, dando luogo al maggior operatore di infrastrutture dei trasporti a livello mondiale e, in termini di EBITDA, al secondo in America Latina.

L'EBITDA consolidato pro-forma di entrambi i Gruppi al 31 dicembre 2016 avrebbe raggiunto i 6.618 milioni di Euro.

Entrambe le compagnie, inoltre, beneficeranno anche della Massa Critica, in particolare in America Latina, che si stima consenta loro di raggiungere una posizione migliore per la futura crescita organica.

3.9.3 Aumento del portafoglio di progetti di sviluppo

Atlantia e Abertis beneficeranno del fatto di poter avere un'ampia scelta di nuovi progetti di sviluppo, come conseguenza della loro maggior dimensione e del miglioramento dei loro profili di rischio e finanziari.

Il nuovo Gruppo integrato, in accordo con le informazioni disponibili nel mercato e con le prestazioni realizzate per gli investitori di Atlantia e di Abertis, avrà accesso a una vasta gamma di progetti di sviluppo risultante dall'attuale portafoglio di attività del Gruppo combinato. In particolare, anche se non è certo che le seguenti opportunità effettivamente si realizzeranno, il gruppo combinato potrà beneficiare di opportunità per un importo congiunto di 26.000 milioni di Euro circa, in proiezione dell'espansione organica distribuita in Europa (22.400 milioni di Euro) e America Latina (3.000 milioni di Euro).

Gli studi e le stime effettuate da Atlantia S.p.A. hanno portato ad avere come principali Paesi per lo sviluppo in Europa, l'Italia (con 21.800 milioni di Euro) e la Francia (con 600 milioni di Euro):

A) In Italia, i progetti di sviluppo comprendono sia il settore autostradale sia quello aeroportuale, precisamente:

A.1) Nel settore autostradale di Atlantia, i progetti di sviluppo includono:

- sulla base degli accordi con l'autorità concedente, la circonvallazione di Genova, con un investimento totale stimato di 4.300 milioni di Euro, e il piano di investimenti del 2007, con un investimento totale stimato di 5.000 milioni di Euro e con la remunerazione del costo medio ponderato del capitale (WACC, *Weight Average Cost of Capital*⁵⁸);

⁵⁸ Il *Weight Average Cost of Capital* (WACC), o Costo Medio Ponderato del Capitale, viene utilizzato per calcolare il valore di un investimento tenendo conto dello scudo fiscale del debito utilizzando il costo del capitale dopo le imposte quale tasso di sconto. (Berk & DeMarzo, 2015)

$$r_{wacc} = \frac{E}{E + D} r_E + \frac{D}{E + D} r_D (1 - \tau_c)$$

- sulla base delle stime degli ultimi investimenti, l'autostrada Tirrenica a pedaggio con un investimento totale stimato di 1.200 milioni di Euro e remunerazione del WACC.

A.2) Nel settore aeroportuale di Atlantia, sulla base dell'accordo di pianificazione siglato con l'autorità concedente ("Contratto di Programma"⁵⁹):

- l'ampliamento del Terminal Sud dell'aeroporto di Fiumicino, con un investimento totale stimato di 4.200 milioni di Euro fino allo scadere della concessione;

- la costruzione del nuovo Terminal Nord dell'aeroporto di Fiumicino, con un investimento totale stimato di 5.600 milioni di Euro fino al termine della concessione.

A.3) I progetti italiani di Abertis includono un ampliamento dei tratti dell'autostrada A4 e A31 Nord del progetto "Valdastico Nord"⁶⁰, con un investimento totale stimato di 1.500 milioni di Euro.

B) In Francia, gli investimenti includono l'attuale "*Plan Relance*" di Abertis, con investimenti totali stimati di 600 milioni di Euro.

C) In America Latina, gli investimenti del Gruppo consolidato ammonterebbero a 3.300 milioni di Euro e sarebbero distribuiti in Brasile (3.000 milioni di Euro) e Cile (300 milioni di Euro):

⁵⁹ Per "Contratto di Programma" si intende il contratto stipulato tra l'amministrazione statale competente e grandi imprese, consorzi di medie e piccole imprese e rappresentanti di distretti industriali, per la realizzazione di interventi oggetto di programmazione negoziata, relativi allo sviluppo delle attività produttive.

⁶⁰ Il Progetto Valdastico Nord comprende 1.300 milioni di euro per 18 km di autostrada, per lo più in galleria, da realizzare entro il 2025. Con un pedaggio futuro, stimato come «paragonabile a quello dell'A31 già esistente», cioè poco meno di un euro ogni dieci chilometri.

C.1) In Brasile, la possibilità di acquisto da parte di Atlantia della società di concessioni autostradali di São Paulo “*Concessionária SPMar, S.A.*”, potrebbe comportare un investimento totale stimato pari a 1.000 milioni di Euro e il piano di investimento di Abertis nella sua filiale brasiliana “*Arteris, S.A.*” prevede un investimento totale stimato di 2.000 milioni di Euro.

C.2) In Cile, il progetto “*Costanera Norte*” di Atlantia comporta un investimento totale di 300 milioni di Euro e un ritorno garantito reale del 7%; in più il costo stimato per la realizzazione delle opere del progetto “*Américo Vesputio Oriente Príncipe de Gales – Los Presidentes*”, recentemente concesso al *Grupo Costanera*, ammonta approssimativamente a 500 milioni di Euro.

3.9.4 Opportunità di crescita ulteriore in altri ambiti (ad esempio quello tecnologico)

Lo sviluppo del pedaggio elettronico ideato da Atlantia in Italia è strettamente complementare con le piattaforme di pedaggio elettronico che Abertis ha in Spagna e Francia, le quali includono: “*Bip & Go*”, *Bip & Drive*” e “*Eurotoll*”.

L’unione di queste piattaforme potrebbe accelerare la sua strategia di accrescimento e ampliare l’offerta di prodotti, con l’obiettivo di creare uno dei leader mondiali in materia di servizi alla mobilità.

Ancora, tramite lo scambio di tecnologia, pratiche migliori e *know how*, queste piattaforme possono aumentare le loro capacità di innovazione.

3.9.5 Opportunità di aumentare l’efficienza operativa in mercati con presenza consolidata di entrambi i Gruppi (come il Cile e il Brasile)

L’investimento di Atlantia in Abertis potrebbe generare opportunità di efficienza operativa in mercati divisi, come Brasile e Cile.

In questo senso il Gruppo italiano intende analizzare le possibilità di congiungere le operazioni attuali di Atlantia e Abertis in America Latina, approfittando della grande esperienza e profonda conoscenza dei mercati latinoamericani da parte di Abertis.

3.10 L'Offerta di Atlantia S.p.A.

Come già anticipato, l'offerta presentata da Atlantia S.p.A., è un'Offerta Pubblica di Acquisizione (OPA) totalitaria sul capitale della società spagnola Abertis Infraestructuras S.A., di carattere volontario.

Il 15 maggio 2017, la Società italiana ha presentato alla *Comisión Nacional del Mercado de Valores* ("CNMV") l'annuncio preventivo dell'offerta. Il 15 giugno è stata presentata alla stessa CNMV la corrispondente sollecitazione alla autorizzazione dell'offerta. Il 3 luglio 2017 l'Offerta viene approvata.

L'Offerta è diretta a tutti gli azionisti di Abertis ed ha per oggetto la totalità del capitale sociale della stessa, ovvero 990.381.308 azioni ordinarie valutate a 3 Euro di valore nominale l'una.

Tale numero di azioni rappresenta il 100% del capitale sociale e dei diritti di voto e sono ammesse allo scambio sul mercato borsistico di Madrid, Barcellona, Bilbao e Valencia.

Tutte le azioni di Abertis sono sottoscritte, integralmente liberate e conferiscono a tutti gli azionisti i medesimi diritti.

3.10.1 Corrispettivo dell'Offerta

Il corrispettivo dell'offerta consiste in un pagamento in denaro pari a 16.50 Euro per azione, o un rapporto di cambio⁶¹ pari a 0,697 azioni speciali di Atlantia di nuova emissione per singola azione di Abertis, per un massimo di 230.000.000 azioni Abertis (le quali rappresentano il 23,22% del capitale sociale).

Inoltre le azioni speciali non sono trasferibili fino al 15 febbraio 2019 e Atlantia non le quoterà nella Borsa italiana.

Gli azionisti di Abertis possono scegliere la modalità di corrispettivo o, eventualmente, una combinazione di entrambe, tenendo conto della clausola di riuscita dell'operazione,

⁶¹ Il rapporto di cambio o di concambio rappresenta il prezzo dell'operazione di fusione, ossia la rappresentazione del valore attribuito alle partecipazioni nella società incorporante o risultante dalla fusione, rispetto al valore che tali partecipazioni avevano nelle società partecipanti alla fusione.

ovvero la sottoscrizione di almeno 100.000.000 azioni di Abertis (quindi pari al 10,10% del capitale sociale) sotto forma di azioni di concambio.

Il suddetto rapporto di cambio è stato calcolato prendendo come riferimento il prezzo delle azioni Atlantia sul mercato italiano, che è di 23,67 Euro per azioni.

L'offerta è formulata su base volontaria, di conseguenza non è richiesto il pagamento di un prezzo che soddisfi i requisiti per essere considerato equo ai fini dell'articolo 9 del Regio Decreto⁶². Nonostante ciò, Atlantia reputa il prezzo d'offerta equo, basato sulle regole previste dall'articolo 9 del Regio Decreto 1066/2007⁶³, nella misura in cui:

⁶² Nell'ordinamento giuridico spagnolo, un "regio decreto" è una norma legale con il grado di regolamentazione emanato dal potere esecutivo (il governo) e in virtù dei poteri prescritti nella Costituzione.

⁶³ Articolo 9 del Regio Decreto 1066/2007: Prezzo Equo.

- 1) Le offerte pubbliche di cui al presente capo devono essere condotte con un prezzo non inferiore al maggiore che l'offerente o le persone che agiscono per suo conto hanno pagato o concordato con gli stessi valori nei 12 mesi precedenti l'annuncio dell'offerta.
- 2) Ai fini della determinazione del prezzo equo, è incluso l'importo totale del corrispettivo che in ciascun caso l'offerente o le persone che agiscono per suo conto hanno pagato o accettato di pagare. In particolare, si applicano le seguenti regole: a) Nel caso in cui la vendita è stata effettuata eseguendo un diritto di opzione, al prezzo di acquisto prima della vendita si aggiunge il premio concordato con la concessione dell'opzione; b) Nel caso in cui la vendita è stata effettuata eseguendo un diritto di opzione venduto, il prezzo di acquisto verrà detratto eventuale del premio concordato con la concessione dell'opzione; c) nel caso degli altri strumenti finanziari derivati, il prezzo sarà il prezzo di esercizio più i premi pagati per l'acquisizione del derivato; d) Nei casi di cui sopra, se i prezzi di esercizio sono calcolati in relazione a più transazioni, verrà applicata quella più alta a cui l'azionista in questione ha avviato le operazioni. e) Quando l'acquisizione dei titoli è avvenuta tramite una conversione, il prezzo sarà calcolato come media ponderata dei prezzi di mercato dei valori indicati alla data di acquisizione. f) Quando l'acquisizione non include alcun compenso aggiuntivo al prezzo pagato o concordato o quando ha accettato un rinvio del pagamento, il prezzo di offerta non deve essere inferiore al più alto risultante compreso l'importo di tale valore di compensazione o ritardato pagamento.
- 3) Quando l'offerta obbligatoria viene effettuata senza l'acquisizione da parte del proponente, o da persone che agiscono per suo conto, delle azioni della società target, prezzo equo non può essere inferiore a quella calcolata secondo le regole di valutazione di cui all'articolo 10.

-
- 4) La Commissione nazionale per il mercato dei valori mobiliari può modificare il prezzo calcolato conformemente alle disposizioni dei paragrafi precedenti quando si verifica una delle seguenti circostanze: a) La valutazione dei valori della società interessata nel periodo di riferimento è stata influenzata dal pagamento di un dividendo, una transazione aziendale o un evento straordinario che consente una correzione obiettiva del prezzo equo. b) Il prezzo dei titoli della società in questione nel periodo di riferimento presenta elementi comprovanti una manipolazione che aveva portato alla apertura di un procedimento disciplinare da parte del Comisión Nacional del Mercado de Valores per violazione delle disposizioni di cui all'articolo 83 ter della legge 24/1988, del 28 luglio, sul mercato dei valori mobiliari, fatta salva l'applicazione delle sanzioni corrispondenti, e a condizione che alla parte interessata sia stata notificata la corrispondente comunicazione degli addebiti. c) Che il prezzo equo sarebbe stato inferiore all'intervallo di quotazione dei titoli nel giorno dell'acquisto determinante di detto prezzo, nel qual caso il prezzo dell'offerta non può essere inferiore al limite più basso di tale intervallo. d) Il prezzo equo corrisponde ad un acquisto di un importo insignificante in termini relativi ed è sempre stato eseguito al prezzo di mercato quotato, nel qual caso sarà il prezzo più alto pagato o concordato per le restanti acquisizioni del periodo di riferimento. e) Che le acquisizioni del periodo di riferimento includano un risarcimento aggiuntivo al prezzo pagato o concordato, nel qual caso il prezzo dell'offerta non può essere inferiore al massimo che risulta compreso l'importo corrispondente a detto compenso. f) Che la società interessata sia in evidenti difficoltà finanziarie, nel qual caso la considerazione dell'offerta deve essere quella risultante dall'applicazione dei metodi di valutazione dell'articolo 10.

La Commissione nazionale sui mercati dei valori mobiliari può richiedere all'offerente in tutte le ipotesi di cui sopra una relazione sui metodi e sui criteri di valutazione applicati per determinare il prezzo equo. Tra i criteri di cui sopra possono essere inclusi, tra gli altri, il valore medio di mercato su un periodo particolare, il valore del patrimonio netto della società, il valore del corrispettivo pagato dall'offerente per gli stessi titoli nei dodici mesi precedenti l'annuncio dell'offerta, il valore contabile teorico della società e altri criteri di valutazione oggettivi generalmente accettati che, in ogni caso, garantiscono la tutela dei diritti degli azionisti. La Comisión Nacional del Mercado de Valor pubblicherà sul suo sito web la decisione presa nel caso in cui l'offerta venga formulata ad un prezzo stabilito con metodologie differenti rispetto a quelle sopracitate.

- 5) Quando l'offerta non viene effettuata entro il termine massimo di cui all'articolo 17, gli interessi sul prezzo equo inizieranno ad accumularsi al tasso di interesse legale del denaro fino alla data in cui l'offerta è stata effettuata, fatta salva l'applicazione delle sanzioni corrispondenti.

- I) Atlantia non ha acquisito azioni di Abertis nei dodici mesi precedenti l'annuncio preliminare dell'offerta, o da allora fino alla data del prospetto informativo sottoposto alla CNMV e alla CONSOB;
- II) non vi è alcuna considerazione aggiuntiva rispetto a quella dell'offerta;
- III) il corrispettivo offerto non è inferiore a quello risultante dalle relazioni di valutazione degli esperti indipendenti emesse da "PricewaterhouseCoopers" (PwC⁶⁴), in relazione alla considerazione dell'offerta, tenendo conto, da un lato, dei metodi di valutazione previsti dall'articolo 9 del Regio Decreto al fine di valutare le azioni di Abertis, dall'altro quelle previste dall'articolo 14.1 dello stesso.

Nel documento pubblicato da PwC, in data 6 settembre 2017, vengono riportati i dati riguardanti la valorizzazione delle azioni Abertis, i quali sono stati formati sulla base delle informazioni pubbliche disponibili sulla stessa società; parallelamente anche le informazioni sulle azioni Atlantia sono state elaborate tramite quelle presenti nel mercato.

Per quanto concerne la valutazione delle azioni di Abertis, PwC ha inserito il valore delle stesse in un *range* di prezzo calcolato attraverso il metodo del *Discounted Cash Flow* che va da un minimo di 14,79 € ad un massimo di 16,97 €.

I metodi valutativi utilizzati dalla società sono:

- *Discounted Cash Flow* (DCF)⁶⁵

⁶⁴ PricewaterhouseCoopers (PwC) è un network internazionale, operativo in 158 Paesi con circa 223.000 dipendenti, che fornisce servizi di revisione di bilancio, consulenza di direzione e strategica, e consulenza legale e fiscale. La società odierna è il risultato della fusione, avvenuta nel 1998, tra la Price Waterhouse e la Coopers & Lybrand.

⁶⁵ Il metodo del *Discounted Cash Flow* concerne la valutazione di un'azienda tramite l'attualizzazione di tutti i flussi di cassa futuri che la stessa potrà generare.

I suddetti flussi possono essere di due tipologie differenti:

- FCFO (*Free Cash Flow from Operations*) i quali vengono scontati al Costo Medio Ponderato del Capitale (WACC) e sono quei flussi diretti a remunerare tutti gli apportatori di capitale.

- Quotazione media ponderata degli ultimi 3 e 6 mesi
- Metodo dei Multipli⁶⁶
- Valore Teorico Contabile (VTC)

La tabella seguente illustra i metodi di valutazione ed i rispettivi valori per azione di Abertis:

Metodi di valutazione	Valore per azione (euro)	
Valore Teorico Contabile (VTC) del Gruppo consolidato ⁶⁷	3,94	2,56
Quotazione media ponderata per i 3 e 6 mesi anteriori al 13 aprile 2017:	14,12 13,65	
Ultimi 3 mesi ⁶⁸		
Ultimi 6 mesi ²⁹		
Quotazione media ponderata per i 3 e 6 mesi anteriori al 12 maggio 2017:	14,72	

-
- FCFE (*Free Cash Flow for Equity*) sono quei flussi destinati a remunerare solo gli azionisti e di conseguenza vengono scontati al costo dell'*equity*.

⁶⁶ Il Metodo dei Multipli consiste nel valutare un'azienda tramite il confronto della stessa con altre società simili nel mercato, utilizzando quelli che sono i multipli di mercato, come ad esempio P/E, EV/EBIT e molti altri.

Essendo, però, un metodo valutativo non sempre preciso ed affidabile, viene utilizzato insieme al metodo del *Discounted Cash Flow*.

⁶⁷ Calcolato sulla base dei Bilanci Consolidati di Abertis al 31 dicembre 2016 e intermedi del primo semestre 2017.

⁶⁸ Quotazione media ponderata per i periodi di 3 e 6 mesi antecedenti al 13 aprile del 2017, ultima data di quotazione prima del giorno 18 aprile 2017, data dell'ultimo evento rilevante trasmesso da Abertis alla CNMV con numero di registro 250769.

Ultimi 3 mesi ⁶⁹	13,77	
Ultimi 6 mesi		
Altri metodi generalmente accettati	Valore per azione (euro)	
Discounted Cash Flow (DCF)	14,79	16,97
Multipli di Mercato – Società Quotate comparabili	11,13	12,68

Tabella 6: Metodi valutativi utilizzati per la valutazione delle azioni di Abertis Infraestructuras S.A.

Di contro viene effettuata, dalla stessa PwC, anche la valutazione delle azioni speciali di Atlantia emesse in occasione dell'Operazione.

Queste vengono valutate con la stessa metodologia e con gli stessi criteri di valutazione adottati per le azioni di Abertis, ma in aggiunta, per le azioni Atlantia - dal momento in cui queste non saranno trasferibili durante un periodo di tempo predeterminato (visto in precedenza) - PwC ha considerato uno sconto addizionale per mancanza di liquidità e applicabile al *range* di valori per azione ottenuti.

In via concreta, la società ha stimato uno sconto ulteriore del 6%, inteso come il costo opportunità di non poter vendere queste azioni in caso di salita del prezzo durante il sopracitato periodo predeterminato. Questo valore è stato stimato come se fosse una Opzione Put⁷⁰, il valore della quale si può ricavare dal *range* di valori calcolati secondo il metodo del DCF.

Come già accennato i metodi per il calcolo del valore delle azioni speciali di Atlantia sono gli stessi utilizzati per Abertis, ovvero:

⁶⁹ Quotazione media ponderata per i periodi di 3 e 6 mesi antecedenti al 12 di maggio 2017, ultima data di quotazione prima del giorno 15 maggio 2017, data dell'ultimo evento rilevante trasmesso da Abertis alla CNMS con un numero di registro 252060.

⁷⁰ Opzione Put: Un'opzione put è uno strumento derivato in base al quale l'acquirente dell'opzione acquista il diritto, ma non l'obbligo, di vendere un titolo (detto sottostante) a un dato prezzo d'esercizio (*strike price*), mentre l'altra parte si impegnerà ad acquistare il titolo, se l'acquirente dell'opzione decide di esercitare il suo diritto, ma avrà nel frattempo incassato il premio (obbligatorio) dall'acquirente stesso.

- DCF
- Quotazione di mercato media degli ultimi 3 e 6 mesi
- VTC
- Metodo dei Multipli

La tabella seguente illustra i metodi di valutazione ed i rispettivi valori per azione speciale di Atlantia:

Metodi di Valutazione	Valore per azione (euro)	
Valore Teorico Contabile (VTC) del Gruppo consolidato ⁷¹	8,81	8,82
Quotazione media ponderata degli ultimi 3 e 6 mesi anteriori al 13 aprile 2017:	22,68 22,13	
Ultimi 3 mesi ⁷²		
Ultimi 6 mesi ³³		
Quotazione media ponderata degli ultimi 3 e 6 mesi anteriori al 12 maggio 2017:	23,24 22,35	
Ultimi 3 mesi ⁷³		
Ultimi 6 mesi ³⁴		

⁷¹ Calcolato sulla base dei bilanci consolidati di Atlantia al 31 dicembre 2016 e intermedi del primo semestre 2017.

⁷² Quotazione media ponderata per i periodi di 3 e 6 mesi antecedenti al 13 aprile del 2017, ultima data di quotazione prima del giorno 18 aprile 2017, data dell'ultimo evento rilevante trasmesso da Abertis alla CNMV con numero di registro 250769.

⁷³ Quotazione media ponderata per i periodi di 3 e 6 mesi antecedenti al 12 maggio del 2017, ultima data di quotazione prima del giorno 15 maggio 2017, data dell'ultimo evento rilevante trasmesso da Abertis alla CNMS con un numero di registro 252060.

Altri metodi generalmente accettati	Valore per azione (euro)	
Discounted Cash Flow	23,31	25,73
Multipli di Mercato – Società Quotate comparabili	18,82	19,54

Tabella 7: Metodi valutativi utilizzati per valutare le Azioni speciali di Atlantia S.p.A.

Una volta confermate, tramite PwC, le valutazioni effettuate da Atlantia, viene da chiedersi quanto l'acquisizione potrebbe intaccare il portafoglio azionario degli *shareholders* di Abertis.

Come è stato illustrato dallo stesso Amministratore Delegato di Atlantia, l'Ing. Giovanni Castellucci, in una *conference call*, la transazione darà la possibilità agli azionisti di Abertis di mantenere il loro capitale investito nella società nascente:

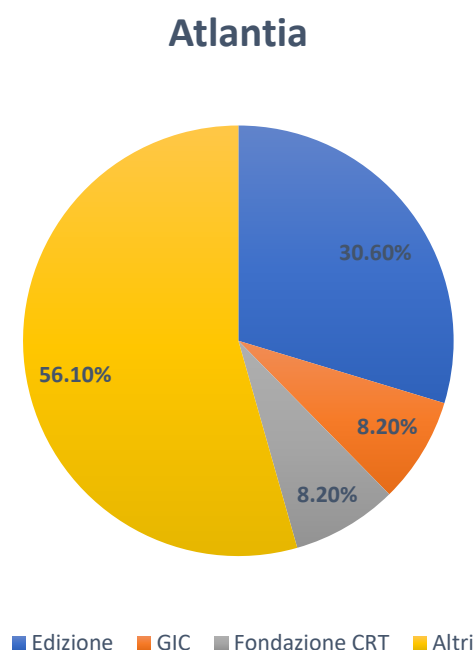
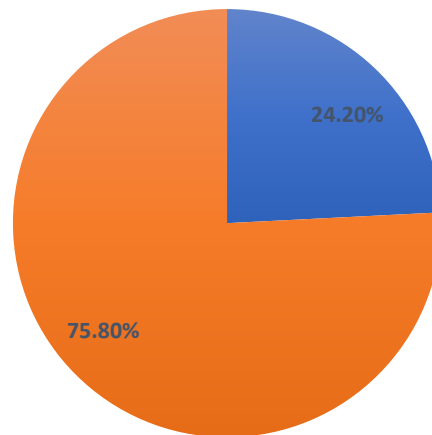


Tabella 16: Divisione azionariato Atlantia S.p.A., Fonte: dati Atlantia.

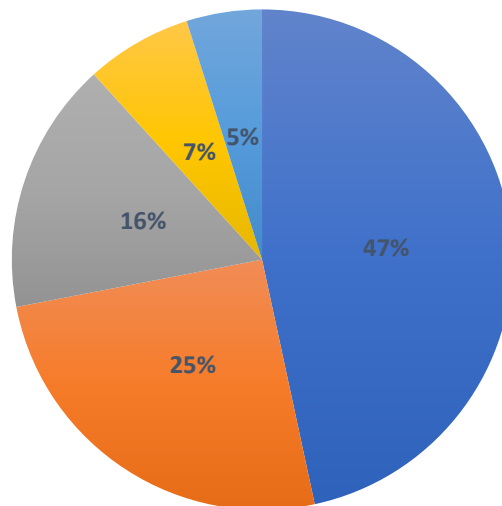
Abertis



■ Criteria (La Caixa) ■ Altri

Tabella 17: Abertis Infraestructuras S.A., Fonte: dati Atlantia.

Combined



■ Atlantia Shareholders ■ Edizione ■ Abertis Shareholders ■ GIC ■ Fondazione CRT

Tabella 18: Divisione azionariato scaturente dalla nascita della nuova società, Fonte: dati Atlantia

3.10.2 Condizioni sottostanti l'Offerta

Ovviamente ai fini della convalida dell'operazione, l'Offerta deve sottostare a determinate condizioni, le quali possono essere così riassunte:

- a) Condizioni minime di accettazione.
- b) Condizioni dell'Offerta ai sensi dell'articolo 13 del Regio Decreto.
- c) Condizioni dell'Offerta ai sensi dell'articolo 26.1 del Regio Decreto.

a) Condizioni minime di Accettazione:

L'offerta è subordinata a due condizioni minime di accettazione, una generale, relativa al numero di azioni incluse nei consensi dell'offerta e una speciale, relativa al numero minimo di azioni di Abertis incluse nei consensi per le quali si esige il corrispettivo in azioni speciali di Atlantia.

Per quanto concerne la prima condizione, questa impone che l'offerta venga accettata da un numero minimo di azioni di Abertis pari ad almeno il 50% + 1 azione del capitale sociale ("Condizione di Accettazione Minima Generale): questo significa non meno di 495.190.655 azioni.

Secondo le previsioni dell'articolo 33.3 del Regio Decreto 1066/2007, Atlantia potrà rinunciare a tale condizione, previo consenso della maggioranza dei finanziatori.

Invece, per la seconda condizione di accettazione minima si fa riferimento al numero di azioni Abertis per le quali si esige il corrispettivo in azioni speciali Atlantia, che non deve essere inferiore al 10,1% del capitale sociale di Abertis (Condizione di Accettazione Minima Speciale): questo significa non meno di 100.000.000 azioni Abertis.

Atlantia, in accordo con quello stabilito dall'articolo 31 del Regio Decreto, potrà modificare le caratteristiche dell'offerta in qualunque momento antecedente ai 5 giorni previsti per la sua accettazione, estendendo il corrispettivo in azioni speciali a tutte le azioni Abertis e apportando le garanzie aggiuntive in quantità corrispondente. Naturalmente questa modifica richiederà il consenso della

maggioranza dei finanziatori, istituti di credito che hanno erogato il finanziamento.

Inoltre Atlantia non potrà rinunciare alla Condizione di Accettazione Minima Speciale dopo la scadenza dell'accettazione dell'offerta, qualunque sia il numero di azioni raggiunto, superato ovviamente il limite minimo.

b) Condizioni dell'Offerta ai sensi dell'articolo 13 del Regio Decreto:

Tali condizioni sono:

- 1) Che l'assemblea straordinaria ed ordinaria deliberino sull'emissione di Azioni Speciali e sulla modifica statutaria per la creazione delle stesse;
- 2) Che Atlantia ottenga le seguenti autorizzazioni regolamentari, relative al cambio di controllo indiretto che si produrrà nelle filiali di Abertis in Brasile, come conseguenza del cambio di controllo diretto di Abertis: Autorizzazione dell'*Agência Nacional de Transportes Terrestres*⁷⁴ (ANTT), Autorizzazione dell'*Agência Nacional de Telecomunicações*⁷⁵ (ANATEL), Autorizzazione dell'*Agência Reguladora de Serviços Públicos Delegados de Transporte do Estado de São Paulo*⁷⁶ (ARTESP).

⁷⁴ L'*Agência Nacional de Transportes Terrestres* (ANTT) è una Società federale Brasiliana per la regolamentazione e l'esplorazione delle infrastrutture ferroviarie e stradali, e per la fornitura di servizi di trasporto a terra. È un'entità che fa parte dell'Amministrazione federale indiretta, legata al Ministero dei Trasporti e sottoposta al regime autarchico speciale, caratterizzata dall'indipendenza amministrativa, dall'autonomia finanziaria e funzionale e dalla durata prestabilita dei suoi dirigenti.

⁷⁵ L'*Agência Nacional de Telecomunicações* (ANATEL) è stata creata con la legge 9472 del 16 luglio 1997, meglio conosciuta come la legge generale sulle telecomunicazioni (LGT). Essendo un'agenzia di regolamentazione delle telecomunicazioni, è un'entità statale che assiste la pubblica amministrazione. È controllata dalle società e dagli organi di controllo come il Tribunale Federale.

⁷⁶ L'*Agência Reguladora de Serviços Públicos Delegados de Transporte do Estado de São Paulo* (ARTESP) è un'autorità di Stato responsabile per la regolamentazione e la supervisione sui servizi delegati di trasporto pubblico. Attraverso operazioni tecniche ed indipendenti, l'Agenzia cerca di garantire strade più moderne e sicure per i conducenti, così come un maggiore comfort per coloro i quali utilizzano i mezzi di trasporto pubblico.

c) Condizioni dell'Offerta ai sensi dell'articolo 26.1 del Regio Decreto:

L'Offerta è condizionata all'ottenimento delle seguenti autorizzazioni:

- 1) Autorizzazione della Commissione Europea: le operazioni di acquisizione richiedono la notifica e l'ottenimento dell'autorizzazione o non opposizione da parte della Commissione Europea, come stabilito nell'articolo 7 e altre disposizioni di cui al regolamento 139/2004.

In conformità con l'articolo 26.1 del Regio Decreto 1066/2007, se prima della conclusione dell'operazione dovesse verificarsi uno dei seguenti accadimenti, si produrranno le conseguenze ad essi collegati:

- Le autorità competenti in materia non si oppongono all'operazione di acquisizione: l'offerta sortirà pieni effetti.
- Le autorità competenti in materia dichiarano la proposta effettuata come infattibile: Atlantia dovrà desistere dall'Offerta.
- Le autorità competenti in materia assoggettano la loro autorizzazione al compimento di determinati compiti: Atlantia potrà desistere dall'Offerta.
- Le autorità competenti in materia non abbiano emesso una risoluzione espressa o non abbiano rilasciato una opposizione ma una risoluzione tacita: Atlantia potrà desistere dall'Offerta.

- 2) Autorizzazione da parte della *Fiscalía Nacional Económica de la República de Chile*⁷⁷ (FNE): In ottemperanza alle disposizioni del Titolo IV del Decreto con forza di legge N. 1 del 2004 del Ministero dell'Economia, dello Sviluppo e della Ricostruzione, in correzione del Decreto Legge N. 211 del 1973 che stabilisce gli standard per la difesa della libera concorrenza, il 12 luglio 2017 Atlantia ha notificato l'operazione alla *Fiscalía Nacional Económica de la República de*

⁷⁷ *Fiscalía Nacional Económica de la República de Chile* (FNE) è un ente pubblico cileno, incaricato di garantire il rispetto della libera concorrenza. Il responsabile è il Procuratore Economico Nazionale, una posizione di fiducia esclusiva del Presidente della Repubblica, che agisce indipendentemente da qualsiasi autorità o tribunale. L'ufficio del Procuratore ha sede a Santiago.

Chile, dato che l'effetto indiretto dell'acquisizione del controllo su Abertis come risultato dell'Offerta rientra nelle soglie legalmente stabilite in Cile, dando così inizio al processo di approvazione.

Oltre a questo, l'Offerta è soggetta all'ottenimento di autorizzazioni in materia di competenza dalle autorità degli Stati Uniti d'America, del Brasile e dell'Argentina:

- 1) USA - Il 26 giugno 2017 Atlantia ha presentato al *Department of Justice*⁷⁸, all'*Antitrust Division*⁷⁹, alla *Federal Trade Commission*⁸⁰(FTC) degli Stati Uniti d'America un *Notification and Report Form* dell'offerta nel rispetto del *Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act*⁸¹ del 1976 (HSR Act) relativamente all'operazione di acquisizione.

In conformità con l'HSR Act, il calcolo del periodo di attesa legale per l'approvazione o non opposizione inizia alla data di registrazione della notifica

⁷⁸ Il *Department of Justice* è un dipartimento federale esecutivo degli Stati Uniti d'America responsabile per il rispetto della legge e dell'amministrazione della giustizia, equivalente del Ministero degli Interni in altri paesi. Fu fondato nel 1870 durante l'amministrazione di Ulysses S. Grant.

⁷⁹ L'*Antitrust Division* è una divisione del Dipartimento di Giustizia responsabile per il rispetto della legge sull'Antitrust negli Stati Uniti d'America. A capo della divisione dell'antitrust vi è un Procuratore Generale nominato direttamente dal Presidente degli Stati Uniti d'America. Attualmente l'incarico è ricoperto da Makan Delrahim.

⁸⁰ La *Federal Trade Commission* (FTC) è un'agenzia indipendente degli Stati Uniti d'America, fondata nel 1914 dal *Federal Trade Commission Act*. Il suo scopo è quello di promuovere la protezione del consumatore e l'eliminazione, prevenzione dei business con pratiche anti competitive, come il Monopolio Coercitivo.

⁸¹ L'*Hart-Scott-Rodino antitrust Improvements Act* del 1976 è un insieme di emendamenti alle leggi antitrust degli Stati Uniti, firmato in legge dal Presidente Gerald R. Ford il 30 settembre 1976.

L'Atto HSR prende il nome dai senatori Philip A. Hart e Hugh D. Scott, Jr. e dal rappresentante Peter W. Rodino e prevede che le parti non debbano completare determinate fusioni, acquisizioni o trasferimenti di titoli o attività, comprese le sovvenzioni dei compensi esecutivi, fino a quando non abbiano fatto un deposito dettagliato con la *Federal Trade Commission* e il *Department of Justice* degli Stati Uniti d'America, e atteso che tali agenzie stabiliscano che la transazione non influirà negativamente sul commercio degli USA ai sensi della legge Antitrust.

(*Notification and Report Form*), e salvo proroghe, termina alle ore 23:59 del tredicesimo giorno dopo la data di registrazione.

- 2) Brasile - Secondo l'articolo 88 e seguenti della legge 12.529 del 30 novembre del 2011 della Repubblica Federale del Brasile e in conformità alla Risoluzione numero 12/20112 del *Conselho Administrativo de Defesa Econômica*⁸² Brasiliano (CADE), Atlantia ha notificato l'Operazione al CADE, dal momento che l'effetto indiretto dell'acquisizione del controllo su Abertis per effetto dell'offerta risulta in regola con le soglie legalmente previste in Brasile.

La notifica formale dell'Operazione è avvenuta il 30 giugno 2017 e l'autorizzazione è stata ottenuta il 13 luglio 2017.

- 3) Argentina - Secondo l'articolo 13 della legge n. 25.156 della *Ley de Defensa de la Competencia Argentina*, il 30 giugno 2017 Atlantia ha portato all'attenzione della *Comisión Nacional de Defensa de la Competencia de Argentina* (CNDC)⁸³, dato che l'effetto indiretto dell'acquisto del controllo su Abertis per effetto dell'offerta rientra nelle soglie legalmente previste in Argentina.

Il 20 settembre 2017 Atlantia ha ottenuto la corrispondente autorizzazione.

⁸² Il *Conselho Administrativo de Defesa Econômica* è un'autorità federale brasiliana, collegata al Ministero della Giustizia, il cui scopo è guidare, supervisionare, prevenire e indagare sugli abusi di potere economico e svolgere un ruolo preventivo e repressivo.

I suoi organi principali sono: il Tribunale amministrativo, la Soprintendenza Generale e il Dipartimento di Studi Economici.

Il CADE insieme al SEAE (*Secretaria de Acompanhamento Econômico*) costituisce il SBDC (*Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência*).

⁸³ La *Comisión Nacional de Defensa de la Competencia de Argentina* è un'agenzia decentrata nell'ambito del Ministero del Commercio e della Produzione della Repubblica Argentina.

È l'agenzia specializzata per fornire “difesa alla concorrenza contro ogni forma di distorsione del mercato”, come sancito nell'articolo 42 della Costituzione Argentina.

3.10.3 Garanzie e Finanziamento dell'Offerta

1. Garanzie:

Ai fini di poter adempiere alle proprie Obbligazioni sottostanti l'Offerta, Atlantia ha depositato presso la CNMV tre garanzie bancarie irrevocabili (Le "Garanzie") per un importo totale complessivo di €14.700.000.000,00 a titolo di garanzia del pagamento totale massimo che può avvenire tramite cassa, pari a €14.691.291.582,00.

Le garanzie sono state concesse dalle entità (denominate Entità Garanti) e negli importi indicati di seguito:

Entità Garante	Importo Garantito (in €)
UniCredit S.p.A.	4.900.000.000,00
Intesa Sanpaolo S.p.A.	4.900.000.000,00
BNP Paribas, Succursale Italia	4.900.000.000,00
Totale	14.700.000.000,00

Tabella 8: Entità Garanti ed importi garantiti per l'operazione

2. Finanziamento dell'Offerta:

Il corrispettivo in denaro per l'acquisizione delle azioni di Abertis verrà finanziato totalmente mediante cassa disponibile e risorse terze.

Al 31 agosto 2017, Atlantia è dotata di cassa disponibile per un ammontare totale approssimativo di 2.851 milioni di Euro, dei quali almeno 2.832 milioni di Euro saranno detenuti da Atlantia come denaro o mezzi equivalenti e destinati, se necessario, al finanziamento del corrispettivo in denaro dell'offerta.

D'altra parte, Atlantia ha sottoscritto un contratto soggetto alla legge italiana denominato *Atlantia Facilities Agreement* per un importo massimo iniziale di 14.700.000.000,00 Euro.

Ovviamente, come di solito accade in queste operazioni di finanziamento bancario, durante il periodo del finanziamento la composizione del consorzio di istituti di credito e l'ammontare delle somme effettivamente finanziate potrebbero subire dei cambiamenti.

Al 25 maggio 2017 gli istituti di credito che avevano firmato il contratto di finanziamento erano: BNP Paribas Succursale Italia; Bank of America Merrill Lynch International Limited; Barclays Bank PLC; Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A. (BBVA); Milan Branch; Banco BPM S.p.A.; The Bank of Tokio-Mitsubishi UFJ, Ltd.; CaixaBank S.A.; Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.; Commerzbank Aktiengesellschaft Filiale di Milano; Crédit Agricole Corporate and Investment Bank; Milan Branch; Goldman Sachs International; HSBC Bank plc; ING Bank N.V. Milan Branch; J.P. Morgan Limited; Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A.; Natixis S.A. Milan Branch; The Royal Bank of Scotland plc; Banco Santander, S.A.; Sumitomo Mitsui Banking e Unione di Banche Italiane S.p.A.

Gli istituti di credito sono rimasti gli stessi durante tutto il periodo di finanziamento; gli importi, invece, sono variati: a seguito delle operazioni di cessione delle attività di Atlantia e dell'emissione di obbligazioni per un importo di 1.000 milioni di Euro effettuata dalla stessa il 6 luglio 2017, alla data di stesura del prospetto informativo, cioè il 4 ottobre 2017, l'importo del finanziamento è stato parzialmente cancellato.

Di conseguenza gli importi delle diverse *tranches* di finanziamento sono stati modificati, nella misura che si evince dalla seguente tabella, che riporta i valori del finanziamento prima e dopo le modifiche:

Tranche	Importo ante Modifiche (€)	Importo post Modifiche (€)
Tranche n°1	2.000.000.000,00	0,00
Tranche n°2	5.800.000.000,00	5.120.031.451,00
Tranche n°3	1.300.000.000,00	1.147.593.256,00

Tranche n°4 (termine del prestito)	5.600.000.000,00	5.600.000.000,00
Totale	14.700.000.000,00	11.867.624.707,00

Tabella 9: tranches di pagamento del finanziamento dell'operazione prima e dopo le modifiche avvenute il 4 ottobre 2017

In particolare, la cancellazione dell'importo totale della prima *tranche* è stata effettuata principalmente con la vendita dei seguenti beni:

- 26 luglio 2017, vendita dell'11,94% della partecipazione di Atlantia in Autostrade per l'Italia S.p.A. ad alcuni investitori internazionali, per un ammontare lordo di 1.733,2 milioni di Euro (al lordo delle imposte).
- 31 luglio 2017, vendita di una quota del 12,5% del capitale sociale di Azzurra Aeroporti S.r.l., e di una percentuale del 46,67% del capitale sociale avente diritto al dividendo di cui era proprietaria Atlantia S.p.A., in virtù dell'opzione di acquisto concessa al principato di Monaco, per un ammontare lordo complessivo di 136,5 milioni di Euro (al lordo delle imposte).

Da quanto detto, l'importo totale derivante da tali operazioni, che supera i 2.832.375.292,00 Euro verrà mantenuto da Atlantia ed utilizzato come corrispettivo per il pagamento delle obbligazioni contratte ai fini dell'offerta, facendo diminuire il totale importo del finanziamento a 11.867.624.707,00 Euro (come mostrato nella tabella n°4).

Il finanziamento avrà le seguenti scadenze:

- 1) Prima e terza *tranche*: 18 mesi e 15 giorni a partire dalla data di firma del contratto di finanziamento;
- 2) Seconda *tranche*: 18 mesi e 15 giorni a partire da una delle seguenti date: al quarto mese dalla data di firma del contratto; alla data di pagamento della prima *tranche*. Questa scadenza potrà essere prorogata di 6 mesi.
- 3) Quarta *tranche* (termine del prestito): 5 anni e 6 mesi a partire dalla prima delle seguenti date: I) 4 mesi dalla firma del contratto; II) La data della prima erogazione del prestito.

3.10.4 Piani Strategici e intenzioni riguardo le attività future e la localizzazione dei Centri di Attività di Abertis

Atlantia promuoverebbe il conseguimento per Abertis di strategie in linea con quelle già esistenti, rispettando le aree e la localizzazione delle attività della stessa, mantenendo l'obiettivo di accrescimento.

Tutto ciò si realizzerebbe con le seguenti modalità:

- 1) Sede di Abertis: l'intenzione di Atlantia è quella di mantenere l'attuale sede sociale e il principale centro di controllo di Abertis.
- 2) Strategia di crescita: Atlantia intende promuovere una strategia di crescita di Abertis in linea con la strategia attuale, incrementata delle opportunità che avrebbe Abertis come parte di un grande Gruppo come Atlantia.
- 3) Area di Competenza: con attenzione alle aree specifiche di sviluppo di entrambe le compagnie, Atlantia si propone di favorire, per quanto possibile, una politica di attribuzione di determinate aree di competenza all'una o all'altra compagnia, in relazione con quelle zone geografiche dove esistono già, attualmente, la supervisione, le operazioni e le opportunità di crescita specifiche di Abertis o di Atlantia. In particolare la società spagnola rafforzerebbe la sua attenzione sulla gestione delle autostrade in Cile e in Brasile e sarebbe responsabile della definizione della strategia e dello sviluppo del business delle telecomunicazioni e delle attività di gestione dei satelliti del Gruppo risultante dall'offerta.

3.10.5 Piani Strategici e intenzioni riguardo il mantenimento dei posti di lavoro, del personale e dei manager di Abertis

Atlantia ritiene che uno dei vantaggi principali della combinazione con Abertis sta nel fatto che il Gruppo che si verrebbe a creare potrebbe beneficiare delle abilità e delle competenze degli impiegati e dei manager di Abertis.

Per questo il Gruppo italiano non intende modificare i diritti acquisiti dagli impiegati in materia di remunerazioni, contratti o piani di previsione sociale già approvati dagli organi decisionali di Abertis.

Questa operazione andrebbe a formare un *Management* di altissima esperienza nell'ambito delle concessioni.

Atlantia intende implementare le linee guida delle *Best Practises*⁸⁴ applicabili ai manager di entrambi i gruppi, per massimizzare la creazione di valore e minimizzare il rischio, così come intende applicarle alle misure volte all'attrazione e fidelizzazione del cliente e, al fine di sfruttare l'esperienza di ciascun gruppo nelle rispettive aree di eccellenza, contempla la possibilità di creare centri di eccellenza, guidati da una o dall'altra società, con l'obiettivo di promuovere attività, e potenziale espansione, del business corrispondente.

Per promuovere la creazione di valore all'interno del gruppo risultante dall'offerta, il Consiglio di Amministrazione di Atlantia, riunitosi il 14 maggio 2017, ha deciso di approvare il quadro normativo per alcuni piani di incentivazione, affidando all'Amministratore Delegato le facoltà necessarie per definire i termini e le condizioni per entrambi i gruppi.

Questo quadro normativo ha come obiettivo la ritenzione del personale, aspetto fondamentale (come già accennato più volte) per l'amministrazione di Atlantia, la quale stima la forza lavoratrice presente in Abertis come una delle più qualificate sul mercato.

3.10.6 Piani relativi all'utilizzo delle attività di Abertis

All'interno del fascicolo illustrativo presentato alla CNMV, Atlantia ha ovviamente inserito anche quelle che sono le proprie intenzioni riguardo all'utilizzo delle attività detenute da Abertis, secondarie rispetto al core business della società spagnola, che abbiamo visto essere le concessioni autostradali.

Queste attività minori sono principalmente due:

⁸⁴ Per *Best Practises* si intende un metodo o una tecnica che è stata generalmente accettata come superiore a qualsiasi alternativa perché produce risultati superiori a quelli raggiunti con altri mezzi o perché è diventato un modo standard di fare le cose.

- 1) Cellnex Telecom, S.A., società di telecomunicazioni spagnola, della quale Abertis detiene il 34% delle azioni quotate.

Secondo quanto riportato nell'articolo 7.1⁸⁵ del Regio Decreto 1066/2007, in caso di acquisizione di una società che detiene, per via diretta o indiretta, partecipazioni nel capitale sociale di una terza società quotata sul mercato azionario, bisognerà effettuare una Offerta Pubblica di Acquisto anche sulla terza società, se e solo se la società primaria oggetto di acquisizione detiene nell'ultima una partecipazione pari o superiore al 30%.

Di conseguenza, dal momento in cui Abertis, come detto in precedenza, detiene il 34% di Cellnex Telecom, S.A., Atlantia dovrà effettuare un'Offerta Pubblica di Acquisto anche su quest'ultima.

- 2) Hispasat, S.A., operatore satellitare spagnolo del quale abbiamo già parlato in precedenza (Cap. 3.7) e che Abertis controlla al 90.74%. Anche nei confronti di Hispasat rimane l'obbligo di effettuare un'Offerta Pubblica di Acquisto ma l'interesse di Atlantia assume una valenza diversa.

Mentre infatti per Cellnex si parla di semplice acquisto e gestione della stessa, per Hispasat Atlantia guarda anche al Regno di Spagna, il quale cura importanti interessi per questa società, che detiene in concessione lo sviluppo e la gestione dei satelliti di proprietà del governo spagnolo.

⁸⁵ Articolo 7, comma 1, del Regio Decreto 1066/2007:

In caso di fusione o acquisizione di un'altra società o entità, anche non ammessa a negoziazione in qualsiasi mercato spagnolo o non domiciliata in Spagna, che ha una partecipazione diretta o indiretta nel capitale sociale di una terza società quotata, vanno applicate le seguenti regole:

- a) Un'offerta pubblica di acquisto deve essere fatta quando, come conseguenza della fusione o acquisizione, viene raggiunta, direttamente o indirettamente, nella società quotata la percentuale dei diritti di voto di cui all'articolo 4 (superiore al 30%).
- b) L'offerta sarà effettuata entro 3 mesi dalla data di fusione o acquisizione di controllo e saranno applicate le regole di determinazione del prezzo equo stabilite nell'articolo 9.

Tuttavia, la formulazione dell'offerta non è obbligatoria quando, entro il predetto termine, viene trasferito il numero di titoli necessari a ridurre l'eccesso di diritti di voto rispetto alle percentuali indicate e, nel frattempo, tali diritti non vengono fatti valere o quando una deroga è stata ottenuta dalla *Comisión Nacional del Mercado de Valores* in conformità con le disposizioni dell'articolo 4.

Atlantia ha quindi la volontà di condividere gli interessi strategici del Regno di Spagna in relazione alla gestione ed eventuale destinazione della partecipazione del 57,05% di Abertis in Hispasat tenendo in considerazione: a) i termini dell'accordo del Consiglio dei Ministri dell'11 giugno 1997 il quale concede alla sopracitata società la concessione del servizio di gestione del segmento speciale riguardante la posizione orbitale dei satelliti; b) l'Offerta Pubblica di Acquisto obbligatoria; c) gli interessi degli *Shareholders* di Abertis.

Specificatamente Atlantia terrà in considerazione le indicazioni dell'Amministrazione Spagnola in materia, come la possibile trasmissione in futuro di tutto o in parte delle quote di Hispasat a terze parti, che siano in possesso dei requisiti ritenuti idonei.

3.10.7 Piani relativi al sistema amministrativo e gestionale di Abertis

Il contesto in cui Atlantia prevede di acquisire il controllo di Abertis abbraccia l'idea di preservare la condizione di società quotata della stessa e mantenere una struttura di Governo e Gestione autonoma. Inoltre, ai fini di serbare un livello adeguato di liquidità nel capitale flottante di Abertis, il gruppo italiano vuole esplorare meccanismi per assicurare alla società spagnola un capitale flottante di almeno il 5% del capitale sociale. Tali meccanismi potrebbero includere la collocazione di un numero di azioni di Abertis sul mercato.

Atlantia intende inserire nel Consiglio di Amministrazione di Abertis un numero di rappresentanti proporzionale alla sua partecipazione nella società spagnola.

Infine Atlantia non ha intenzione di modificare le regole di funzionamento del Consiglio di Amministrazione o del Comitato Esecutivo di Abertis.

3.11 Fattori di Rischio

Va da sé che un'operazione di così importanti dimensioni non può che presentare altrettanto grandi fattori di rischio e questo vale tanto più per Atlantia S.p.A. la quale, come già descritto, fa parte di un gruppo molto vasto, comprendente il business

aeroportuale di Aeroporti di Roma (ADR) e quello autostradale di Autostrade per l'Italia (ASPI).

I fattori di rischio sono molteplici e legati a diversi aspetti derivanti dall'Operazione. Prenderemo in considerazione tali fattori suddividendoli in due macro aree:

- 1) Fattori di Rischio per Atlantia
- 2) Fattori di Rischio per le Azioni Speciali di Atlantia

Tra i Rischi per Atlantia si annoverano: Rischi connessi alla condizione di Società *Holding* della stessa; Rischi legati alla diminuzione delle partecipazioni in ASPI e ADR; Rischi vincolati al debito del Gruppo Atlantia; Rischi derivanti dal business del Gruppo Atlantia.

Tra i Rischi per le Azioni Speciali di Atlantia vengono inclusi: Rischi di non trasmissibilità delle Azioni Speciali di Atlantia; Rischi derivanti dal pagamento futuro di dividendi e retribuzioni; Rischi di cambio; Rischi dovuti alla diluizione o meno dell'azionariato.

Analizziamo prima di tutto i Rischi per Atlantia.

3.11.1 Fattori di Rischio vincolati alla condizione di Società *Holding* di Atlantia

Atlanta è una società *Holding* che realizza operazioni commerciali e che non detiene attività significative al di fuori delle partecipazioni nelle sue filiali.

L'attivo del gruppo Atlantia deriva principalmente da queste ultime, ovvero: Autostrade per l'Italia S.p.A. ("ASPI") e Aeroporti di Roma ("ADR"), così come le società integrate nei "sub-gruppi", le quali vanno a formare il "Gruppo ASPI" e il "Gruppo ADR".

Il 31 dicembre 2016, il Gruppo ASPI rappresentava il 64,3% delle entrate operative totali del Gruppo Atlantia e il 66,4% dell'EBITDA dello stesso, mentre al Gruppo ADR competeva il 16,1% delle entrate e il 15,7% dell'EBITDA.

Ciascuna delle filiali di Atlantia è una persona giuridica distinta e, in determinate circostanze, è possibile che le restrizioni legali e contrattuali limitino la capacità della *holding* di prelevare cassa da esse.

Nel caso in cui non si riesca ad ottenere dividendi o altri pagamenti dalle filiali, è possibile che Atlantia non riesca a far fronte alle sue obbligazioni.

3.11.2 Fattori di Rischio vincolati alla riduzione delle partecipazioni in ASPI e ADR

Atlantia detiene il 98,06% del capitale sociale di ADR e l'88,06% del capitale sociale di ASPI, per questo può esercitare il controllo su entrambe le filiali e nominare i membri del Consiglio di Amministrazione delle stesse.

Il 26 luglio 2017 Atlantia vendette una partecipazione in ASPI, pari all'11,94% per un prezzo totale di 1.480 milioni di Euro; ovviamente in un futuro si potrebbero vendere altre partecipazioni sia in ASPI sia in ADR. Se questa eventuale vendita portasse come effetto la diminuzione del livello di controllo a favore di terze parti, e queste manifestassero degli interessi diversi rispetto ad Atlantia, si potrebbe delineare una situazione in cui le decisioni e le strategie eventualmente adottate potrebbero avere un impatto negativo sull'accordo, sul risultato dell'operazione e sulla situazione finanziaria del Gruppo.

Allo stesso modo, l'acquisizione da parte di Atlantia di nuove partecipazioni in società terze potrebbe esporre la stessa, e di conseguenza il Gruppo formatosi, a nuovi rischi.

3.11.3 Rischi vincolati al debito del Gruppo Atlantia

Per quanto concerne il Debito di Atlantia, bisogna innanzitutto dire che, al 30 giugno 2017, il Gruppo aveva un debito lordo pari a 17.470 milioni di Euro, e un debito netto di 11.421 milioni di Euro.

Questo indebitamento potrebbe, eventualmente, aumentare la vulnerabilità del Gruppo in un contesto di diminuzione delle proprie attività o della propria condizione economica, o dei settori in cui opera, portando a conseguenze significative, come ad esempio:

- Diminuire la capacità del Gruppo di ottenere finanziamenti addizionali per finanziare, eventualmente, il fondo per la manovra, le spese di capitale, i piani di investimento, le acquisizioni strategiche, le opportunità di business ecc.

- Potrebbe accadere di dover richiedere l'utilizzo di una parte sostanziale del flusso di cassa del Gruppo, derivante dalle operazioni di pagamento del capitale e degli interessi dell'indebitamento, il quale sarebbe indisponibile per finanziare le attività, le spese di capitale, i piani di investimento, le opportunità di business ecc.
- Limitare la flessibilità del Gruppo nell'ambito della pianificazione e gestione dei business dello stesso.

Queste conseguenze, insieme a tante altre, potrebbero avere un impatto negativo sostanziale sulla capacità del Gruppo di far fronte alle proprie obbligazioni, anche quelle derivanti dall'operazione.

Oltre a queste conseguenze specifiche, derivanti dall'aumento dell'indebitamento del Gruppo, esistono tanti altri fattori che potrebbero intaccare la capacità del Gruppo di far fronte al proprio debito.

Infatti, la capacità di ripagare il debito di qualsiasi società dipende da molte variabili, come i fattori economici, finanziari, competitivi, di mercato, legali, regolatori e molte altre.

Non è mai garantito che i business di Gruppo possano produrre cassa sufficiente per ripagare i propri debiti; se i flussi di cassa futuri non si dimostrano sufficienti a far fronte alle obbligazioni contratte al momento della scadenza, è possibile che il Gruppo/Società sia costretta a:

- Ridurre o vendere partecipazioni in altre società, attività (nel caso di Atlantia non correlate alle concessioni), come ad esempio le attività complementari, di ricerca o di sviluppo.
- Vendere determinati *asset*.
- Acquisire debito addizionale, se concesso, o capitale.
- Ristrutturare o rinegoziare, per intero o per una parte, il debito o le scadenze dello stesso.

3.11.4 Rischi derivanti dal business del Gruppo Atlantia

I rischi derivanti dal business del Gruppo possono essere suddivisi in 3 macro categorie:

- 1) Rischi di Mercato
- 2) Rischi di Liquidità
- 3) Rischi di Credito

3.11.4.1 Rischi di Mercato

I rischi di mercato possono essere divisi, a loro volta in:

- Rischio di interesse: vincolato al comportamento dei tassi di interesse, il quale può intaccare due aspetti della Società: a) Il flusso di cassa e b) Il valore dell'attivo e passivo finanziario.

Per quanto concerne il Flusso di Cassa (a), questo significa che la Società detiene dei flussi di cassa vincolati al comportamento di determinati tassi di interesse.

Nel caso di Atlantia, ai fini di ridurre il debito soggetto alla variabilità del mercato, sono stati sottoscritti dei tassi di interesse di tipo *swap*⁸⁶ (IRS).

⁸⁶ Lo *swap*, in finanza, appartiene alla categoria degli strumenti derivati, e consiste nello scambio di flussi di cassa tra due controparti. Va annoverato come uno dei più moderni strumenti di copertura dei rischi utilizzato prevalentemente dalle banche, dalle imprese e anche dagli enti pubblici.

È possibile distinguere varie tipologie di operazioni di *swap* sulla base dei flussi finanziari scambiati:

- *swap di interessi (Interest Rate Swap, IRS)*: è un contratto che prevede lo scambio periodico, tra due operatori, di flussi di cassa aventi la natura di "interesse" calcolati sulla base dei tassi di interesse predefiniti e differenti e di un capitale teorico di riferimento;
- *swap di valute (currency swap, CS)*: è un contratto stipulato fra due controparti che si scambiano nel tempo un flusso di pagamenti denominati in due diverse valute. Si pone quale scambio a pronti di una determinata valuta e nel contempo in uno scambio di eguale ammontare e cambio, ma di segno opposto, a una data futura prestabilita.
- *swap di commodities*: è un contratto stipulato fra due controparti che si scambiano nel tempo un flusso di pagamenti indicizzati al cambiamento di una commodity da un lato e a un tasso fisso dall'altro. Un esempio comune sono *swap* sul prezzo del petrolio (*Oil swaps*).
- *swap di protezione dal fallimento di un'azienda (Credit default swap, CDS)*: è un contratto di assicurazione che prevede il pagamento di un premio periodico in cambio di un pagamento di protezione nel caso di fallimento di un'azienda di riferimento.

Per quanto riguarda invece il Rischio di Perdita di Valore dell'attivo e del passivo (b): si tratta di un rischio collegato all'eventualità di una variazione imprevista dell'attivo o del passivo finanziario a un tasso fisso dopo una variazione sfavorevole della curva dei tassi di mercato.

- Rischio di Cambio: questa tipologia di rischio può dar luogo a diverse esposizioni, quali:
 - a) Esposizione Economica, relativa ad acquisti e vendite sostenute in una valuta differente rispetto alla valuta operativa⁸⁷ della società.
 - b) Esposizione alla Conversione, concernente gli investimenti di capitali in sussidiarie o società delle quali i bilanci e i conti sono tenuti in valute distinte rispetto alla valuta operativa del Gruppo.
 - c) Esposizione alle Operazioni, situazione creata dal fatto che vengono effettuati depositi o ottenuti prestiti in valute differenti rispetto alla valuta operativa di Atlantia.

3.11.4.2 Rischi di Liquidità

Il rischio di liquidità è quel rischio al quale si va incontro quando l'ammontare della cassa (Liquidità) è insufficiente a finanziare il pagamento delle obbligazioni a scadenza.

Il Gruppo Atlantia ritiene che la sua capacità di generare cassa, l'ampia diversificazione delle proprie fonti di finanziamento e la disponibilità di linee di credito gli offrano la possibilità di coprire le necessità finanziarie previste.

Per citare un esempio, al 31 dicembre del 2016 il debito che Atlantia deteneva per finanziare i propri progetti assegnati a società straniere ammontava a 1.864 milioni di Euro.

Alla stessa data, il Gruppo stimava una riserva di cassa pari a 4.831 milioni di Euro composti da: 1.772 milioni di Euro investiti in attività con scadenza a breve termine; 516 milioni di Euro in depositi riferiti al finanziamento parziale di servizi di costruzione

⁸⁷ Per Valuta Operativa si intende la valuta con la quale la società mette in atto tutte le proprie operazioni, transazioni e scambi monetari.

e al servizio del debito di determinate società cilene; 2.542 milioni di Euro in linee di credito, con una scadenza residuale media di 7 anni.

3.11.4.3 Rischi di Credito

Come stabilito dalla propria politica finanziaria, il Gruppo Atlantia gestisce il proprio rischio di credito mediante il ricorso a controparti con *rating* di credito elevati e senza rischio di credito significativi.

Il rischio di credito degli strumenti finanziati derivati può essere considerato marginale dal momento in cui le controparti sono entità finanziarie di prima linea.

Ovviamente, anche se - come visto - la situazione per quanto concerne il credito del Gruppo è molto stabile, vengono sempre stanziati provvigioni per eventuali perdite per deterioramento del credito. Tali provvigioni tengono in conto i flussi di cassa futuri stimati alla data di copertura, qualsiasi costo e spese recuperate in futuro e i valori dei depositi di garanzia effettuati dai clienti.

Vediamo ora nel dettaglio i Rischi connessi alle Azioni Speciali di Atlantia.

3.11.5 Rischi per le Azioni Speciali di Atlantia

3.11.5.1 Rischi di non trasmissibilità delle Azioni Speciali di Atlantia

Lo Statuto Sociale di Atlantia, precisamente all'articolo 8, prevede un periodo di non disponibilità delle Azioni Speciali di Atlantia, durante il quale queste azioni non potranno essere trasmesse in alcun caso.

Nel caso in esame, fino al 15 febbraio 2019, non potrà essere effettuata alcuna trasmissione, accordo o altra operazione che implichi la trasmissione diretta o indiretta della proprietà e del possesso, o scambio, totale o parziale, diretto o indiretto, a titolo oneroso o gratuito, di qualsiasi diritto collegato alle Azioni Speciali di Atlantia.

Trascorso il 15 febbraio 2019, le Azioni Speciali si convertiranno automaticamente in azioni ordinarie di Atlantia, con un rapporto di cambio di 1:1.

Anche se le azioni ordinarie risultanti dalla conversione delle Azioni Speciali potranno essere liberamente trasmesse, questo non potrà avvenire fino a quando non divengano

oggetto di negoziazione nel Mercato Azionario Italiano (Borsa Italiana), il che orientativamente potrà avvenire nel secondo giorno di borsa disponibile dopo il 15 di febbraio, ovvero il 20 febbraio 2019.

Il regime di non trasferibilità delle Azioni Speciali di Atlantia implica che i titolari delle stesse saranno azionisti del Gruppo per tutto il periodo di non disposizione, indipendentemente dai risultati di Atlantia raggiunti; questo potrebbe comportare un valore delle azioni ordinarie, nel momento della conversione, diverso - sia maggiore sia minore - rispetto al valore di 23,67 Euro attribuito alle Azioni Speciali.

3.11.5.2 Rischi derivanti dal pagamento futuro di dividendi e retribuzioni

La capacità di Atlantia di distribuire dividendi può essere intaccata da tutti i rischi che sono stati elencati in precedenza.

I dividendi dipendono dalla situazione finanziaria della società, dalle obbligazioni contratte e dal livello del debito; di conseguenza non è possibile garantire la capacità del Gruppo italiano di distribuire dividendi nel futuro.

Nel caso in cui non si riuscisse a corrispondere i dividendi, l'unica fonte di ingresso derivante dagli investimenti sarebbero le plusvalenze sulle azioni stesse.

Bisogna ricordare, però, che Atlantia ha pagato dividendi negli ultimi esercizi, 2015 e 2016, e che per il 2017 si prospetta che il pagamento di dividendi avverrà nel suo intero ammontare, non ancora effettuato a causa dell'Operazione che si sta svolgendo.

3.11.5.3 Rischi di cambio

La moneta sottostante le azioni di Atlantia è l'Euro, e qualsiasi pagamento di dividendi futuri avverrà in tale valuta.

Di conseguenza, tutte le conversioni in azioni di Atlantia espongono gli azionisti che utilizzano una moneta diversa dall'Euro al Rischio di Cambio, nella forma in cui tutte le diminuzioni di valore nella moneta dell'azionista, rispetto all'Euro, implicheranno una diminuzione nel valore delle azioni di Atlantia detenute.

3.11.5.4 Rischi dovuti alla diluizione dell'azionariato

L'emissione di azioni come conseguenza di un aumento di capitale e l'emissione di Obbligazioni Convertibili⁸⁸, con l'esclusione totale o parziale del diritto di prelazione⁸⁹, può implicare una diluizione dell'azionariato.

Ovviamente questa diluizione può avvenire anche nel caso in cui il diritto di prelazione non venga fatto valere dagli azionisti preesistenti e non eliminato dalla società nel momento di emissione di capitale.

Bisogna notare che tutte queste tipologie di rischi, elencate negli ultimi paragrafi, vanno ad intaccare sia Atlantia sia Abertis, di conseguenza entrambe le società hanno la consapevolezza di dover affrontare, o di poter comunque andare incontro a situazioni che potrebbero intaccare le loro solidità patrimoniale e sociale.

3.12 Informazioni Finanziarie Consolidate Pro-Forma

Considerati i vari aspetti teorici e le diverse situazioni potenziali che potrebbero scaturire da tale Operazione, è opportuno ora guardare anche a quelli che sono i dati finanziari che ne potrebbero derivare.

Nei prossimi capitoli verranno elencate quelle che sono le Ipotesi e le Limitazioni utilizzate per la stesura dei prospetti finanziari.

⁸⁸ Per obbligazione convertibile si intende un'obbligazione emessa dalla società che incorpora un'opzione put, ovvero la capacità da parte dell'obbligazionista di convertire il proprio rapporto di obbligazionista in azionista; di conseguenza il debito si ritiene estinto e il detentore diventa un azionista a tutti gli effetti.

Questa conversione avviene all'interno di un determinato lasso di tempo denominato "Periodo di Conversione", ad un determinato prezzo detto "Prezzo di Conversione"; il detentore dell'obbligazione convertibile farà valere il suo diritto solo nel caso in cui il Prezzo dell'azione sottostante l'obbligazione risulti maggiore del Prezzo di conversione, ricevendo così un *gain* derivante dal maggior valore dell'azione sottostante.

⁸⁹ Diritto di Prelazione: diritto dato ai soci già esistenti di sottoscrivere in via anticipata, rispetto a nuovi investitori esterni alla società, le azioni di nuova emissione.

Le informazioni riportate di seguito sono tutte contenute negli opuscoli informativi presentati alla CNMV e alla CONSOB da parte di Atlantia S.p.A. per l'approvazione dell'Operazione stessa.

N.B.: Le informazioni finanziarie consolidate pro-forma sono state elaborate con rispetto del Regolamento (CE) n. 809/2004 della Commissione del 29 aprile 2004 relativa all'applicazione della Direttiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo relativa alle informazioni contenute in questi documenti come il formato, la pubblicazione e la diffusione pubblicitaria, e del successivo aggiornamento emesso dalla *European Securities and Markets Authority*, ESMA⁹⁰, in relazione con le raccomandazioni del *Committee of European Securities Regulators*, CESR⁹¹, e del “*Informe sobre criterios en relación con la información financiera pro-forma*” della CNMV del febbraio 2012.

3.12.1 Ipotesi e Limitazioni alle informazioni finanziarie consolidate

Per poter effettuare una interpretazione corretta delle informazioni finanziarie consolidate che verranno presentate in seguito, vanno considerate le seguenti Ipotesi e Limitazioni:

- 1) I dati pro-forma sono basati sulle informazioni disponibili al momento della stesura delle informazioni pro-forma e le stime preliminari derivano dagli effetti previsti dalla riuscita dell'Operazione.

⁹⁰ La *European Securities and Markets Authority*, ESMA, (Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati), venne costituita nel 2011 a Parigi (Francia) ed ha come obiettivo quello di migliorare la tutela degli investitori e promuovere i mercati finanziari stabili e ordinati.

Il Presidente in carica è Steven Maijor, affiancato dal Direttore esecutivo Verena Ross.

Membri dell'ESMA sono tutte le autorità nazionali responsabili in materia di mercati dei titoli di ciascun paese dell'UE.

⁹¹ Il *Committee of European Securities Regulators*, CESR, è un comitato indipendente dello *European Securities Regulators* ed è stato fondato dalla Commissione Europea nel giugno 2001 allo scopo di:

- Incentivare la coordinazione tra gli enti che controllano i valori mobiliari;
- Assistere la Commissione Europea;
- Implementare la legislazione della comunità negli stati membri dell'UE.

- 2) Le informazioni finanziarie non tengono conto di alcuna sinergia o costo di transazione derivante dall'Operazione.
- 3) Le informazioni rappresentano solamente una situazione ipotetica, e di conseguenza sono meramente illustrative.
Non sono presenti, quindi, valori prospettici relativi al futuro svolgimento delle attività del Gruppo consolidato dalla data dell'Operazione in avanti.
- 4) Queste informazioni sono state preparate con l'obiettivo di illustrare quelli che potrebbero essere gli effetti finanziari dell'Operazione, in accordo con i principi della politica contabile di Atlantia.
- 5) Dal momento in cui le informazioni fornite riflettono l'impatto dell'Operazione solo in via ipotetica, è importante tenere presente che gli effetti della stessa potrebbero non essere pienamente in linea con quelli descritti nei prospetti.
- 6) Le informazioni finanziarie pro-forma non sono state redatte per rappresentare la situazione finanziaria presente e futura del Gruppo Atlantia, e di conseguenza non devono essere intese come tali. Vengono utilizzate solo come manifesto degli effetti finanziari identificabili e obiettivi dell'Operazione.

Tenendo conto delle predette Ipotesi e Limitazioni, con l'intento di rappresentare uno scenario definitivo e con l'effetto di preparare, esclusivamente, la stesura delle informazioni finanziarie pro-forma, si è assunto che:

- L'Offerta sarà accettata per il 100% delle azioni Abertis;
- Il numero di azioni Abertis che accetteranno di ricevere in contropartita le Azioni Speciali di Atlantia non sarà inferiore al minimo prestabilito di 100.000.000 azioni di Abertis, pari al 10,10% del capitale sociale.

Posta questa premessa, le tabelle seguenti rappresentano 1) La somma dei risultati consolidati pro-forma corrispondenti all'esercizio del 2016 e 2) il bilancio consolidato pro-forma al 30 giugno 2017:

Milioni di Euro	Atlantia 2016	Abertis 2016	Dati Combinati 2016
Entrate dai Pedaggi	4.009	4.386	8.395

Entrate da Aeroporti	636	-	636
Entrate da Contratti	54	-	54
Entrate da altre Attività Operative	773	545	1.318
Entrate da Servizi di Costruzioni	707	664	1.371
Entrate Totali	6.179	5.595	11.774
Costi di Personale	(904)	(598)	(1.502)
D&A	(931)	(1.295)	(2.226)
Variazione delle Riserve e altre rettifiche	435	9	444
Altri Costi Operativi	(2.459)	(1.765)	(4.224)
Costi Totali	(3.859)	(3.649)	(7.508)
Utile/Perdita Operativa	2.320	1.946	4.266
Entrate/Uscite Finanziarie	(537)	(620)	(1157)
Plusvalenze/Minusvalenze da investimenti, contabilizzate con il metodo dell'Equivalenza	(7)	(11)	(18)
Utile/Perdita Ante Imposte per Attività in svolgimento	1.776	1.315	3.091
Spese per imposte sugli affitti	(533)	(304)	(837)
Utile/Perdita per attività in svolgimento	1.234	1.011	2.254
Utile/Perdita da Operazioni Terminate	(5)	-	(5)
Utile d'Esercizio	1.238	1.011	2.249
Utile dei proprietari della dominante	1.122	795	1.917
Beneficio degli interessi minoritari	116	216	332

Tabella 10: Somma dei Risultati Consolidati pro-forma corrispondenti all'Esercizio del 2016, Fonte: dati Atlantia S.p.A.

Questa prima tabella rappresenta specificatamente:

- 1) La somma dei risultati storici consolidati di Atlantia corrispondente all'esercizio 2016.
- 2) La somma dei risultati storici consolidati di Abertis corrispondente all'esercizio 2016.

3) La somma delle cifre consolidate di Abertis ed Atlantia corrispondenti all'esercizio 2016.

Milioni di Euro	Atlantia 30 giugno 2017	Abertis 30 giugno 2017	Dati Consolidati 30 giugno 2017
Immobilizzazioni materiali	295	1.561	1.856
Avviamento e altre attività immateriali con vita indefinita	4.383	4.543	8.926
Altre Attività immateriali	23.424	15.734	39.158
Tot. Attivo immateriale	27.807	20.277	48.084
Investimenti	280	1.493	1.773
Altre attività finanziarie non correnti	2.301	1.706	4.007
Attivo per imposte differite	1.325	1.028	2.353
Altre attività non correnti	18	96	114
Totale attivo non corrente	32.026	26.161	58.187
Attività commerciali	1.690	791	2.481
Denaro ed Equivalenti	2.975	1.873	4.848
Altre Attività Finanziarie correnti	766	347	1.113
Attività per imposte correnti	212	239	451
Altre Attività Correnti	179	-	179
Attività non Correnti detenute per la vendita e attività discontinue	12	10	22
Totale Attivo Corrente	5.834	3.260	9.094
Totale Attivo	37.860	29.421	67.281
Patrimonio Totale	9.816	4.618	14.434

Disposizioni non correnti	4.453	1.497	5.950
Passivo Finanziario non corrente	15.868	18.022	33.890
Passivo per imposte differite	2.385	1.895	4.280
Altro passivo non corrente	95	430	525
Totale Passivo non corrente	22.801	21.844	44.645
Passivo Commerciale	1.625	714	2.339
Disposizioni correnti	1.148	345	1.493
Passivo finanziario corrente	1.602	1.386	2.988
Passivo per imposte correnti	249	311	560
Altro Passivo corrente	613	198	811
Passivo relativo ad operazioni discontinue	6	5	11
Totale Passivo corrente	5.243	2.959	8.202
Totale Passivo	28.044	24.803	52.847

Tabella 11: Bilancio consolidato di Atlantia, Abertis e somma dei due riferito in data 30 giugno 2017, Fonte: dato Atlantia.

La tabella n°11 rappresenta:

- 1) Il bilancio consolidato di Atlantia in data 30 giugno 2017.
- 2) Il bilancio consolidato di Abertis in data 30 giugno 2017.
- 3) La somma dei valori presenti nel bilancio di Atlantia e di Abertis, in un bilancio consolidato di Gruppo in data 30 giugno 2017.

3.13 Atlantia S.p.A. e Abertis Infraestructuras S.A., la nascita di una nuova potenza mondiale

	Atlantia	Abertis	Combined
Presenza nei Paesi	7	14	15

Km di autostrade a pedaggio	5.042 km	9.053 km	14.095 km
Aeroporti	60mln di passeggeri	-	60mln di passeggeri
2016 EBITDA	€3.4 miliardi	€3.2 miliardi	€6.6 miliardi

Tabella 12: Valori singoli e combinati di Autostrade, Aeroporti, Paesi ed EBITDA.

Il Gruppo combinato raggiungerà il primo posto al mondo per quanto riguarda le concessioni sulle infrastrutture dei trasporti, superando quelli che sono gli altri *player* mondiali del settore:

- 1) Gruppo combinato
- 2) Vinci Concessions
- 3) Atlantia
- 4) Abertis
- 5) Aena
- 6) Heathrow
- 7) APRR

Inoltre, il Gruppo combinato si troverà ad operare in ben 15 Paesi, e precisamente: Italia, India, Spagna, Brasile, Argentina, Cile, Colombia, USA, Puerto Rico, Canada, Francia, Irlanda, Regno Unito, Polonia e Croazia.

Questo darà l'opportunità ad Atlantia di raggiungere i propri obiettivi di diversificazione, e ad Abertis la possibilità di entrare in paesi dove finora non era presente.

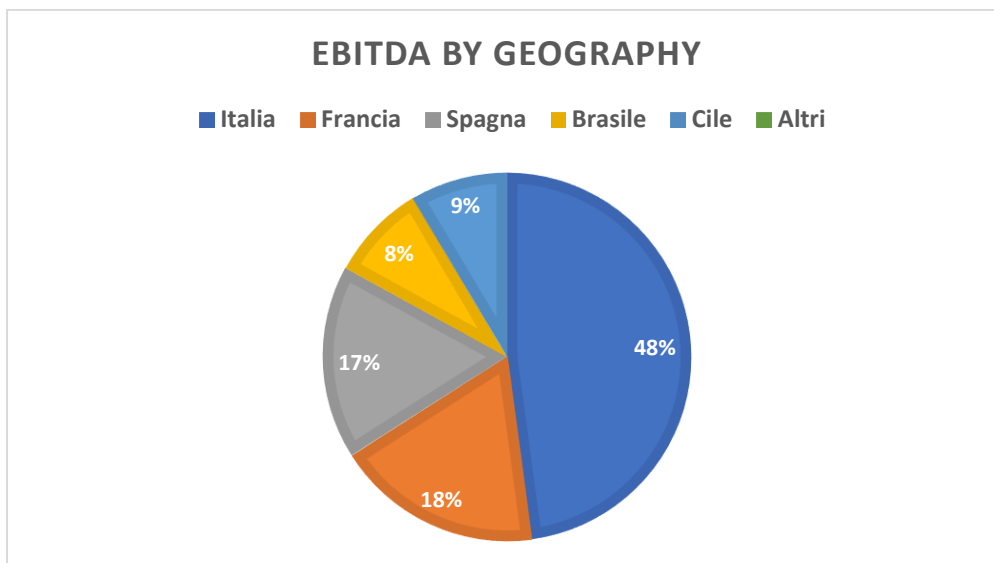


Figura 19: EBITDA del gruppo consolidato in termini di espansione territoriale, Fonte: dati Atlantia.

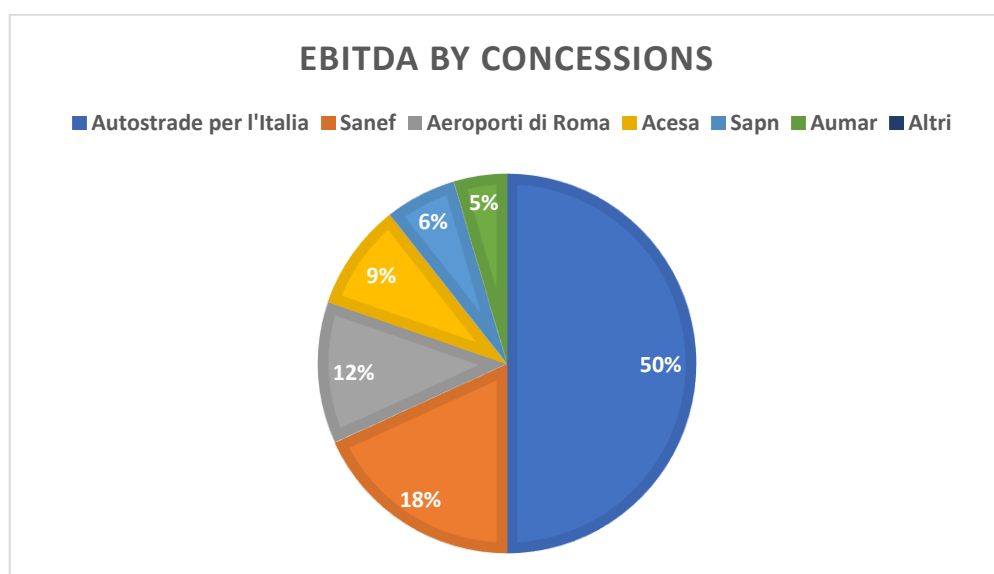


Figura 20: EBITDA del gruppo consolidato basato sulle concessioni, Fonte: dati Atlantia.

Ovviamente all'interno dell'Offerta viene tenuto conto anche di tutto quel patrimonio di Asset compresi nel pedaggio autostradale.

A livello nazionale italiano, il metodo di pagamento delle strade a pedaggio più usato è il Telepass⁹² e ormai quasi l'80% degli italiani ne possiede uno.

Abertis, da parte sua, possiede una tecnologia del tutto simile, che gestisce in Spagna ed in Francia:

- BIP&GO: 100% detenuto da Abertis con un *Market Share*⁹³ maggiore del 20% in Francia.
- EUROTOLL: detenuto al 100% da Abertis ed operante in Francia
- BIP&DRIVE: detenuto al 35% da Abertis con un *Market Share* maggiore del 20% in Spagna.

La combinazione di queste piattaforme può aiutare entrambe le società ad accrescere il proprio *knowhow* e le proprie competenze, estraendo sinergie e scambiando tecnologie.

In termini di EBITDA, la combinazione del portfolio di Abertis con quello di Atlantia produrrebbe risultati importanti soprattutto in America Latina, dove si potrebbe ottenere un incremento dell'EBITDA pari a tre volte il suo valore attuale, portando il Gruppo combinato quasi a pari livello della concorrente più forte della zona, CCR⁹⁴:

⁹² Telepass è un marchio registrato di proprietà di Atlantia S.p.a. (di cui *Telepass S.p.A.* è licenziataria) atto a contraddistinguere un sistema di riscossione automatica del pedaggio autostradale, introdotto in Italia nel 1989 da Società Autostrade Concessioni e Costruzioni S.p.A. (oggi Telepass S.p.A.).

⁹³ Il *Market Share* di un'azienda è la percentuale di un segmento di mercato servito dall'impresa stessa. Può essere espresso come il reddito dell'impresa generato dalle vendite rapportato al reddito totale generato da tutte le vendite nel mercato preso in considerazione, oppure dal numero dei prodotti venduti dall'azienda diviso per tutti i prodotti venduti nel mercato preso in esame.

⁹⁴ CCR, *Companhia de Concessões Rodoviárias*, è una compagnia di trasporti brasiliana, che detiene concessioni su strade e autostrade, inoltre ha interessi in operazioni aeroportuali, sistemi di metropolitane in Brasile e altri paesi.

La compagnia gestisce circa 3.000 km di autostrade a pedaggio e il suo portfolio include sei concessioni riferite a strade con pedaggio: AutoBAn, NovaDutra, Ponte Rio-Niteroi, Rodonorte, ViaOeste e Via Lagos.

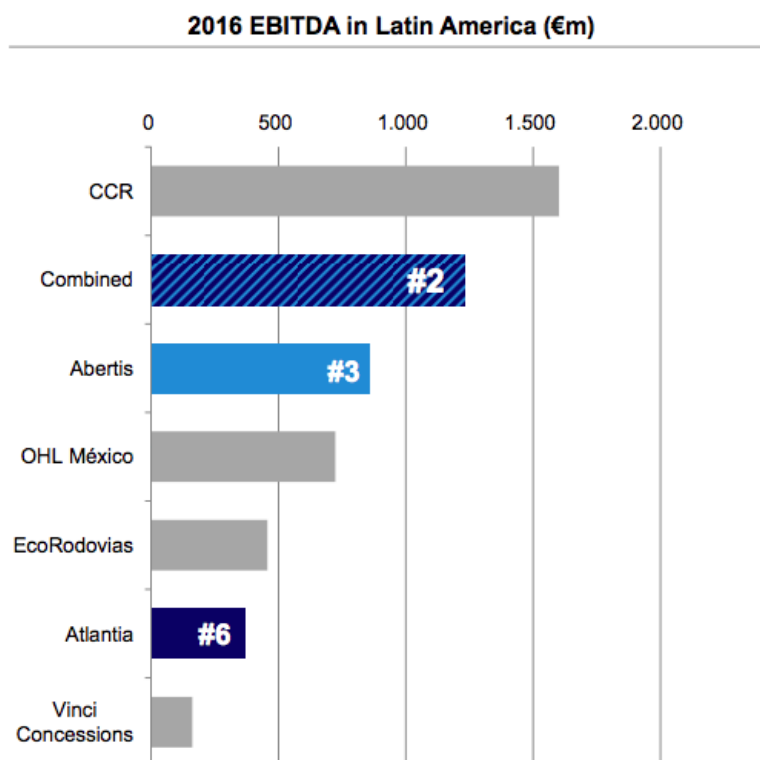


Figura 21: Livelli di EBITDA per le varie concessionarie presenti in America Latina, Fonti: dati Atlantia.

Con questi ultimi dati abbiamo concluso la disamina dell'Offerta di Atlantia S.p.A., presentata anche alla CNMV per l'approvazione, con la quale il Gruppo Italiano ha manifestato la volontà di acquisire Abertis.

Ma come accennato brevemente nell'introduzione, all'Offerta di Atlantia si è contrapposta quella della rivale tedesca Hochtief Aktiengesellschaft la quale, il 18 ottobre 2017, ha presentato alla CNMV una propria Offerta Pubblica di Acquisto, con carattere competitivo, in contrapposizione a quella effettuata dal Gruppo Italiano.

Nei prossimi capitoli verrà descritta dunque l'Offerta di Hochtief nei confronti della target Abertis.

3.14 L'Offerta di Hochtief Aktiengesellschaft⁹⁵

L'Offerta di Hochtief, come anche quella di Atlantia, è diretta alla totalità del capitale sociale di Abertis, rappresentato da 990.381.308 azioni ordinarie del valore nominale di 3€ ciascuna, interamente sottoscritte e delle quali sono stati effettuati i relativi conferimenti. Come già detto, le azioni di Abertis sono quotate nella Borsa di Madrid, Barcelona, Bilbao e Valencia.

3.14.1 Finalità dell'Operazione

La finalità perseguita dall'Offerente consiste nell'acquisizione di una partecipazione di controllo su Abertis e nella totale integrazione della stessa nel Gruppo Hochtief, con la creazione di una società *holding* quotata in Germania, nella quale sia gli azionisti di Abertis sia quelli di Hochtief avrebbero le loro partecipazioni.

La società tedesca intende mantenere Abertis, o la società che verrà a formarsi, come una società interamente partecipata con sede sociale in Spagna.

Il Gruppo Hochtief è un gruppo globale nelle infrastrutture, con una posizione rilevante nel mercato dello sviluppo e accrescimento delle costruzioni infrastrutturali e con esperienza nella gestione, utilizzo e mantenimento (O&M⁹⁶) delle infrastrutture, ed estende la sua esperienza anche alle *Public-Private Partnership, PPP*, in progetti in fase di costruzione (*Greenfield*⁹⁷), principalmente in Nord America, Australia ed Europa.

D'altra parte la società tedesca considera il Gruppo Abertis impresa leader nella gestione delle infrastrutture, attraverso lo sfruttamento di un ventaglio diversificato di

⁹⁵ Le informazioni seguenti, rielaborate ed inserite nello studio, sono state raccolte tramite la documentazione fornita dalla società Hochtief Aktiengesellschaft alla CNMV per l'autorizzazione all'Offerta.

⁹⁶ Per *Operation & Maintenance* si intendono tutti quei progetti di sviluppo che comprendono la costruzione e il mantenimento dell'oggetto facente parte del contratto.

⁹⁷ Per investimenti *GreenField* si intendono quelle tipologie di investimenti su suoli "vergini" ovvero non ancora sviluppati e che di conseguenza saranno soggetti a costruzione.

progetti in funzionamento (*Brownfield*⁹⁸), che include 33 concessioni consolidate sotto un quadro regolatore stabile.

Per questo l'offerente auspica che l'Offerta dia vita ad una combinazione di due società complementari nel settore delle infrastrutture, essendo entrambe leader nel proprio segmento⁹⁹, con un obiettivo di crescita stabile e capacità di creare sinergie significative.

3.14.2 Obiettivi dell'Operazione

Come anticipato, Hochtief ritiene che la sua esperienza nello sviluppo di progetti *greenfield* e *brownfield*, insieme alla sua conoscenza dei mercati PPP si sposino perfettamente con una integrazione di Abertis e di tutti i suoi progetti avviati e da avviare, oltre che con una prospettiva di crescita unitaria del Gruppo.

Il gruppo tedesco stima inoltre che questa operazione possa permettere al Gruppo combinato di coprire una posizione tale da poter beneficiare di progetti di entrambe le società e di dar luogo ad un valore aggiunto derivante dall'attività congiunta di gestione delle infrastrutture.

La combinazione dei due gruppi porterà le due società ad essere presenti su oltre 40 paesi, aumentando di conseguenza la diversità geografica e di portafoglio. In questo modo Abertis avrà la possibilità di entrare in quei mercati delle infrastrutture ad alto tasso di crescita come il Nord America, l'Australia e l'Europa.

L'alta complementarità dei contratti e la presenza equilibrata nei mercati delle due società porterebbe il Gruppo combinato ad avere una generazione di cassa solida e continuativa, il 70% della quale derivante dalla gestione delle autostrade a pedaggio.

⁹⁸ Per investimenti *BrownField* si intendono quelle tipologie di investimenti che vengono effettuati su strutture o attività già preesistenti ed in funzione, attraverso magari una riconversione.

⁹⁹ Secondo la classifica "ENR The Top 250", dell'agosto 2017, il Gruppo Hochtief è al secondo posto nel ranking dei 250 maggiori appaltatori internazionali e il più grande appaltatore del mondo nella costruzione di edifici, così come nelle attività minerarie.

Dall'altro lato, come si evince dal sito di Abertis, il Gruppo spagnolo è leader mondiale nella gestione di autostrade.

In particolare, la vasta copertura geografica di Hochtief e la sua esperienza nei mercati ad alto tasso di investimento consentirebbero di effettuare investimenti ad altissima profittabilità in mercati PPP, direzionati all'ambito del *greenfield*.

Inoltre il Gruppo combinato deterrebbe un portafoglio di investimenti diversificato geograficamente e focalizzato in mercati ad alto tasso di crescita distribuiti nella seguente maniera: 50% in America, 30% in Australia/Asia-Pacifico e il 20% in Europa.

In un'ottica di aiuto reciproco, associando le capacità di Hochtief di sviluppare progetti in fase di costruzione *greenfield*, all'esperienza di Abertis nell'effettuare investimenti profittevoli di gestione su infrastrutture già presenti (*brownfield*) si otterrebbe maggior vantaggio per entrambe le società, avviando - tramite Hochtief - progetti di costruzione attraverso i quali sarebbe possibile attrarre opportunità di gestione per Abertis. In pratica, il campo *greenfield* di Hochtief verrebbe completato dalla fase *brownfield* di Abertis.

Il Gruppo combinato avrebbe l'obiettivo di raggiungere i 200.000 milioni di Euro, in termini di volume, per quanto riguarda i contratti PPP tra il 2018 e il 2021, i quali sono stati identificati da Hochtief all'interno degli Stati Uniti, Canada, Australia ed Europa.

Si potrebbero riassumere così i più importanti obiettivi e le risultanze che potrebbero scaturire dalla riuscita dell'operazione:

- Conseguire una maggior partecipazione nelle opportunità di investimento in progetti PPP sviluppati nei mercati ad alto tasso di crescita come Nord America, Australia ed Europa.
- Attuare sinergie potenziali nello sviluppo di progetti in fase di costruzione (*greenfield*) e sfruttamento delle concessioni ad essi associate.
- Generare maggiori ritorni dagli investimenti e dall'esecuzione di progetti in fase di costruzione (*greenfield*).
- Aumentare le attività di Utilizzo e Mantenimento (O&M) nel crescente portafoglio di attività di utilizzo (*brownfield*).
- Ottimizzare il costo del capitale di debito e minimizzare il rischio di flusso di cassa del gruppo combinato.
- Migliorare i margini del nuovo modello di *business*.
- Conservare una qualifica creditizia di *investment grade*.

In conclusione, si pensa di poter raggiungere un valore attualizzato stimato delle sinergie pari a 6.000/8.000 milioni di Euro, un aumento dell'EBITDA nel periodo che va dal 2017 al 2019 pari al 10%, un incremento significativo dell'EPS¹⁰⁰ (*Earnings Per Share*) ed un aumento pari al 90% dei benefici netti annuali distribuibili.

3.14.3 Corrispettivo dell'Offerta

Il corrispettivo che Hochtief offre agli azionisti di Abertis equivale a:

- 18,76 Euro, corrisposto in denaro, per ogni azione della società spagnola;
- Un valore di cambio pari a 0,1281 azioni di nuova emissione di Hochtief per ogni azione di Abertis, per un massimo di 193.530.179 azioni della stessa.

Di conseguenza gli azionisti di Abertis avranno la possibilità di effettuare tre tipologie di scelte:

- 1) Consegnare tutte, o parte, delle proprie azioni in cambio di denaro;
- 2) Consegnare tutte, o parte, delle proprie azioni in cambio di altre azioni Hochtief;
- 3) Consegnare parte delle proprie azioni in cambio di denaro e parte in cambio di azioni Hochtief.

Hochtief aggiusterà il corrispettivo offerto scontando il dividendo lordo, corrispondente all'esercizio del 2017, di 0,40 Euro per azione, di conseguenza l'offerta aggiustata corrisponderà a:

- 18,36 Euro, corrisposto in denaro, per ogni azione della società spagnola;
- Un valore di cambio pari a 0,1254 azioni di nuova emissione di Hochtief per ogni azione di Abertis, per un massimo di 193.530.179 azioni della stessa.

Tale aggiustamento è stato realizzato per due motivi principali: per il calcolo del corrispettivo in denaro, sottraendo l'importo del dividendo lordo, di 0,40 Euro, allo stesso, avendo così il corrispettivo aggiustato pari a 18,36 Euro per azione Abertis, e per

¹⁰⁰ Per *Earnings Per Share* (EPS) si intendono gli utili che l'azienda ha generato, messi in relazione con le azioni presenti sul mercato.

$$\frac{\text{Utile Netto}}{\text{Numero di azioni in circolazione}}$$

il calcolo del rapporto di cambio, prendendo come valore per le azioni della società spagnola lo stesso scaturente dall'aggiustamento, quindi 18,36 Euro, e come valore delle azioni di Hochtief quello di mercato di 146,42 Euro¹⁰¹, dando un rapporto pari a 0,1254 nuove azioni di Hochtief per azione di Abertis.

Con riferimento all'aggiustamento effettuato, le condizioni di accettazione minima¹⁰², per quanto concerne il corrispettivo in denaro, e il numero massimo di azioni di Abertis non verranno alterate; solo il numero massimo delle azioni di Hochtief verrà ridotto ad un massimo di 24.268.685 azioni di nuova emissione di Hochtief.

L'Offerente potrà, in accordo con quanto disposto nell'articolo 45.2 del Regio Decreto 1066/2007¹⁰³, modificare le caratteristiche dell'offerta in qualsiasi momento prima di 5

¹⁰¹ Valore calcolato rispettando quello presente nell'ultimo giorno utile di chiusura di borsa.

¹⁰² Cfr. cap. 3.14.4 "Condizioni sottostanti l'Offerta".

¹⁰³ Articolo 45 del Regio Decreto 1066/2007: "Ritiro e Modifica di Offerte concorrenti":

1. L'autorizzazione di un'offerta concorrente permetterà agli offerenti delle precedenti di rinunciare alla loro offerta. In caso di offerte obbligatorie, si applicano le disposizioni dell'articolo 33.2. Il ritiro deve avvenire prima della data di modifica delle condizioni indicate nella sezione 3, e deve essere comunicato immediatamente alla CNMV e annunciato con i mezzi stabiliti nell'articolo 22.
2. Una volta che le offerte concorrenti presentate sono state autorizzate e fino al momento stabilito dalla sezione 3, qualsiasi offerente che non si è ritirato può modificare le condizioni dell'offerta, purché l'annuncio di una nuova offerta concorrente non sia stato precedentemente pubblicato.
3. Il quinto giorno lavorativo dalla scadenza per la presentazione delle offerte i concorrenti in conformità con le disposizioni dell'articolo 42.1 a) di cui sopra, tutti gli offerenti che non hanno ritirato la loro offerta, presenteranno in una busta sigillata davanti alla CNMV o con qualsiasi altro mezzo accettato dalla stessa che garantisce la riservatezza delle informazioni, una comunicazione che può contenere: o il suo ultimo cambiamento in conformità con le disposizioni dell'articolo 42, o la sua decisione di non presentarlo.

Se alla data indicata nel paragrafo precedente è presente un'unica offerta, l'offerente sarà esonerato dall'obbligo di presentare la comunicazione descritta e potrà mantenere o modificare la sua offerta ai sensi dell'articolo 31.

-
4. La CNMV procederà all'apertura delle buste lo stesso giorno di presentazione delle stesse o nel primo giorno di borsa utile, e comunicherà le sue condizioni a tutti gli offerenti e al mercato attraverso la pubblicazione nella sua pagina web ufficiale.
 5. Nei casi di modifica indicati nelle sezioni 2 e 3 di questo articolo, l'offerente deve dimostrare alla CNMV la decisione adottata, un supplemento al prospetto che specifica le modifiche all'offerta con la stessa precisione, lunghezza e accuratezza dei punti modificati e il modello degli annunci pubblicitari da pubblicare.

Nei tre giorni lavorativi seguenti, ogni offerente deve dimostrare alla CNMV la garanzia aggiuntiva corrispondente all'emendamento presentato.

Se la modifica non soddisfa i requisiti del presente Regio decreto o l'offerente non presenta i documenti indicati nei paragrafi precedenti, la CNMV giudicherà la modifica per non avvenuta e renderà pubblico il fatto.

6. L'offerente iniziale, se non ha ritirato la sua offerta, può modificare le sue condizioni espresse secondo le sezioni 2 e 3, se soddisfa i seguenti requisiti: a) che il corrispettivo offerto nella busta sigillata o attraverso un supporto equivalente non fosse inferiore al 2% al massimo corrispettivo offerto sulle buste o su un supporto equivalente. b) che vengano migliorate le condizioni dell'offerta o delle offerte in competizione, alzando il prezzo o il valore del corrispettivo offerto dal migliore di loro almeno dell'1%; estendendo bene l'offerta iniziale a un numero di titoli superiore ad almeno il 5% rispetto al migliore dei concorrenti.

Tuttavia, quando la modifica è diversa rispetto ad un aumento del prezzo puro o ad una pura estensione dell'offerta ad un certo numero di titoli, deve essere una relazione di esperti indipendenti quella che afferma che l'offerta sia migliore rispetto all'ultimo precedente a meno che il corrispettivo inizialmente offerto sia uno swap o uno scambio di titoli e quello nuovo sia un corrispettivo in contanti il cui importo supera quello dichiarato in conformità alle disposizioni dell'articolo 14.4 del presente Regio Decreto.

Quest'ultima modifica sarà presentata entro un periodo massimo di cinque giorni lavorativi dalla notifica della CNMV, come previsto nella sezione 4.

7. Una volta che l'offerente è stato informato dell'autorizzazione, deve procedere, entro la data massima che la CNMV indica, alla diffusione delle nuove condizioni dell'offerta nei termini previsti nell'articolo 22.

Il periodo di accettazione delle offerte in concorrenza deve essere prorogato fino a 15 giorni di calendario dalla pubblicazione degli annunci di cui all'articolo 22, essendo automaticamente prorogato fino a tale data nella misura necessaria. L'espansione sarà annunciata dalla CNMV attraverso il suo sito web.

giorni dal termine massimo di accettazione, rinunciando totalmente o parzialmente alle condizioni di accettazione minima riguardanti le azioni in cambio, presentando una documentazione integrativa con la quale si certifica la presenza di una garanzia complementare che copra l'importo del corrispettivo in denaro dell'offerta non più coperta, per l'ammontare del valore delle azioni esistenti, per un importo stimato di 3.630.626.158,04 Euro.

Inoltre è possibile rinunciare alla condizione di accettazione minima in riferimento alle azioni di concambio, non oltre all'ultimo giorno di borsa utile seguente alla comunicazione effettuata dalla CNMV riguardo al numero di azioni incluse nella dichiarazione di accettazione presentata in relazione all'offerta.

Però questa rinuncia non potrà essere effettuata se il numero di azionisti di Abertis che abbiano accettato l'offerta in denaro superino i 796.851.129, equivalente all'80,46% del capitale sociale di Abertis.

Le informazioni riguardo la valutazione delle azioni di Abertis e di Hochtief sono state fornite dalla società di consulenza KPMG.

Sono stati utilizzati metodi di calcolo della valutazione quali:

- Quotazione media al 13 aprile, 15 maggio e 18 ottobre del 2017
- Metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF)
- Multipli di mercato
- Valore Teorico Contabile (VTC)

Di seguito vengono riportare due tabelle, le quali concernono rispettivamente i valori per Abertis (la prima) e per Hochtief (la seconda).

-
8. L'obbligo da parte dell'organo amministrativo della società interessata di emettere un rapporto si applica alle offerte regolamentate nel presente articolo, ai termini di cui all'articolo 24, sebbene il termine per la pubblicazione della relazione dell'organo di gestione della società interessata sarà di cinque giorni di calendario dalla data in cui è pubblicato l'emendamento.
 9. Fermo restando quanto previsto dall'articolo 43, se non indicato diversamente, fatti salvi gli stessi requisiti inizialmente stabiliti per l'accettazione di ciascuna delle offerte, si intenderà che i destinatari, i quali avessero accettato le offerte anche prima delle relative modifiche, abbiano accettato anche le nuove offerte modificate.

Valore stimato di Abertis (mln di €)		
Metodologie applicate	Range di valori per azione	Valore per azione
VTC individuale di Abertis al 30 giugno 2017	5,96	5,96
VTC individuale di Abertis al 31 dicembre 2017	5,58	5,58
VTC contabile consolidato di Abertis al 30 giugno 2017	2,56	2,56
VTC contabile consolidato di Abertis al 31 dicembre 2017	2,77	2,77
Quotazione media ponderata delle azioni durante il semestre immediatamente antecedente a:		
13 aprile 2017	13,65	13,65
15 maggio 2017	14,04	14,04
18 ottobre 2017	16,64	16,64
DCF	16,37 – 18,88	17,60
Multipli di compagnie comparabili	8,99 – 14,04	11,52
Multipli di transazioni precedenti	9,48 – 13,53	11,50
Transazioni precedenti sulle azioni di Abertis	10,60 – 15,70	13,15
Valore dell'OPA formulata da Atlantia	16,50	16,50
Informazione degli analisti (prima dell'OPA)	12,20 – 16,80	14,50
Informazione degli analisti (dopo l'OPA)	15,00 – 19,60	17,30

Tabella 13: Valori teorici delle azioni di Abertis, Fonte: KPMG Data

Valore stimato di Hochtief (mln di €)		
Metodologie applicate	Range di valori per azione	Valore per azione
VTC di Hochtief al 31 dicembre 2016	28,23	28,23
VTC di Hochtief 30 giugno 2017	26,30	26,30
VTC di Hochtief 31 dicembre 2017	27,83	27,83

Quotazione media ponderata delle azioni:		
Il trimestre antecedente al 17 ottobre 2017	146,42	146,42
Il semestre antecedente al 17 ottobre 2017	154,29	154,29
Multipli di compagnie comparabili per area geografica	143,48 – 173,69	158,59
DCF	145,87 – 172,40	158,19
Multipli di compagnie comparabili	125,89 – 192,09	158,59
Multipli da transazioni precedenti	133,70 – 153,85	143,77
Informazioni degli analisti pre OPA	117,00 – 160,00	138,50
Informazioni degli analisti post OPA	134,00 – 190,00	162,00
Informazioni degli analisti su ACS	117,64 – 140,00	132,93

Tabella 14: Valori teorici delle azioni di Hochtief; Fonte: KPMG

3.14.3.1 Azioni di nuova emissione Hochtief

Il 17 ottobre 2017 il Comitato Esecutivo, con autorizzazione del Consiglio di Sorveglianza, ha approvato l'esecuzione di due emissioni di azioni, finalizzate all'emissione di un massimo di 32.031.250 nuove azioni di Hochtief:

- Una prima emissione, per un massimo di 6.430.000 nuove azioni senza diritto d'opzione.
- Una seconda emissione, per un massimo di 25.601.250 nuove azioni, divisa a sua volta in due parti:
 - 1) Un massimo di 18.361.216 azioni sulle quali ACS ha rinunciato al proprio diritto di opzione.
 - 2) Un massimo di 7.240.034 azioni sottostanti al diritto di opzione da parte degli azionisti di ACS.

Le azioni di nuova emissione, oggetto del corrispettivo non in denaro, sono azioni ordinarie al portatore senza valore nominale, e ciascuna di esse rappresenta un valore del capitale sociale pari a 2,56 Euro.

Queste azioni saranno quotate nel mercato borsistico di Francoforte (*Frankfurter Wertpapierbörse*), e sono liberamente trasmissibili, in conformità alle disposizioni di legge vigenti in Germania.

Le azioni di nuova emissione avranno gli stessi diritti delle azioni Hochtief già esistenti, con la sola differenza che esse avranno pieno diritto al dividendo per l'esercizio nel quale vengono emesse, di conseguenza non sarà oggetto di distribuzione il dividendo corrispondente all'esercizio concluso nel dicembre 2017, pari a 3,38 Euro per azione.

3.14.4 Condizioni sottostanti l'Offerta

L'Offerta messa in campo da Hochtief è sottoposta a diverse condizioni, il mancato rispetto delle quali potrebbe pregiudicare la riuscita dell'operazione.

- Accettazione dell'offerta da parte di un numero di azionisti di Abertis che rappresenta il 50% del capitale sociale della stessa, più una azione. (Condizione di Accettazione Minima);
- Accettazione dell'offerta per un numero minimo di 193.530.179 azioni di Abertis, le quali adottano il corrispettivo in azioni. (Accettazione minima di azioni in cambio);
- Non opposizione dell'Agenzia Nazionale delle Telecomunicazioni brasiliana (*Agência Nacional de Telecomunicações, ANATEL*), rispetto alla concessione satellitare di Abertis¹⁰⁴;
- Approvazione da parte dell'Agenzia Nazionale dei Trasporti Terrestri (*Agência Nacional de Transportes Terrestres, ANTT*);
- Approvazione dell'Agenzia di Regolamentazione dei Trasporti dello Stato di São Paulo (*Agência Regulatória de Transporte do Estado de São Paulo, ARTESP*);
- Approvazione della Commissione Europea;
- Approvazione della Commissione Nazionale per la Difesa della Concorrenza argentina (*Comisión Nacional de Defensa de la Competencia argentina*);

¹⁰⁴ Cfr. cap. 3.7, p. 82

- Approvazione del Consiglio Amministrativo della Difesa Economica brasiliana (*Conselho Administrativo de Defesa Econômica*);
- L'ottenimento, scadenza o termine anticipato rispettivamente di: approvazioni, autorizzazioni o tempo di attesa applicabili in virtù della legge statunitense *Hart-Scott-Rodino Act*¹⁰⁵ del 1976;
- Approvazione della Procura Nazionale Economica cilena (*Fiscalía Nacional Económica de Chile*).

3.14.5 Garanzie e Finanziamento dell'Offerta

Hochtief ha presentato alla CNMV la documentazione relativa alla costituzione di un credito concesso da JP Morgan Securities plc, di importo pari a 14.963 milioni di Euro, con l'obiettivo di garantire il corrispettivo in denaro dell'offerta.

Il 20 novembre 2017, il suddetto credito è stato suddiviso tra diverse entità creditizie come di seguito rappresentate:

Entità Creditizie		Importo a credito per singole entità
1	J.P. Morgan Securities plc	1.049.800.000,00€
2	Commerbank AG, Sucursal en Espana	1.049.800.000,00€
3	HSBC Bank plc	1.049.800.000,00€
4	Mizuho Bank, Ltd - Dusseldorf Branch	1.049.800.000,00€
5	Societe Generale Sucursal en Espana	1.049.800.000,00€
6	Banco Bilbao Vizcaya Argentina, S.A.	809.500.000,00€
7	Bankia, S.A.	809.500.000,00€
8	Barclays Bank plc	809.500.000,00€
9	Credit Agricole Corporate and Investment Bank, Sucursal en Espana	809.500.000,00€
10	Industrial and Commercial Bank of China (Europe)	809.500.000,00€

¹⁰⁵ Cfr. nota 77, p. 104

11	S.A., Sucursal en Espana	809.500.000,00€
12	ING Bank, a Branch of ING-DiBa AG	809.500.000,00€
13	Landesbank Baden-Wurttemberg	809.500.000,00€
14	Natixis S.A., Sucursal en Espana	809.500.000,00€
15	RBC Europe Limited	809.500.000,00€
16	Sumitomo Mitsui Banking Corporation Europe Limited	809.500.000,00€
17	The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd, Sucursal en Espana	809.500.000,00€
Importo totale del Credito		14.963.000.000,00€

Tabella 15: Suddivisione ed Importi messi a credito agli enti creditizi; Fonte: Marcelino Fernández Verdes D., Georg von Bronk D., (2018). Oferta Pública Voluntaria, con carácter de Competidora, de Adquisición de acciones de Abertis Infraestructuras, S.A. formulada por HOCHTIEF Aktiengesellschaft.

Per quanto concerne il finanziamento del corrispettivo in azioni, questo verrà finanziato dalle azioni emesse dalla società tedesca, mentre il corrispettivo in denaro verrà finanziato dal nuovo indebitamento che Hochtief contrarrà appositamente.

Il finanziamento in denaro che Hochtief richiederà per ripagare il corrispettivo in denaro verrà suddiviso in 4 *tranches*, delle quali l'ultima sarà divisa in due parti. Nello specifico:

- 1) Tranche n°1: prestito di 1.478.586.980 Euro
Scadenza: 12 Mesi
- 2) Tranche n°2: prestito di 3.374.500.000 Euro
Scadenza: 12 Mesi
- 3) Tranche n°3: prestito di 7.859. 913.020 Euro
Scadenza: 12 Mesi
- 4) Tranche n°4, prima parte: prestito di 1.000.000.000 Euro
Scadenza: 3 Anni
- 5) Tranche n°4, seconda parte: prestito di 1.250.000.000 Euro
Scadenza: 5 Anni

Inoltre Hochtief garantisce personalmente sul pagamento delle obbligazioni contratte in virtù del contratto di finanziamento, però non ha accantonato alcuna garanzia reale, né terzi per suo conto hanno messo a disposizione garanzie reali o personali.

Nella tabella che segue vengono descritti in maniera dettagliata tutti gli importi e le corrispettive entità creditizie prestanti:

Entità Creditizie	Tranche n°1	Tranche n°2	Tranche n°3	Tranche n°4	Tranche n°5	Importo Finanziato Tot
JPMorgan Chase Bank N.A.	103.737.259,33 €	236.753.999,87 €	551.449.354,32 €	70.159.727,33 €	87.699.659,15 €	1.049.800.000,00 €
Commerzbank Aktiengesellschaft, Filiale Luxemburg	103.737.259,33 €	236.753.999,87 €	551.449.354,32 €	70.159.727,33 €	87.699.659,15 €	1.049.800.000,00 €
HSBC Bank, plc	103.737.259,33 €	236.753.999,87 €	551.449.354,32 €	70.159.727,33 €	87.699.659,15 €	1.049.800.000,00 €
Mizuho Bank, Ltd	103.737.259,33 €	236.753.999,87 €	551.449.354,32 €	70.159.727,33 €	87.699.659,15 €	1.049.800.000,00 €
Societe Generale Sucursal en Espana	103.737.259,33 €	236.753.999,87 €	551.449.354,32 €	70.159.727,33 €	87.699.659,15 €	1.049.800.000,00 €
Banco Bilbao Vizcaya Argentina, S.A.	79.991.723,61 €	182.560.833,39 €	425.222.187,37 €	54.100.113,61 €	67.625.142,02 €	809.500.000,00 €
Bankia, S.A.	79.991.723,61 €	182.560.833,39 €	425.222.187,37 €	54.100.113,61 €	67.625.142,02 €	809.500.000,00 €
Barclays Bank plc	79.991.723,61 €	182.560.833,39 €	425.222.187,37 €	54.100.113,61 €	67.625.142,02 €	809.500.000,00 €
Credit Agricole Corporate and Investment Bank Deutschland	79.991.723,61 €	182.560.833,39 €	425.222.187,37 €	54.100.113,61 €	67.625.142,02 €	809.500.000,00 €
Industrial and Commercial Bank of China Limited	79.991.723,61 €	182.560.833,39 €	425.222.187,37 €	54.100.113,61 €	67.625.142,02 €	809.500.000,00 €

ING Bank, a Branch of ING- DiBa AG	79.991.723,61 €	182.560.833,39 €	425.222.187,37 €	54.100.113,61 €	67.625.142,02 €	809.500.000,00 €
Landesbank Baden- Württemberg	79.991.723,61 €	182.560.833,39 €	425.222.187,37 €	54.100.113,61 €	67.625.142,02 €	809.500.000,00 €
National Westminster Bank plc	79.991.723,61 €	182.560.833,39 €	425.222.187,37 €	54.100.113,61 €	67.625.142,02 €	809.500.000,00 €
Natixis S.A., Sucursal en España	79.991.723,61 €	182.560.833,39 €	425.222.187,37 €	54.100.113,61 €	67.625.142,02 €	809.500.000,00 €
RBC Europe Limited	- €	- €	- €	- €	50.000.000,00 €	50.000.000,00 €
Royal Bank of Canada	79.991.723,61 €	182.560.833,39 €	425.222.187,37 €	54.100.113,61 €	17.625.142,02 €	759.500.000,00 €
Sumitomo Mitsui Banking Corporation Europe Limited	79.991.723,61 €	182.560.833,39 €	425.222.187,37 €	54.100.113,61 €	67.625.142,02 €	809.500.000,00 €
The Bank of Tokyo- Mitsubishi UFJ, Ltd, Dusseldorf Branch	79.991.723,61 €	182.560.833,39 €	425.222.187,37 €	54.100.113,61 €	67.625.142,02 €	809.500.000,00 €
Totale	1.478.586.979,97 €	3.374.500.000,03 €	7.859.913.020,04 €	999.999.999,97 €	1.249.999.999,99 €	14.963.000.000,00 €

Tabella 16: Importi e corrispettive entità creditizie prestanti. Fonte: Marcelino Fernández Verdes D., Georg von Bronk D., (2018). *Oferta Pública Voluntaria, con carácter de Competidora, de Adquisición de acciones de Abertis Infraestructuras, S.A. formulada por HOCHTIEF Aktiengesellschaft.*

3.15 Atlantia e Hochtief, un'Offerta congiunta

Sia il Gruppo Atlantia che la controparte Hochtief, per conto di ACS, ricevettero il consenso dalla *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV) per quanto concerneva l'Offerta Pubblica di Acquisto, così come dalla Commissione Europea e

dall'Autorità Antitrust cilena (*"Fiscalía Nacional Económica"*) per l'Operazione di Concentrazione risultate dall'esecuzione della stessa OPA¹⁰⁶.

La fase successiva comprendeva l'ultima condizione, senza la quale l'Offerta non avrebbe potuto concretizzarsi: l'accettazione da parte degli azionisti di Abertis S.A.

Ovviamente per fare in modo che i suddetti azionisti scegliessero tra l'Offerta di Atlantia e quella di Hochtief, bisognava che l'una fosse più conveniente per gli stessi rispetto all'altra.

Questa convenienza, più che in termini di proiezioni future scaturenti dall'unione delle diverse società, era vista con riferimento a due specifici temi:

- Livello dell'offerta in denaro per le azioni di Abertis;
- Quantità di azioni (di Atlantia o di Hochtief) offerte in cambio delle azioni di Abertis (Rapporto di concambio).

Venne pertanto a delinearsi una situazione di stallo che avrebbe costretto le due concorrenti ad affrontare una battaglia di OPA, scenario che giocoforza comportava un eccessivo dispendio di denaro ed una tempistica indefinita.

Per ovviare a tale situazione, l'8 marzo 2018 le due società concorrenti, Atlantia ed ACS/Hochtief, decisero di intraprendere dei colloqui preliminari, specificando di voler trovare un accordo in tempi rapidi, onde evitare una dispendiosa battaglia di rilanci.

Il 14 marzo 2018, il Consiglio di Amministrazione di Atlantia e di Abertis, su richiesta dei rispettivi enti di controllo della borsa CONSOB e CNMV, hanno confermato che in data 13 marzo 2018 - come già era possibile leggere sui principali quotidiani economici mondiali - è stato raggiunto un accordo di principio di carattere vincolante, soggetto al compimento di determinate condizioni, avente ad oggetto un'operazione di investimento congiunto in Abertis Infraestructuras S.A., strutturato conformemente alle seguenti caratteristiche essenziali:

- L'Offerta Pubblica di Acquisto presa come base dell'operazione è quella di Hochtief: in relazione all'OPA effettuata da Hochtief, precedentemente

¹⁰⁶ Condizioni fondamentali alle quali l'Offerta era sottostante, come già visto nel paragrafo 3.10.2 "Condizioni sottostanti l'Offerta".

approvata dalla CNMV, la società tedesca modificherebbe le caratteristiche della sua offerta mediante l'eliminazione della controprestazione in azioni, in modo tale che la controprestazione dell'OPA, la quale rimarrebbe inalterata in €18,36 per azione di Abertis, verrebbe integralmente corrisposta per cassa;

- Società Holding: Atlantia ed Hochtief capitalizzerebbero per un importo di circa 7 miliardi di Euro una società-veicolo (*Special Purpose Vehicle*, SPV¹⁰⁷), la quale acquisirebbe da Hochtief l'intera partecipazione in Abertis.

Tale società sottoscriverebbe un nuovo contratto di finanziamento al fine di finanziare parzialmente la suddetta acquisizione.

Il capitale di tale società holding sarebbe ripartito tra le parti nel seguente modo: Atlantia detterebbe il 50% più 1 azione, ACS il 30% ed Hochtief il 20% meno 1 azione, al fine di permettere il consolidamento contabile della società holding e di Abertis da parte di Atlantia.

Ovviamente le parti andrebbero a sottoscrivere un patto parasociale¹⁰⁸ al fine di regolare le proprie relazioni come azionisti della società holding.

- Capitalizzazione ed investimento di Atlantia in Hochtief: la società tedesca realizzerebbe un aumento di capitale di approssimativamente 6,43 milioni di azioni che sarebbe sottoscritto nella sua integralità da ACS ad un prezzo di €146,42 per azione.

ACS venderebbe ad Atlantia azioni Hochtief per un controvalore totale di fino a €2.500 milioni al medesimo prezzo di detto aumento di capitale.

- Accordo di collaborazione strategica: le tre società sottoscrittrici, Atlantia, ACS ed Hochtief hanno intenzione di sottoscrivere un contratto a lungo termine al fine di massimizzare la relazione strategica e le sinergie tra di loro ed Abertis in

¹⁰⁷ Per *Special Purpose Vehicle* (SPV) o Società Veicolo, si intende una nuova società creata appositamente con lo scopo di far fronte ad una specifica attività.

¹⁰⁸ Per Patto Parasociale si intendono quegli accordi effettuati dalle parti, non obbligatori, che vincolano i soli sottoscrittori. Nella dottrina del diritto societario, fanno parte dei contratti parasociali quegli accordi stipulati dagli azionisti che sono distaccati dallo statuto, e che vincolano soltanto i sottoscrittori.

nuovi progetti di partnership pubblico-privata (*private-public partnership*¹⁰⁹), progetti di costruzione (*greenfield*) e di gestione (*brownfield*).

- OPA di Atlantia: sulla base dei suddetti accordi Atlantia rinunciarebbe alla propria Offerta sulle azioni di Abertis.

Con tale investimento Atlantia ed ACS danno inizio ad una partnership che coinvolge il gruppo di costruzione di infrastrutture complesse più grande al mondo (ACS e Hochtief) e il gruppo con il più ampio portafoglio di concessioni al mondo (Atlantia e Abertis).

In una assemblea, tenutasi il 14 marzo del 2018, il CEO di Atlantia, l'Ing. Giovanni Castellucci ha così commentato questa Operazione:

“Siamo felici dell’opportunità di cooperare con ACS in Abertis, per sviluppare appieno il potenziale di valore e anche per poter creare una piattaforma globale entrando in paesi dove Atlantia non era presente, come in USA, Canada, Australia e Germania. Crediamo che il nostro ingresso in Hochtief non sia solo una valida opportunità finanziaria ma soprattutto industriale, che fa di Atlantia ed Abertis i leader mondiali nello sviluppo di infrastrutture di trasporto.”

(Castellucci, 2017)

Il 23 marzo 2018 le parti hanno firmato un accordo vincolante con le quali si è ufficializzato l’investimento congiunto in Abertis Infraestructuras, S.A.

Conseguentemente Hochtief ha presentato alla CNMV una richiesta di modifica della propria Offerta al fine di eliminare tutte le condizioni della stessa, ad eccezione della Condizione Minima di Accettazione del 50% del capitale più 1 azione.

Il corrispettivo offerto nell’OPA modificata sarà interamente per cassa e consisterà in un prezzo di acquisto pari a €18.36 per azione, come già accennato, per l’intero capitale di Abertis.

¹⁰⁹ Cfr. Cap.2 paragrafo 2.4 in avanti

Il 12 aprile del 2018 Atlantia ha comunicato la decisione di ritirare l'Offerta Pubblica di Acquisto e/o Scambio volontaria sulla totalità delle azioni ordinarie emesse da Abertis Infraestructuras, S.A. approvata dalla CNMV il 9 ottobre 2017.

3.16 L'Offerta Pubblica di Acquisto e/o Scambio congiunta

Come già detto, l'offerta per l'acquisizione della totalità delle azioni di Abertis Infraestructuras S.A. rimane quella di Hochtief, opportunamente modificata, ovvero trasformandola in un'Offerta interamente cash per il 100% della società al prezzo unitario di €18,36, per poter affiancare i criteri che sono stati stabiliti dall'accordo sottoscritto dalle parti.

Al termine dell'Operazione, Hochtief dovrà cedere l'intera partecipazione acquisita in Abertis ad una nuova società ("SPV") costituita e capitalizzata dai soci per i seguenti importi:

- Atlantia apporterà un capitale pari a 3.5 miliardi di Euro attraverso il quale andrà a detenere il 50% più 1 azione della società spagnola;
- ACS apporterà un capitale pari a 2.1 miliardi di Euro grazie al quale avrà una partecipazione in Abertis pari al 30%;
- Hochtief sarà in possesso di una partecipazione pari al 20% meno 1 azione grazie ad un capitale apportato pari a 1.4 miliardi di Euro.

La SPV sarà una società di diritto italiano o spagnolo e sarà capitalizzata mediante un apporto di capitali totale pari a 7 miliardi di Euro [3.5(Atlantia) + 2.1(ACS) + 1.4(Hochtief)] per l'acquisto del 100% di Abertis.

All'interno di tale operazione Atlantia acquisirà da ACS una quota di partecipazione compresa tra il 12% e il 24% del capitale di Hochtief al prezzo di 146,42€ per azione pari ad un controvalore di 2.5 miliardi di Euro.

I proventi che riceverà ACS dalla cessione della quota di Hochtief saranno riutilizzati per finanziare l'Operazione tramite:

- 1) La capitalizzazione nello SPV
- 2) Un aumento di capitale di Hochtief pari al 0.9 miliardi di Euro

Ovviamente la struttura dell'Operazione è subordinata alla mancata opposizione da parte della CNMV e dall'approvazione della modifica all'Offerta di Hochtief.

Gli elementi essenziali dell'accordo, i quali sono sottoposti all'approvazione da parte dei CdA coinvolti nell'Operazione, sono:

- 1) Il *Term Sheet*;
- 2) L'*Investment Agreement*;
- 3) La Capitalizzazione e la *Governance* dello SPV

3.16.1 Il *Term Sheet*

Questo documento viene sottoscritto dalle parti ed è caratterizzato dal fatto di non avere natura contrattuale.

Esso contiene solamente quelli che sono i punti fondamentali dell'Operazione e deve essere approvato dai CdA coinvolti.

I punti qualificanti di tale Operazione sono:

- I) Investimento da parte di Atlantia S.p.A., ACS Actividades de Construcción y Servicios S.A. e Hochtief AG in Abertis S.A. attraverso un investimento in uno *Special Purpose Vehicle*;
- II) Sottoscrizione da parte di ACS di un aumento di capitale riservato in Hochtief;
- III) L'acquisto da parte di Atlantia di una partecipazione in Hochtief da ACS;
- IV) La *corporate governance* dello SPV e di Abertis;
- V) L'Accordo Commerciale tra Hochtief, Atlantia, ACS e Abertis.

3.16.2 L'*Investment Agreement*

All'interno di questo documento sono presenti i termini specifici essenziali già concordati tra le parti:

- a) Hochtief modificherà la propria offerta eliminando la controprestazione obbligatoria con nuove azioni, confermando il prezzo di Euro 18,36 in denaro; manterrà la condizione minima di adesione del 50% + 1 azione; si procederà allo *squeeze out* in caso di raggiungimento di quota pari o superiore al 90% delle

- azioni di Abertis oppure al *delisting* di Abertis in caso di raggiungimento di una quota tra il 59% + 1 e il 90%;
- b) L'impegno di Atlantia a ritirare la propria offerta su Abertis, previa modifica dell'offerta di Hochtief che dovrà essere approvata dalla CNMV;
 - c) L'impegno di Hochtief a trasferire la azioni di Abertis nello SPV;
 - d) L'impegno di ACS, alla data di capitalizzazione dello SPV, a sottoscrivere un aumento di capitale riservato in Hochtief fino ad un massimo di n° 6.43 milioni di azioni ad un prezzo di Euro 146,42 per azione;
 - e) L'impegno di Atlantia di acquistare, alla data di capitalizzazione dello SPV, una quota di Hochtief da ACS ad un prezzo per azione di 146,42 Euro fino ad un prezzo massimo di 2.5 miliardi di Euro;
 - f) L'impegno di Hochtief, su richiesta di Atlantia, a porre in essere tutte le azioni necessarie per far sì che Abertis venda ad Atlantia la partecipazione in Cellnex ad un *range* di prezzo fissato tra Euro 21,20 e 21,50 per ciascuna azione, dando alla stessa Atlantia il diritto di stabilire se acquistare l'intera quota del 34% o una quota del 29,9%.

3.16.3 La Capitalizzazione e la Governance dello SPV

La Capitalizzazione dello SPV avrà luogo all'esito del perfezionamento dell'Offerta.

Il capitale sociale, come già visto, sarà suddiviso tra le tre parti come segue:

- Atlantia: 50% + 1 azione
- ACS: 30%
- Hochtief: 20% - 1 azione

Lo SPV sarà una società di diritto Europeo, il cui ordinamento giuridico di appartenenza (spagnolo o italiano) sarà scelto al fine di ottimizzare la struttura di acquisizione e sarà capitalizzata come segue:

- *Equity Contribution* fino a €7.0 miliardi, in funzione della partecipazione finale acquistata da Hochtief.
- Inoltre le parti si impegnano ad aumentare l'*Equity Commitment* fino a €8.0 miliardi se questo fosse necessario per mantenere il *rating* BBB a livello consolidato (SPV e Abertis);

- Debito fino a €10.0 miliardi (di cui €9.7 miliardi da utilizzare per pagare l'acquisizione delle azioni Abertis da Hochtief).

Per quanto concerne la *Governance* dello SPV e di Abertis, questa sarà regolata da uno *Shareholders Agreement* (SHA) da sottoscrivere alla data di costituzione dello SPV sulla base di determinate clausole:

- Un *lock-up period*¹¹⁰ di 5 anni;
- Al termine di tale periodo, è previsto un diritto di ROFO (*Right of First Offer*) in caso di vendita a terzi di una partecipazione inferiore al 35%; mentre è previsto un diritto di prelazione in caso di vendita a terzi di una partecipazione superiore al 35%;
- Divieto di vendita a *Competitor* europei¹¹¹ di Atlantia e ACS e precisamente a VINCI, FERROVIAL e EIFFAGE;
- In caso di fusione tra lo SPV e Abertis, le previsioni dello SHA saranno riportate in un nuovo SHA avente ad oggetto Abertis;
- In caso di acquisto del controllo di ACS a seguito di OPA ostile lanciata da *competitor* della stessa, Atlantia avrà diritto di acquistare tutte le quote dello SPV o di Abertis;
- Lo SPV avrà un CdA composto da 9 membri di cui 5 (incluso il Presidente) designati da Atlantia, 2 designati da ACS e 2 da Hochtief;
- Le delibere del Consiglio di ACS saranno prese a maggioranza semplice, fatta eccezione per le materie cd. riservate¹¹² per le quali è richiesto il voto favorevole di almeno un rappresentante di ACS/Hochtief e di Atlantia;
- Abertis avrà un CdA composto da 9 membri di cui 5 designati da Atlantia e 4 da ACS/Hochtief; il Presidente verrà nominato/revocato da ACS/Hochtief;

¹¹⁰ Il *Lock-Up Period* è un periodo di tempo all'interno del quale le azioni prese in considerazione non possono essere scambiate sul mercato.

¹¹¹ Cfr. Cap.2, paragrafi 2.3 in avanti.

¹¹² Operazioni sul capitale sociale; modifiche statutarie; IPO e *listing* dello SPV o di Abertis; M&A sopra la soglia di €80 milioni; operazioni parti correlate diverse da quelle previste nell'Accordo Commerciale; politica finanziaria e dei dividendi.

- Atlantia nominerà il CEO determinandone i poteri. Per i primi 3 esercizi tale ruolo verrà ricoperto dall'attuale CEO di Atlantia, Ing. Giovanni Castellucci.
- Atlantia ha il diritto di nominare/revocare il CFO;
- Le delibere del Consiglio di Abertis saranno prese in maggioranza semplice, fatta eccezione per le materie cd. riservate per le quali è richiesto il voto favorevole di almeno un rappresentante di ACS/Hochtief e di Atlantia;
- Allo scadere del SHA, della durata di 10 anni, ciascuna parte ha diritto di richiedere l'IPO sulla base delle condizioni previste. È prevista un'ipotesi di scioglimento anticipato dello SHA decorsi 5 anni.

Questi sono i tre principali temi discussi dalle parti che riguardano l'intera Operazione, di seguito uno schema illustrativo di quella che sarà la Struttura della stessa.

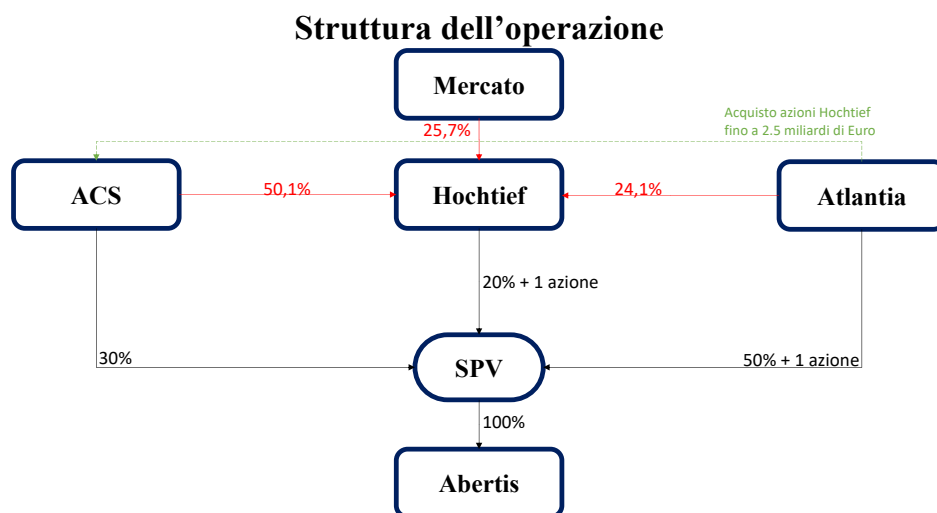


Figura 22: Struttura dell'Operazione, Fonte propria.

3.17 Finanziamento dell'Operazione

3.17.1 Fabbisogno Finanziario in capo ad Atlantia

Come visto in precedenza, ad Atlantia erano state concesse delle linee di credito, di complessivi 11.65 miliardi di Euro, per poter finanziare la propria offerta pubblica di acquisto¹¹³. Al ritiro dell'offerta tali linee saranno cancellate.

¹¹³ Cfr. Paragrafo 3.10.3

Il sopravvenuto fabbisogno finanziario di circa 7.06 miliardi di Euro, derivante dalla nuova struttura, sarà coperto da una combinazione di Cassa Disponibile, nella misura di 3.06 miliardi di Euro, e da Linee Finanziarie per un totale di 4.0 miliardi di Euro così formate:

- 1) Linea *Term Loan*: fino a 1.500 milioni di Euro, con una vita media di 4,4 anni e rimborso in *tranches* con scadenze comprese tra i 4 e 5 anni.
- 2) Linea *Bridge to Bond*: fino a 2.500 milioni di Euro, rimborso *bullet* (ovvero a scadenza), durata di 18,5 mesi dalla data di firma.

L'ammontare totale del fabbisogno finanziario verrà utilizzato per:

- Apportare *equity* nello SPV, fino a 3.5 miliardi di Euro, per una quota del 50% + 1 azione.
- Acquistare azioni Hochtief da ACS per un controvalore complessivo di 2.5 miliardi di Euro.
- Rimborsare la linea a breve termine da 1.06 miliardi di Euro, in scadenza il 31 agosto 2018, contrattata con Unicredit per l'acquisizione di Getlink.

3.17.2 Fabbisogno Finanziario in capo allo SPV

Questo fabbisogno viene calcolato a fronte dell'acquisto del 100% delle azioni Abertis e dei costi di transazione stimati in 16.95 miliardi di Euro, e sarà coperto da una combinazione di apporti di *equity* di 7.0 miliardi di Euro e delle linee finanziarie *senior unsecured* fino ad un massimo di 9.95 miliardi di Euro articolate in:

- 1) Linea *Term Loan*: fino a 3.000 milioni di Euro con una vita media di 4,4 anni e rimborso in *tranches* con scadenze comprese tra 4 e 5 anni.
- 2) Linea *Bridge to Bond*: per un importo fino a 4.250/4.750 milioni di Euro con rimborso *bullet* di durata 18,5 mesi dalla data di firma.
- 3) Linea *Bridge to Disposal*: di importo fino a 2.200/2.700 milioni di Euro con rimborso *bullet* di durata 18,5 mesi dalla data della firma.

3.18 14 maggio 2018, il risultato dell'Operazione

Il 14 maggio 2018, la *Comición Nacional del Mercado de Valores* ha comunicato che l'Offerta pubblica di acquisto formulata da Hochtief, AG sul 100% del capitale sociale di Abertis Infraestructuras, modificata in rispetto ai termini dell'accordo tra la società tedesca, ACS ed Atlantia, è stata accettata per un numero di azioni pari a 780.317.294, rappresentanti il 78,79% del capitale sociale.

Di conseguenza la suddetta offerta ha ottenuto un risultato positivo, dal momento che il numero di azioni favorevoli ha superato quello minimo di accettazione pari a 495.190.655.

L'Operazione tra Atlantia ed ACS/Hochtief è andata quindi a buon fine, dando origine così al più grande leader mondiale nella costruzione e gestione delle infrastrutture di trasporto, all'interno del quale la voce italiana rimane sempre la più forte.

Organigramma del Gruppo Atlantia post Operazione

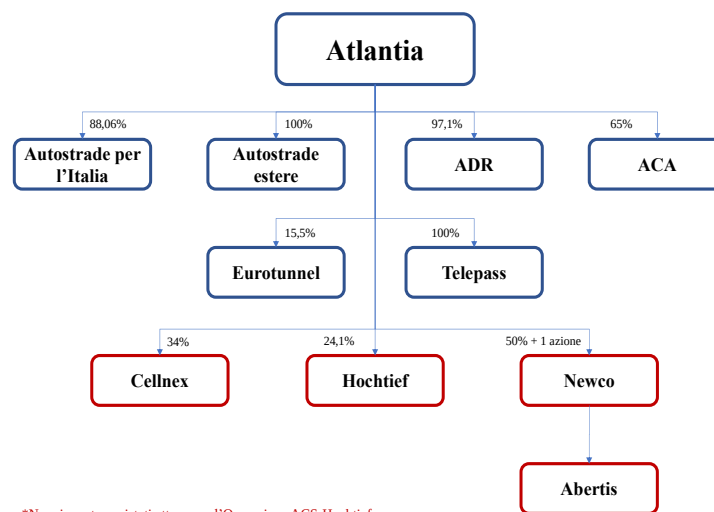


Figura 23: Organigramma del Gruppo post Operazione

CONCLUSIONI

Questo studio ha cercato di dimostrare come le imprese possano allargare i propri orizzonti e poter operare in una molteplicità di paesi differenti tramite le Operazioni di Finanza straordinaria, principalmente attraverso le M&A Cross-Border.

A tal fine è stato effettuato uno studio sull'Operazione di Acquisizione avviata da Atlantia S.p.A., società Italiana, nei confronti della concorrente spagnola Abertis Infraestructuras S.A.

Si è visto come da una semplice operazione di acquisizione sia nato uno scontro con l'inserimento nella trattativa della concorrente tedesca Hochtief, controllata da ACS; scontro bloccato sul nascere attraverso un'alleanza inedita tra le controparti, creando un'offerta congiunta.

Negli anni, solo un'altra volta era stato effettuato il tentativo di creare un colosso mondiale nell'asse Italia-Spagna: si parla della Telecom, controllata da Telco la quale, a sua volta, venne acquistata dalla compagnia iberica Telefónica attraverso l'acquisizione di una quota pari al 66%. Questa "avventura" però non finì nel migliore dei modi: infatti la compagnia spagnola chiuse i conti con una perdita prossima ai 3 miliardi di Euro. Pecca principale che minò tale operazione fu la natura prettamente finanziaria dell'accordo.

Diversamente da quanto accaduto in quel caso, l'Offerta Pubblica di Acquisto congiunta di Atlantia/ACS nei confronti della spagnola Abertis è basata su fondamenta principalmente industriali.

Questa si è rivelata un'occasione chiave per il gruppo italiano e per il Paese stesso: la compagnia italiana, già largamente presente in Gran Bretagna con l'investimento in Eurotunnel, grazie a questa operazione congiunta è diventata un operatore autostradale cruciale in tutto il vecchio continente: Francia, Italia, Spagna, ma anche Germania, dove entra grazie all'intesa con ACS.

I risultati di tale operazione non hanno fatto altro che confermare quello che è stato esposto nella teoria del primo capitolo, dimostrando la crescita esponenziale che una società può raggiungere attraverso le Operazioni di M&A Cross-Border.

Inoltre, il presente elaborato integra allo studio pratico, oltre che alla teoria, anche un'analisi dettagliata del mercato in cui tale Operazione è avvenuta.

Da questa analisi è emerso come il mercato delle infrastrutture di trasporto, in particolare quello delle autostrade e strade a pedaggio, sia largamente internazionalizzato e gestito principalmente da grandi operatori che spaziano in diversi paesi.

Una raccomandazione per le imprese che vogliano affrontare questa tipologia di internazionalizzazione potrebbe essere quella di studiare approfonditamente il mercato e vagliare, tra i vari concorrenti, quelli con i quali si potrebbe creare un'alleanza.

Un punto fondamentale, il quale dovrebbe essere tutelato da tutte le imprese, rimane quello della tutela delle persone, interne ed esterne all'impresa acquisita; punto che Atlantia ed ACS hanno tenuto ben presente, mantenendo un rapporto di completa apertura sia nei confronti della società Abertis nel suo insieme sia nei confronti di ogni singolo soggetto al suo interno.

In conclusione, questo studio ha dimostrato in maniera positiva come due imprese, già molto grandi e stabili nel proprio mercato, abbiano potuto creare, attraverso le Operazioni di M&A Cross-Border, un leader mondiale in un settore già molto competitivo, quello delle infrastrutture di trasporto urbano ed aereo.

Bibliografia

- AIFI, (n.d.). *Guida M&A: Come valutare, acquistare e cedere un'azienda*.
- Andersen O., (1997). *Internationalization and market entry mode: a review of theories and conceptual framework*.
- Atlantia S.p.A., (2017). Comunicato Stampa, marzo 20, 2017.
- Berk J., DeMarzo B., (2015). *Finanza Aziendale Avanzata 1*, Pearson Italia, Milano, Torino.
- Brouthers, K.D., (2002). *Institutional, cultural and transaction cost influences on entry mode choice and performance*.
- Brouthers, K.D., Brouthers, L.E., (2000). *Acquisition or greenfield start-up? Institutional, cultural and transaction cost influences*.
- Caiazza R., (2011). *Cross-Border M&A Determinanti e Fattori Critici di Successo*, Giappichelli Editore, Torino.
- Capodicasa, A. (n.d.). *Appunti da lezioni di Strategie D'Impresa* del Professor. Costa, G., Università degli Studi di Padova, Padova
- Centro Ricerche Economiche, Sociologiche e di Mercato (CRESME), (2017). *Il Mercato del PPP in Italia, Rapporto 2017*.
- Davis P.S., Desai, A.B., Francis, J.D., (2000). *Mode of international entry: an isomorphism perspective*.
- Department of Infrastructure and Regional Development (DIRD), (2008). *National Public Private Partnership Guidelines*.
- Dunning J. H., Buckley P. J., (1977). *International production and alternative models of trade*.
- Fontana F., Boccardelli P., (2015). *Corporate strategy*, Hoepli Editore, Roma.

Guenzi G., Damasco M., (2017). *Folletto Explicativo, Oferta Pública de Adquisición de Acciones de Abertis Infraestructuras, S.A. formulada por Atlantia, S.p.A.*

Harzing, A.W., (2002). *Acquisitions versus greenfield investments: international strategy and management of entry modes.*

Hennart J.F., Reddy S., (1997). *The choice between mergers/acquisitions and joint ventures: the case of Japanese investors in the United States.*

Huber G.P., (1991). *Organizational learning: the contributing processes and literatures.*

Kang, N. and Johansson S., (2000), *Cross-Border Mergers and Acquisitions: Their Role in Industrial Globalisation*, in *OECD Science, Technology and Industry Working Papers*, 2000/01, Pubblicazione dell'OECD, Parigi.

KMPG, (2014). *Rapporto Merger & Acquisition: “La ripresa si consolida, ma l'Italia è sempre più preda”.*

Kogut, B., Singh, H., (1988). *The effect of national culture on the choice of entry mode.*

KPMG, (2016) *Rapporto Merger & Acquisition, “La ripresa si consolida: numeri record per il mercato di M&A”.*

Marcelino Fernández Verdes D., Georg von Bronk D., (2018). *Oferta Pública Voluntaria, con carácter de Competidora, de Adquisición de acciones de Abertis Infraestructuras, S.A. formulada por HOCHTIEF Aktiengesellschaft.*

Minerva, V. (n.d.). *Appunti da lezioni di Tecnica Professionale* del Professor Dalla Segna, F., Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano

Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti (MIT), Settore Autostradale in Concessione, Relazione attività 2016.

Morck R., Yeung B., Wu W., (1999). *The Information Content of Stock Markets: Why do Emerging Markets have Synchronous Stock Price Movements?*

Nanut V., Tracogna A., (2011). *Processi di Internazionalizzazione delle Imprese: Vecchi e Nuovi Paradigmi.*

Newbury, W., Zeira, Y., (1997). *Generic differences between equity international joint ventures (EIJVs), international acquisitions (IAs), and international greenfield investments (IGIs): implications for parent companies.*

Osborne S., (2002). *Public-Private Partnerships: Theory and Practice in International Perspective*, Taylor & Francis.

Pansa A., Agnese P., (2016). *Operazioni di Finanza Straordinaria*, McGraw-Hill Education Editore.

Porter M. E., (2011). *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, Einaudi Editore.

Ragazzi G., Rothengatter W., (2005). *Research in Transportation Economics Vol.15, Procurement and Financing in Motorways in Europe.*

Real Decreto 1066/2007, (27 luglio 2014), *sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores*, ultima modifica.

Schintu M., (2018). *Le Autostrade in Concessione: Infrastruttura e Gestione*, Roma.

Shimizu K., A Hitt M., Vaidyanath D., Pisano V., (2004). *Journal of International Management.*

Snichelotto M., Pegoraro A., (2009). *Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo*, in “RiViSta”, n.3.

Verdes M. F. D., von Bronk D. G., (2018), *Oferta Pública Voluntaria, con carácter de competidora, de adquisición de acciones de abertis infraestructuras, S.A. formulada por Hochtief Aktiengesellschaft.*

Wilson B.D., (1980). *The propensity of multinational companies to expand through acquisitions.*

Sitografia

www.edizione.it

www.lastampa.it

www.Sintonia.it

www.tirrenica.it

<http://www.abtriangulodosol.com.br/>

<http://www.scloslagos.cl/>

[https://www.enac.gov.it/L%27Enac/Rapporti con Istituzioni e Associazioni/Organismi internazionali/Comunitari/EASA/index.html](https://www.enac.gov.it/L%27Enac/Rapporti_con_Istituzioni_e_Associazioni/Organismi_internazionali/Comunitari/EASA/index.html) (EASA)

[https://www.hochtief.com/hochtief en/0.jhtml](https://www.hochtief.com/hochtief_en/0.jhtml)

<https://www.abertis.com/en/>

<https://www.hispasat.com/en/inicio>

<https://www.eutelsat.it/home.html>

<https://www.cnmv.es/portal/home.aspx>

<https://www.pwc.com/it/it.html>

<http://www.fne.gob.cl/>

<https://www.bnamericas.com/company-profile/es/agencia-nacional-de-transportes-terrestres-antt-antt>

<http://www.anatel.gov.br/institucional/>

<http://www.artesp.sp.gov.br/Style%20Library/extranet/index.aspx>

<https://www.justice.gov/>

<https://www.ftc.gov/>

<http://www.cade.gov.br/>

<https://www.argentina.gob.ar/defensadelacompetencia>

http://www.camera.it/cartellecomuni/leg14/RapportoAttivitaCommissioni/testi/05/05_cap23_sch03.htm

http://corrieredelveneto.corriere.it/vicenza/economia/17_settembre_21/valdastico-nord-ecco-come-sara-ece878ee-9e9a-11e7-be30-8722ad0a2d43.shtml

https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma_it

<http://www.cesr-eu.org/index.php>

<https://www.telepass.com/it/privati>

<http://www.grupoccr.com.br/>

http://www.treccani.it/enciclopedia/acquisizione_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opa.htm>

http://www.treccani.it/enciclopedia/fusione_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

<http://www.bankpedia.org/index.php/it/107-italian/i/20691-investimento-diretto-estero-ide-enciclopedia>

https://www.oecd-ilibrary.org/science-and-technology/cross-border-mergers-and-acquisitions_137157251088

<https://www.gfmag.com/global-data/economic-data/value-of-cross-border-maa-by-region-country>

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/mergers-acquisitions/us-m-a-cross-border-pov-spread.pdf>

<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/it/pdf/2017/07/KPMG-Rapporto-MA-2016.pdf>

https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2015/04/KPMGMA2014_web.pdf

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

<http://www.programmazioneeconomica.gov.it/2017/04/10/la-storia-del-comitato-interministeriale-per-la-programmazione-economica-cipe/>

<http://www.aiscat.it/benvenuto.htm?ck=1&nome=aiscat&idl=1>

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

<http://www.sav-a5.it/>

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

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

<http://www.tirrenica.it>

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

<http://www.brebemi.it>

<http://www.tangenziale.esterna.it/>

Ringraziamenti

Questa tesi sancisce la fine di un percorso, un percorso di due anni in questa splendida università, ma che complessivamente ha visto scorrere cinque anni della mia vita.

Non posso concludere, quindi, questo elaborato, o meglio questo percorso, con un infinito ringraziamento a tutte quelle persone che mi sono state vicino e mi hanno accompagnato in questa avventura.

Un primo, grande, ringraziamento va al mio Relatore, Roberto Dandi, il quale mi ha dato la possibilità di sviluppare questa tesi e mi ha guidato dal principio fino alla fine, aiutandomi e dedicandomi parte del suo tempo; correggendo i miei sbagli e dandomi lezioni che solo un Professore come lui può dare. Grazie

Ringrazio di cuore il mio Correlatore, Matteo Caroli, il quale, pur non essendo stato un suo alunno diretto, è entrato a far parte del mio percorso formativo ed ha contribuito a farmi essere la persona che sono ora. Grazie

Grazie ai miei genitori, le due persone più importanti della mia vita che mi hanno sempre supportato e guidato verso ciò che era più giusto per me. Grazie

Un grazie speciale lo rivolgo a mia nonna Naide e mio nonno Ivo, senza i quali non avrei potuto frequentare questa università e non sarei potuto diventare la persona che sono oggi. Grazie

Grazie ai miei nonni, Maria Teresa e Sergio, maestri di vita che mi sono sempre stati accanto. Grazie

Grazie ai miei amici, con i quali ho passato innumerevoli avventure che non dimenticherò mai. Grazie

Caterina, tu mi hai dato sempre la forza di andare avanti ed affrontare tutti i problemi; mi sei sempre stata vicino, anche in momenti meno positivi e per questo non smetterò mai di ringraziarti. Grazie

Grazie di cuore a tutti quelli che ho incontrato in questo percorso, amici, colleghi, professori ed estranei che in un certo senso sono entrati a far parte di quello che è stato il percorso più bello e più difficile affrontato fino ad ora.

GRAZIE A TUTTI.