LUISS

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale Corso Avanzato

Le operazioni di M&A come strumento strategico di vantaggio competitivo

Relatore:
Chiar.mo Prof:
Luigi Gubitosi

Candidato:
Paolo Foti
Matr. 709081

Correlatore:
Chiar.mo Prof:
Alfio Torrisi

Anno Accademico 2019/2020

Alla mia famiglia,

Alle persone che amo,

A mia madre!

Grazie!

Indice

Introduzione …… 1

Capitolo primo – Le operazioni di M&A …… 4

1.1 Crescita interna e crescita esterna …….. 4

1.1.1. La crescita per linee interne ……... 5

1.1.2. La crescita per linee esterne ……... 7

1.2 Le operazioni di fusione e acquisizione …… 11

1.2.1. Le fusioni ……. 12

1.2.2. Le acquisizioni …… 14

1.3 Le motivazioni dietro le operazioni di M&A ……... 16

1.3.1 Le economie operative ……. 16

1.3.2 Le economie finanziarie e benefici fiscali …….. 17

1.3.3 Eliminazione delle inefficienze ……... 18

1.3.4 Combinazione di risorse complementari ……... 19

1.3.5 Eccesso di fondi e Teoria dell'Agenzia …….. 20

1.4 Le tipologie di M&A ……... 22

1.4.1 Le operazioni correlate e le operazioni conglomerali …… 22

1.4.2 Acquisizioni amichevoli e acquisizioni ostili …….. 25

1.4.3 Dimensioni dell'attivo e paese di appartenenza delle partecipanti …….. 28

1.5 Vantaggi e svantaggi delle operazioni di M&A ……. 29

1.5.1 I vantaggi ……... 30

1.5.2 Gli svantaggi …….. 33

1.6 M&A e concorrenza …… 35

1.6.1 Gli impatti delle operazioni di M&A sulla concorrenza …… 35

1.6.2 Legge a tutela della concorrenza …….. 38

Capitolo secondo – Il processo di acquisizione ed i metodi di valutazione ……. 39

2.1 Introduzione …… 40

2.1.1 Selezione …… 41

2.1.2 Valutazione ……... 42

2.1.3 Negoziazione ……. 43

2.1.4 Integrazione …….. 45

2.2 Gli obiettivi della valutazione ……. 46

2.2.1 Acquisizione e fusione di un'azienda …….. 47

2.2.2 Quotazione nei mercati finanziari ……... 48

2.2.3 Private equity, venture capitale e auto-diagnosi …… 49

2.3 I principali metodi di valutazione …….. 50

2.3.1 *Il Discounted Cash Flow Model (DCF)* …… 52

2.3.2 Il *Dividend Discount Model (DDM)* ……. 58

2.3.3 Il metodo delle Opzioni Reali …….. 60

2.3.4 Il metodo dei multipli di mercato ……. 62

2.3.5 Il metodo dei multipli delle transazioni comparabili ……. 66

2.3.6 I metodi patrimoniali …… 68

2.3.7 I metodi reddituali …… 69

2.3.8 I metodi misti: *L'Economic Value Added (EVA)* …… 71

2.4 Premio di acquisizione, valore *stand alone* e valore delle sinergie ……... 74

Capitolo terzo – Andamento del mercato M&A ……. 76

3.1 Storia del mercato M&A ……. 77

3.1.2 Le *merger waves* …… 78

3.2 Andamento globale delle operazioni M&A 2018 …….. 82

3.2.1 Comparazione continenti ……. 83

3.2.2 Comparazione settori ……... 85

3.3 Andamento mercato M&A 2019 …… 86

3.4 Andamento mercato M&A italiano 2018 e 2019 …….. 88

3.4.1 Settori coinvolti ……. 90

3.4.2 La direzione delle operazioni M&A italiane …….. 92

Le operazioni Italia su Italia

Le operazioni estero su Italia

Le operazioni Italia su Italia

3.5 Andamento mercato M&A nel primo trimestre 2020 …….. 95

3.6 Impatto della pandemia *COVID-19* sul mercato M&A e prospettive future ……. 97

Capitolo quarto – L'acquisizione di Versace da parte di Michael Kors ……. 99

4.1 Il settore della moda ……... 99

4.1.1 Il mercato del lusso …… 101

4.2 Michael Kors Holding Ltd ……... 105

4.3 Gianni Versace Srl …… 107

4.4 L'acquisizione di Versace …… 110

4.4.1 Gli obiettivi dell'acquisizione e le sinergie ricercate …….. 112

4.4.2 La valutazione di Versace e la risposta del mercato …….. 114

4.4.3 Primi risultati della nuova Capri Holding Limited …… 122

4.5 Influenza della pandemia Covid-19 e prospettive future …….. 125

Conclusioni …….. 128

Bibliografia …….. 131

Introduzione

In un contesto economico fortemente globalizzato come quello odierno, caratterizzato da un'elevata dinamicità dei mercati, le imprese sono portate a dover fronteggiare continuamente nuove sfide per crescere, rimanere competitive e quindi sopravvivere nel tempo. L'internazionalizzazione della competizione ha infatti costretto le società ad aggiornare sempre più frequentemente le proprie strategie in modo da poter reagire tempestivamente ai cambiamenti del mercato e rispondere con successo alle nuove o mutate esigenze dei consumatori.

La trattazione di questo elaborato mira all'analisi dettagliata di una delle operazioni con cui le aziende perseguono il proprio obiettivo di crescita, nel tentativo di ottenere un vantaggio competitivo sui concorrenti: le operazioni di fusione e acquisizione (note soprattutto con l'acronimo inglese *M&A: mergers and acquisitions)*.

Tali operazioni rappresentano al giorno d'oggi uno dei percorsi di crescita più frequentemente adottati dalle imprese per il perseguimento dei propri obiettivi strategici. Ciò è dovuto principalmente alla caratteristica rapidità che contraddistingue queste operazioni rispetto a percorsi di crescita per linee interne, e che permette alle imprese di entrare in nuovi mercati o accedere a nuove tecnologie, innovazioni e competenze in modo veloce e flessibile. Per queste ragioni, le M&A sono state nel tempo utilizzate sempre più frequentemente dalle aziende nelle proprie strategie mirate all'ottenimento di un vantaggio competitivo.

Ciò premesso, l'elaborato viene strutturato in quattro capitoli per delineare un profilo completo delle operazioni di fusione e acquisizione. Nel primo, è introdotta l'operazione nel

quadro dei diversi percorsi di crescita delle imprese, distinguendo le varie tipologie di M&A attuabili nel perseguimento delle strategie aziendali. Sono successivamente delineate nel dettaglio le caratteristiche peculiari di queste operazioni e le motivazioni alla base della scelta di acquisire, evidenziandone i vantaggi, gli svantaggi e le tipiche criticità dalle quali dipende il successo dell'operazione stessa.

Il secondo capitolo della tesi è incentrato su uno degli aspetti più determinanti per la riuscita dell'operazione di acquisizione o fusione, ovvero il processo di valutazione dell'azienda *target*. A tal proposito sono descritti i principali metodi valutativi adottati nella prassi, le caratteristiche e le motivazioni alla base della scelta di un metodo rispetto ad un altro, in funzione dei punti di forza e dei limiti propri a ciascun metodo.

Il terzo capitolo è dedicato all'analisi del mercato M&A partendo da una descrizione storica del fenomeno e proseguendo attraverso lo studio delle dinamiche globali e nazionali che caratterizzano il mercato odierno. L'obiettivo del capitolo è quello di descrivere le principali dinamiche del mercato degli ultimi due anni per comprendere l'evoluzione e l'importanza che tali operazioni assumono oggi nella pianificazione strategica delle imprese.

Infine, nell'ultimo capitolo di questo lavoro è analizzato il caso aziendale relativo all'acquisizione dell'azienda di moda italiana Versace da parte della *holding* americana Michael Kors. Questa operazione ha suscitato al tempo molto clamore sia per la valutazione effettuata che per gli obiettivi che le due società si sono proposte di raggiungere, venendo a delineare un esempio perfetto dell'utilizzo delle *M*&A per fini strategici.

L'obiettivo di questa tesi è quindi quello di fornire al lettore una descrizione dettagliata delle operazioni e del mercato M&A, evidenziando in particolar modo il legame con le finalità

strategiche che portano le imprese ad acquisire operatori esterni per ottenere un vantaggio competitivo.

Capitolo Primo – Le operazioni di M&A

1.1 Crescita interna e crescita esterna

Sono diverse le ragioni per cui le imprese considerano la crescita come un fattore critico per il successo e la salute delle stesse nel lungo periodo. Le aziende di tutti i settori cercano di crescere per acquisire le dimensioni e le risorse necessarie per competere su scala globale, per investire nelle nuove tecnologie, per controllare i canali di distribuzione e garantirsi l'accesso ai mercati, per ottenere economie di scala e di scopo, per incrementare il raggio di azione e di complementarietà, per aumentare il potere contrattuale verso clienti e fornitori o implementare la notorietà che permette di attirare risorse umane di qualità. Inoltre, molti dirigenti sono dell'opinione che le aziende debbano crescere per restare economicamente sane, e che l'interruzione della crescita equivalga alla stagnazione (RICHARD L. DAFT, 2017). Questi, sono molti dei vantaggi economici e strategici che permettono alle imprese di considerare la crescita come un fattore positivo. Ciò vale ancor di più nell'attuale contesto competitivo caratterizzato da un'economia globale, il quale ha un duplice effetto sulle imprese di ogni Paese. Da un lato crea nuove opportunità di sviluppo in aree prima non servite, dall'altro espone l'impresa a minacce cui, nel contesto passato, caratterizzato da barriere all'entrata ed assenza di commercio internazionale, erano debolmente esposte. Questi effetti, ed in particolare quello negativo, si presentano con magnitudo più rilevante in un contesto industriale caratterizzato dalla presenza di imprese di piccole dimensioni (come quello italiano). Di conseguenza, le "soluzioni" che dovrebbero essere adottate alla luce del nuovo quadro competitivo interessano sempre di più i confini dimensionali delle imprese. Occorre tuttavia precisare, che non è empiricamente dimostrato che un percorso di crescita

(sia questo per linee interne o esterne) comporti necessariamente una maggiore profittabilità per le imprese. Questo perché optare per un percorso di crescita richiede una profonda comprensione di aspetti strategici, economici ed organizzativi prima, durante e dopo l'attuazione, il che fa aumentare il rischio connesso al possibile insuccesso dell'operazione stessa. È dunque necessario effettuare un'attenta analisi in fase di programmazione delle strategie per essere il più possibile sicuri che la scelta di perseguire la crescita, e la sua modalità di attuazione, sia la più giusta per l'impresa in questione.

Qualora lo sviluppo dimensionale sia ritenuto necessario dall'impresa per l'attuazione della propria strategia, questa può perseguirlo attraverso due diversi percorsi di crescita: la crescita per linee interne e la crescita per linee esterne. Quella che viene a configurarsi è dunque una scelta di *make* (crescita per linee interne) *or buy* (crescita per linee esterne), che non può essere generalizzata, in quanto ogni settore produttivo ha caratteristiche proprie, che possono costituire dei vincoli o delle zone di libertà alla scelta a seconda dei casi. Occorre quindi avere ben chiari i vantaggi e gli svantaggi che l'alternativa presenta.

1.1.1 Crescita per linee Interne

La crescita per linee interne consiste nella realizzazione di nuove attività attraverso il ricorso ed il reinvestimento delle risorse (umane, finanziarie e tecnologiche), delle competenze e delle capacità accumulate nel tempo dall'impresa e che questa possiede internamente, per favorire la crescita organica della società. La crescita endogena è caratterizzata nella sua natura da tempi di realizzazione piuttosto lunghi: possono infatti trascorrere molti anni prima che il processo di crescita sia interamente realizzato. La lunghezza di queste tempistiche

permette, però, alle imprese di affrontare la crescita in modo graduale, producendo capacità e conoscenze che vengono accumulate nel tempo e facendo sì che il vantaggio competitivo che ne devira risulti maggiormente difendibile (RISPOLI 2002).

Le imprese possono implementare percorsi di crescita interna i modi diversi a seconda delle condizioni di contesto del mercato di riferimento nonché delle strategie aziendali che si intende perseguire. La modalità più comune consiste nell'implementazione della capacità produttiva attraverso investimenti espansivi nelle strutture esistenti, come la creazione di nuove unità produttive e commerciali (per esempio per fronteggiare un aumento della domanda e mantenere e/o sottrarre una quota di mercato ai concorrenti). Altre modalità possibili possono essere l'introduzione di nuove linee di prodotto, la creazione di nuove società controllate dalla casa madre (SICCA 2001), oppure, ancora, attraverso percorsi di integrazione verticale[1], che consistono nella modifica dei confini verticali dell'attività svolta dall'impresa (a monte ed a valle) per conseguire riduzione dei costi o esercitare un maggior controllo sulla catena del processo produttivo. Infine, un ulteriore modalità di crescita è data dal perseguimento di strategie di diversificazione per entrare in nuovi mercati diversi da quelli già presidiati. Questo processo, a seconda dei confini tra i settori diversi in cui si sviluppa, ha diversi gradi di intensità: si distingue una diversificazione conglomerale e una di tipo correlato. La prima descrive l'espansione in settori sostanzialmente privi di alcun collegamento tecnico-produttivo o di mercato con quelli in cui l'impresa è già insediata (più caratteristica delle operazioni di M&A, in quanto le tecnologie e le competenze necessarie sono difficili da ottenere internamente alla realtà aziendale), mentre il secondo tipo indica la situazione in cui l'impresa diversifica in aree di business dove è possibile sfruttare

[1] L'integrazione verticale di un'impresa descrive l'entità delle attività verticalmente correlate ai fini della produzione e vendita di un determinato output che essa svolge direttamente al suo interno.

significative sinergie. Le ragioni alla base della spinta verso la diversificazione nel processo di crescita interna possono essere (FONTANA e CAROLI, 2017):

- Lo sfruttamento di risorse e competenze eccellenti al di fuori del settore di origine;
- L'utilizzazione di capacità in eccesso e la ricerca di nuove opportunità[2];
- Lo sfruttamento delle economie di estensione per assicurare ad esempio una più efficiente allocazione delle risorse;
- Lo sviluppo di un mercato interno qualora la diversificazione conduca alla creazione di un Gruppo aziendale nel quale possono essere scambiate risorse, come il capitale finanziario ed umano.

1.1.2 La crescita per linee esterne

Alternativamente a quanto visto finora, le imprese possono, nel perseguimento delle proprie strategie, adottare percorsi di crescita per linee esterne. Questa consiste nell'aumentare le proprie dimensioni esternamente (anziché internamente attraverso l'ampliamento delle proprie strutture aziendali) creando valore in maniera sinergica, quantitativamente e qualitativamente superiore alla somma dei singoli valori delle imprese coinvolte.

Mentre la crescita per linee interne avviene in maniera equilibrata, lenta, graduale e richiede un piano di investimenti ben congegnato, la crescita esogena può rivelarsi più semplice e soprattutto più veloce. Tuttavia, spesso comporta rilevanti problemi organizzativi relativi all'aggregazione tra aziende diverse, che se non affrontate correttamente possono portare alla crisi dell'intera struttura aziendale. Le operazioni di sviluppo per linee esterne

[2] Quando l'impresa dispone di capacità in eccesso rispetto alle esigenze connesse all'attività svolta nel suo settore di origine. Il caso più evidente è costituito dal capitale finanziario.

comprendono le alleanze strategiche[3], gli accordi strategici e le operazioni di fusione e acquisizione tra due o più imprese (M&A) che rispetto alle precedenti prevedono grado di integrazione superiore tra le realtà aziendali coinvolte.

La forma di alleanza strategica più comune e più avanzata dal punto di vista finanziario, strategico ed organizzativo sono le *joint venture* o il *capital venturing.* Sul piano giuridico si considera una joint venture anche un accordo contrattuale tra determinati soggetti per la realizzazione di un progetto per il quale i partner si impegnano a realizzare i necessari investimenti, e dal quale gli stessi trarranno proporzionalmente i benefici prodotti[4](CAROLI 2015). Tale operazione, però, nonostante rappresenti una notevole opportunità per gli obiettivi di crescita, presenta numerose criticità dovute, per esempio, ai conflitti che possono sorgere tra i partner riguardo ad: obiettivi, entità degli investimenti, differenza nelle culture aziendali, struttura di governo ed i legami con le *parent companies.* Il *capital venturing*, consiste invece nell'apporto di capitale di rischio da parte di un investitore (o una società) per finanziare l'avvio o la crescita di un'attività esterna in settori ad elevato potenziale di sviluppo.

Tra gli accordi strategici più comunemente utilizzati per perseguire la crescita aziendale si possono invece distinguere:

- Il Franchising: è una forma di collaborazione commerciale tra imprenditori indipendenti regolata da contratto e nella quale una parte *(franchisor),* concede ad uno o più terzi *(franchisee)* il diritto ad usare (dietro corrispettivo) la propria ragione sociale e/o il proprio marchio ed eventualmente altri segni distintivi per la vendita

[3] Le alleanze strategiche sono intese formali di medio-lungo termine tra due o più soggetti finalizzate al raggiungimento di specifici obiettivi, funzionali alle strategie competitive o di crescita nei mercati dei singoli partner coinvolti. Si distinguono dalle intese commerciali perché influenzano in modo significativo l'evoluzione dei soggetti coinvolti e prevedono forme rilevanti di controllo (CAROLI, 2015).

[4] Comunemente prevedono la costituzione di una nuova società attraverso gli apporti di risorse dei suoi promotori *(parent companies).*

di prodotti o la prestazione di servizi (sotto il controllo del *franchisor* al fine di garantire una prestazione uniforme e una qualità costante dei prodotti/servizi);

- Il Licensing: è un contratto in base al quale un soggetto (*licensor o licenziante)* attribuisce, dietro al pagamento di *royalties,* ad un soggetto terzo *(licensee o licenziatario)* il diritto di utilizzare e sfruttare economicamente, in un ambito territoriale precisato, specificati prodotti o *asset* (materiali o immateriali) di sua proprietà;

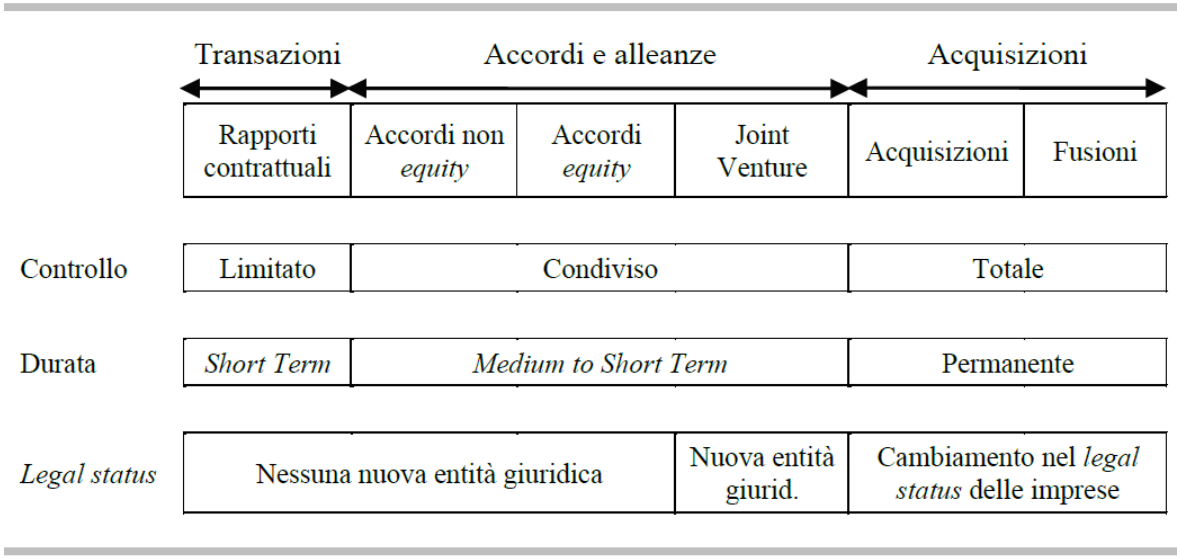
Infine, vi sono le acquisizioni e le fusioni (conosciute anche con l'acronimo inglese *M&A, Mergers and Acquisitions*) le quali consistono in operazioni straordinarie (in quanto prevedono la modifica dello statuto societario) che possono essere definite come processi di crescita esterna mediante i quali un'impresa ottiene le capacità e le risorse necessarie per implementare una determinata strategia, acquisendo o fondendosi con un'altra impresa già avviata. Questa modalità di crescita è stata attuata per lungo tempo dalle economie capitalistiche più avanzate, *in primis* nei paesi anglosassoni, anche se negli ultimi anni hanno visto una diffusione al livello sia nazionale che internazionale. Infatti, operazioni di fusione e acquisizione, con cui il controllo di un'impresa viene acquisito da un'altra impresa dando luogo, rispettivamente, ad una singola entità giuridica o ad un gruppo di imprese, hanno profondamente modificato la struttura industriale si dalla fine del secolo scorso (BENFRATELLO, 2001).

Questo aumento è dovuto principalmente alla rapidità che consente di ottenere nel raggiungimento del vantaggio competitivo rispetto al percorso di sviluppo autonomo interno all'azienda stessa che, come abbiamo visto in precedenza, richiederebbe un lasso temporale maggiore.

Queste operazioni sono favorite da particolari situazioni ambientali o di mercato, tali da rendere il processo di crescita per linee esterne preferibile alla crescita interna. Assumono quindi una maggiore rilevanza in particolari occasioni, come ad esempio la realizzazione di processi di crescita in settori maturi, dove è difficile erodere quote di mercato ai competitors, oppure nei casi in cui il fattore tempo assume un'importanza cruciale (MEGLIO 2004).

Sotto il punto di vista del controllo, le relazioni aziendali fin qui viste, possono assumere diverse forme, che possono essere riassunte in un *range* dove in un estremo si trovano le relazioni transazionali di breve termine formalizzate solitamente in un contratto (ad esempio il rapporto di fornitura); all'altro estremo sono presenti, invece, le acquisizioni e le fusioni, dove la relazione di controllo assume un carattere permanente (figura 1).

Figura 1 – Il controllo nelle relazioni aziendali



Fonte: Ns. elaborazione da Cools e Roos (2005), p. 8.

1.2 Le operazioni di acquisizione e fusione

L'acronimo anglosassone M&A (Mergers and Acquisitions) indica un ampio ventaglio di attività di finanza straordinaria di impresa, che modificano l'assetto proprietario di due o più entità aziendali. Rientrano, dunque, in questa classificazione le attività straordinarie di sviluppo per linee esterne di cessione di iniziative imprenditoriali che altri valorizzano più di quanto riesca a fare autonomamente l'attuale imprenditore, nonché molte aggregazioni realizzate tramite fusioni con partner sinergici[5], ma anche *spin-off* e altre fattispecie similari. Queste operazioni, nonostante siano caratterizzate da una maggiore velocità ed una apparente semplicità, sono rischiose e complesse in quanto prevedono difficoltà intrinseche nei processi di integrazione tra le diverse strutture aziendali ed anche nei processi di valutazione, che possono impedire o rendere più problematico il pieno raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Inoltre, le operazioni di M&A possono includere anche atri tipi di transazioni oltre alle fusioni ed acquisizioni, quali i consolidamenti, le offerte pubbliche di acquisto (OPA) e l'acquisto di attività, ma in questa sede ci occuperemo di analizzare più dettagliatamente le prime due fattispecie elencate.

Le acquisizioni e le fusioni, nonostante spesso accomunate nella trattazione, differiscono tra loro per alcuni aspetti caratteristici che riguardano forma giuridica, modalità di attuazione, finalità strategiche ed obiettivi. In questa parte del lavoro approfondiremo queste due fattispecie in modo da portare maggiore chiarezza sulle loro peculiarità.

[5] Si parla di "sinergia" quando il valore di due società fuse risulta superiore alla somma del valore delle due società prese singolarmente, ossia l'extra-valore creato dalla nuova entità che è maggiore della somma del valore delle singole parti.

1.2.1 Le fusioni

La fusione è un'operazione che consente a due o più imprese di unirsi. La legge non fornisce una definizione generale[6] di fusione, ma si limita ad individuare le "forme" giuridiche con le quali questa operazione può essere realizzata, ossia "*mediante la costituzione di una nuova società o mediante l'incorporazione in una società di una o più altre"*[7]. Si tratta rispettivamente delle due principali tipologie attraverso cui questa operazione può essere effettuata: la fusione in senso proprio (o pura o per unione), con la quale le società coinvolte perdono la loro identità giuridico-economia e "confluiscono" in una società di nuova costituzione estinguendosi; e la fusione per incorporazione, dove una società viene incorporata nell'altra e solo la prima perde la l'identità giuridica estinguendosi. Nel primo caso, i soci delle imprese che sono state coinvolte nell'operazione ottengono, in cambio delle azioni estinte, le nuove azioni o quote di partecipazione nella nuova entità in base ad un predeterminato rapporto di cambio con i vecchi strumenti finanziari detenuti nelle imprese di partenza. Nel secondo caso, invece, la società incorporante effettua un aumento di capitale sociale ed assegna ai soci della società inglobata, le nuove quote o azioni emesse. L'attribuzione, che rispetta le basi del rapporto di cambio con le vecchie azioni o quote dell'incorporata, fa sì che vengano di conseguenza annullate. La scelta della forma della fusione è influenzata da molteplici ed eterogenee considerazioni. Per esempio, nella pratica italiana, per motivazioni di natura tributaria, la fusione per incorporazione è la più diffusa ed in taluni casi, quest'ultima, avviene mediante il c.d. *leverage buy out* (l.b.o.), che consiste nell'acquisizione e nella successiva fusione di una società con elevata capacità di

[6] Una regolamentazione specifica è invece prevista dal Testo Unico della Finanza e dalla conseguente normativa secondaria per le fusioni relative alle società quotate, sotto forma di maggiori e più articolati obblighi di informazione ai soci e al pubblico.
[7] art. 2501, comma 1, sezione II, Codice Civile

autofinanziamento che viene realizzata da un'altra società facendo ricorso al debito (per lo più sotto forma di finanziamenti bancari) anziché al capitale, sfruttando il cosiddetto effetto leva dell'indebitamento[8] (ASSOCIAZIONE PREITE, 2012).

Tale operazione rappresenta la forma più completa del fenomeno di aggregazione aziendale (BRUNI, 1997), e per questa ragione, risulta di estrema complessità. Infatti, al fine di poter creare ed accrescere valore tramite questa operazione, occorre saper gestire la totale integrazione di tutte le risorse – materiali, immateriali ed umane – delle società partecipanti. All'aumentare dell'integrazione, cresce anche il livello di complessità organizzativa e manageriale delle imprese, che si trovano a dover assimilare diverse professionalità, competenze e culture aziendali, attraverso un processo che, se non gestito in maniera ottimale, rappresenta il più grande fattore d'insuccesso delle fusioni. L'evidenza empirica, peraltro, ci indica che un'operazione di M&A di successo, e la fusione in particolare, debba essere progettata anticipando il processo di integrazione che si vuole realizzare e allocando all'iniziativa adeguate risorse (GAGLIARDI, 2013). Per quanto riguarda gli obiettivi che si intendono perseguire, questa operazione è legata intimamente a finalità di crescita per l'impresa, in quanto la volontà di creare valore è il fattore trainante dell'operazione stessa, anche se quest'ultima può essere ottenuta attraverso il perseguimento degli obiettivi più disparati[9]. Infatti, quest'operazione è, per esempio, preferita all'acquisizione, quando si ricerca una forte integrazione economico-produttiva e perché rappresenta una modalità meno costosa rispetto alla precedente. Allo stesso tempo, però, prevede anche alcuni svantaggi

[8] Le aziende possono utilizzare l'indebitamento per rendere più efficiente la propria struttura finanziaria, garantendo così una maggiore redditività per il capitale di rischio.

[9] Ad esempio, la fusione della società controllata nella società controllante consente di "accorciare" la catena di controllo, facendo affluire i dividendi più rapidamente alla capogruppo, migliorandone in tal modo la posizione finanziaria netta (ASSOCIAZIONE PREITE, 2012)

come le difficoltà di integrazione citate in precedenza, delle procedure di approvazione più lunghe e dispendiose ed un iter procedurale più complesso[10].

1.2.2 Le acquisizioni

Le acquisizioni consistono in operazioni che riflettono, semplicisticamente, l'acquisto dietro corrispettivo (solitamente denaro, ma può prevedere anche lo scambio di altri strumenti finanziari), di quote o azioni del capitale sociale di un'impresa da parte di un'altra società che ne garantiscano il controllo, un complesso o un ramo aziendale, oppure specifiche attività. In funzione delle partecipazioni acquisite, quindi, si delineano: le partecipazioni totalitarie (che prevedono l'acquisizione della totalità delle attività aziendali – acquisizione d'azienda), di maggioranza (qualora le partecipazioni acquisite siano superiori al 50% per cento del capitale sociale della società target), oppure, nel caso di società di grandi dimensioni con azionariato diffuso[11], le partecipazioni non di maggioranza, ma che sono sufficienti ad esercitare il controllo sulla partecipata.

Le acquisizioni rappresentano dunque una modalità per perseguire gli obiettivi strategici e dimensionali, molto più rapida in paragone ai processi di crescita interna, ma anche rispetto

[10] Il procedimento di fusione si articola in tre fasi essenziali: 1) il progetto di fusione (deve essere un documento unico ed identico per entrambe le società, nel quale sono fissate le condizioni e le modalità dell'operazione da sottoporre all'approvazione delle assemblee, art. 2501-*ter* cc), 2) la delibera di fusione (la fusione viene deliberata dalle società che vi partecipano "mediante l'approvazione del relativo progetto", con modalità diverse a seconda del tipo di società che ha preso parte al progetto, art. 2502 cc) e 3) l'atto di fusione (la stipula del quale "deve risultare da atto pubblico" ed è assoggettato all'obbligo del deposito presso il registro delle imprese dei luoghi delle società partecipanti alla fusione, art. 2504 cc). Inoltre, la procedura prevede che gli amministratori delle società coinvolte debbano predisporre una relazione (unica per tutte le società), che illustri e giustifichi, "sotto il profilo giuridico ed economico", il progetto di fusione "e in particolare il rapporto di cambio", (art 2501-*quinques).* Infine, la legge prevede che per ciascuna società partecipante alla fusione, *uno o più esperti* debbano redigere un parere sull'*adeguatezza* del metodo o dei metodi seguiti dagli amministratori per la determinazione dello stesso, (art. 2501-*sexies).* (ASSOCIAZIONE PREITE, 2012).

[11] Le società ad azionariato diffuso (S.a.d.) (in inglese *public companies)* sono imprese che suddividono il proprio capitale sociale tra moltissimi azionisti, impedendo così che vi possa essere un gruppo di controllo tra gli azionisti.

alle operazioni di fusione viste in precedenza. Questa è sicuramente una delle motivazioni alla base dell'aumento che ha avuto nel tempo l'utilizzo di questo genere di operazioni. Ovviamente, oltre che dalla caratteristica della velocità, le acquisizioni sono giustificate e motivate anche da altre ragioni, come ad esempio le condizioni del mercato di appartenenza (il quale potrebbe avere dei tassi di crescita molto bassi e spingere l'impresa alla ricerca di nuove opportunità all'esterno), i programmi strategici aziendali, o anche occasioni di mercato che non siano obbligatoriamente il frutto di una strategia predeterminata.

Il fine ultimo delle operazioni di acquisizione è comunque quello di creazione del valore attraverso l'effetto sinergico generato o generabile dall'unione delle realtà che prendono parte all'operazione. Il raggiungimento di questo risultato non è però scontato. Infatti, la strategia di acquisizione deve avere una ragion d'essere che sia giustificata e coerente, altrimenti rischia di trasformarsi in un processo rischioso che, invece di accelerare la creazione di valore, porta alla distruzione di quest'ultimo senza alcun beneficio per nessuna delle parti coinvolte nell'operazione.

Appare dunque evidente come le acquisizioni, nonostante la loro apparente semplicità, richiedano un'attenzione elevata sia in fase di progettazione dell'operazione, che nell'esecuzione e nella successiva fase di integrazione tra le aziende e sviluppo delle sinergie. Per far sì che l'operazione sia fonte di successo, sono quindi essenziali una visione strategica di lungo periodo, da attuarsi attraverso la pianificazione delle attività sia ex-ante[12]

[12] Fra le attività che rientrano all'interno dell'analisi strategica preventiva vi sono l'impostazione strategica (esame del settore di riferimento, riconoscimento delle aree di debolezza dell'impresa, identificazione delle possibili sinergie conseguibili e verifica della coerenza tra operazione e disegno strategico complessivo) e la definizione degli obiettivi dell'acquisizione con l'identificazione del profilo ideale dell'impresa target. Queste ultime attività sono tese ad approfondire le caratteristiche dell'impresa target (dimensione, settore specifico, area geografica di riferimento), il timing dell'operazione, il livello dell'investimento complessivo, il prezzo limite dell'offerta, le modalità di finanziamento e le implicazioni sul piano economico-finanziario. L'obiettivo finale della ricerca delle alternative è quello di individuare un numero di candidati potenziali congruo, onde procedere ad una selezione che consenta di mettere a confronto più di una soluzione. (FONTE: https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/acquisizione-impresa.htm)

che ex-post operazione, nonché la previsione e l'analisi di tutti i fattori esterni che possono influenzare ed indirizzare il successo dell'acquisizione.

1.3 – Le motivazioni dietro le operazioni di M&A

Abbiamo sin qui visto che, le ragioni che spingono un'impresa ad acquisire o fondersi con un'altra società, sono legate alla possibilità di creare maggior valore attraverso lo sfruttamento delle sinergie che un'operazione del genere può comportare. Le fonti di sinergie derivanti dalle acquisizioni, cioè le possibili fonti di valore aggiunto, possono essere diverse: le economie operative, le economie finanziarie, gli effetti fiscali, l'eliminazione delle inefficienze o l'incremento del potere di mercato. In questa parte dell'elaborato, vedremo più nel dettaglio le motivazioni che portano le imprese ad intraprendere percorsi di sviluppo esterno tramite le operazioni di fusione ed acquisizione, cercando di analizzare e chiarire tutte le possibili fonti di sinergie che giustificano ragionevolmente tali scelte.

1.3.1 Le economie operative

Tra le economie operative di cui un'impresa può beneficiare successivamente ad un processo di fusione o acquisizione ci sono certamente le economie di scala e le economie di scopo. Le prime[13] si hanno quando una grande impresa può ottenere un risparmio nei costi grazie alla produzione di beni in volumi elevati, i quali permettono di spalmare i costi fissi (che non variano con le quantità prodotte) e di diminuire alcuni costi variabili unitari (ad esempio

[13] Si ottengono economie di scala quando il costo medio unitario diminuisce all'aumento delle quantità prodotte.

grazie ad accordi commerciali migliori con i fornitori). Le economie di scopo consistono, invece, nella riduzione dei costi totali che deriva dalla produzione congiunta di due o più prodotti rispetto ai costi che si avrebbero se le due produzioni fossero separate[14]. Rientrano infine tra le economie operative, le economie di integrazione verticale che si ottengono dalle acquisizioni verticali[15]. In questo caso l'obiettivo delle imprese è ottenere il massimo controllo possibile sul processo produttivo attraverso un percorso di integrazione a monte e/o a valle, e ridurre considerevolmente i costi di transazione. Occorre però tenere presente che, in tutti i casi fin qui analizzati, all'aumento delle dimensioni aziendali si associa un costo legato alla difficoltà di gestione che non va sottovalutato.

1.3.2 Le economie finanziarie e benefici fiscali

Le economie finanziarie si ottengono quando, a seguito ad esempio di una fusione, la capacità di debito della società incorporante, o risultante dalla fusione, aumenta mentre i costi di finanziamento diminuiscono. Infatti, tramite una fusione con un'azienda meno indebitata, l'impresa può aumentare il leverage (o leva finanziaria[16])e ridurre il costo del capitale portando di conseguenza all'ottenimento di sinergie finanziarie.

Per quanto riguarda i benefici fiscali, la società acquirente/incorporante potrebbe usare le perdite pregresse dell'impresa target per ridurre i propri oneri fiscali. Quindi, per giustificare un'operazione di M&A in termini di perdite operative, il management dovrebbe dimostrare che i risparmi fiscali raggiungibili siano superiori a quelli ottenibili tramite i riporti nel tempo

[14] Il risparmio può derivare ad esempio dall'utilizzazione dei medesimi fattori produttivi per due prodotti differenti, portando ad un aumento dell'efficienza produttiva.
[15] Acquisizioni di imprese che operano come clienti o fornitori dell'impresa acquirente.
[16] Il termine leva finanziaria o rapporto di indebitamento è utilizzato per, misurare l'indebitamento di un'azienda.

delle perdite. Inoltre, le maggiori dimensioni della nuova società possono portare ad ulteriori benefici di natura fiscale, in quanto, se l'operazione porta l'impresa a migliorare il proprio rapporto di indebitamento, questa può usufruire di un ammontare di debito maggiore i cui interessi passivi possono essere dedotti in misura maggiore dal reddito imponibile. Occorre, però, sottolineare come la legislazione di quasi tutti i sistemi fiscali pone dei limiti all'utilizzo di operazioni di M&A che hanno come unico fine l'utilizzo delle perdite pregresse di una società target favorendo invece le operazioni di valore industriale. In Italia, ad esempio, gli abusi compiuti attraverso il commercio delle cosiddette "bare fiscali[17]" hanno indotto il legislatore ad intervenire, giungendo a una normativa che limita fortemente tale possibilità (BREALEY R. A. et al., 2015).

1.3.3 Eliminazione delle inefficienze

Un'altra motivazione che è spesso alla base della decisione di acquisire è la possibilità di eliminare le inefficienze che caratterizzano la società target, come ad esempio delle opportunità non sfruttate, dei possibili costi da tagliare o vendite e utili che si ritiene di poter migliorare). Queste situazioni vengono percepite come delle occasioni dal management degli acquirenti, i quali credono di poter valorizzare in maniera migliore, sotto la propria gestione, le potenzialità inespresse della società che si intende acquisire. L'operazione, quindi, consiste in tal caso, nella semplice sostituzione tramite cui, un nuovo team di manager ne rimpiazza uno vecchio. Ovviamente, l'acquisizione non è l'unico modo per poter eliminare le inefficienze sottolineate in precedenza, ma in alcuni casi, può essere l'unica via

[17] Società prive di qualsiasi residua attività economica e con una situazione in perdita, tenute in vita al solo scopo di poter lucrare l'unica dote che possiedono, cioè gli ingenti importi di perdite fiscalmente riportabili che le società acquirenti utilizzano per abbattere la propria base imponibile. Tale pratica è stata dichiarata evasiva.

perseguibile. Infatti, i manager sono spesso restii nel licenziare o rimuovere sé stessi, e allo stesso tempo, gli azionisti delle grandi imprese, i quali potrebbero farlo, non hanno molta influenza diretta sulle modalità di gestione della loro azienda o su chi la gestisce per loro[18] (i manager su citati).

Occorre, infine, sottolineare come individuare un'impresa con scarse *performance* sia piuttosto semplice, mentre è molto meno facile riuscire risanarle e fare meglio della precedente gestione. A tal proposito è possibile citare le parole attraverso cui Warren Buffet, il presidente di Berkshire Hathaway, ha cercato di descrivere e riassumere questa convinzione[19]:

"*Molti manager sembrano essere stati colpiti durante la loro infanzia dalla favola in cui il bel principe azzurro viene liberato dalle sembianze di rospo da bacio della splendida principessa. Sono certi che il loro bacio manageriale farà miracoli per la redditività dell'azienda-obiettivo. […] Abbiamo assistito a molti baci, ma a 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".*

1.3.3 Combinazione di risorse complementari

Un altro ragionevole motivo, alla base della decisione di intraprendere questo genere di percorsi di sviluppo, potrebbe essere dato dall'opportunità di aggregare risorse di due

[18] Nelle società ad azionariato diffuso, come ad esempio le quotate in borsa, non è semplice riuscire a raccogliere un numero sufficientemente ampio di soci in grado di mettere in discussione il management ed il Consiglio di Amministrazione durante l'assemblea annuale della società. Gli azionisti, però, riflettendo le loro delusioni sull'andamento del titolo azionario, possono esercitare un'influenza indiretta. Infatti, un basso prezzo del titolo azionario può incoraggiare l'offerta di acquisto di un'altra impresa.

[19] *Berkshire Hathaway 1981 Annual Report,* citato in Foster G., "*Comments on M&A Analysis and the Role of Investment Bankers",* in *Midland Corporate Finance Journal,* n. 1, pp. 36-38, 1983.

aziende differenti che sono però tra loro complementari. In questa situazione, l'unione di due risorse o attività può portare ad un valore maggiore rispetto al valore che le due aziende avevano prima di aggregarsi, in quanto ogni azienda acquisirebbe, in maniera più economica rispetto allo sviluppo interno, qualcosa che, se impiegata con le proprie risorse, può aumentarne il valore estraibile. Un esempio[20] di questo tipo di operazioni può essere il caso di un'impresa di piccole dimensioni che realizza un prodotto esclusivo o che è in possesso di una determinata tecnologia o brevetto, ma che nonostante l'ottima offerta non ha a disposizione le dimensioni organizzative (sia in termini di produzione che di distribuzione) necessari a raggiungere il successo. In tal caso una società di più grandi dimensioni, che dispone di queste risorse, potrebbe trovare conveniente fondersi o acquisire la prima impresa per cogliere l'opportunità presentata dalla complementarità delle risorse (BREALEY R. A. et al., 2015).

1.3.4 Eccesso di fondi e Teoria dell'Agenzia

Infine, un altro caso da analizzare è quando un'azienda dispone di un considerevole ammontare di liquidità. In questa situazione, alcuni manager, anche se l'alternativa migliore sarebbe quella di distribuirlo agli azionisti, piuttosto che adottare una politica di impoverimento decidono di investirli attraverso acquisizioni di nuove imprese[21] (nonostante

[20] Questo genere di operazioni ha caratterizzato il settore farmaceutico negli anni recenti. Infatti, a molte imprese erano scaduti parte dei brevetti sui loro prodotti maggiormente redditizi e non disponevano al contempo di nuovi prodotti altrettanto promettenti da collocare sul mercato. Questa situazione ha stimolato un numero crescente di acquisizioni di imprese di minori dimensioni nel campo delle biotecnologie con l'obiettivo di poter usufruire del loro *know-how*, mentre per le imprese acquisite rappresentava un'opportunità per ottenere le risorse necessarie ad introdurre i propri prodotti sul mercato.

[21] Jansen (1986) ha proposto la teoria del *free cash flow* secondo la quale, i manager una volta esauriti i progetti con rendimenti maggiori del costo del capitale, non distribuiscono i dividendi agli azionisti, come farebbero se fossero perfettamente controllati, ma usano le risorse in eccesso anche verso attività con rendimenti minori del costo del capitale; le acquisizioni sarebbero allora un modo non necessariamente profittevole per gli azionisti, di investire le risorse in eccesso (BENFRATELLO, 2001).

questa non rappresenti sempre la scelta più giusta). In circostanze del genere, ma non esclusivamente, può accadere che le decisioni di acquisire da parte dei manager siano dovute dalla possibilità che una crescita dimensionale porti ad un maggior prestigio o alla possibilità di compensi più elevati. Operazioni di questo tipo, che non hanno alla base ragionevoli motivazioni oltre ai fini egoistici dei manager, vengono a delineare quello che nella teoria economia è definito "problema dell'agenzia"[22]. Ciò può accadere anche perché, come hanno mostrato Amihud e Lev (1981), i manager, a differenza degli azionisti che sono in grado di ridurre il proprio rischio diversificando autonomamente i loro portafogli, non possono diversificare il rischio di perdere il lavoro; pertanto le acquisizioni conglomerali[23], sono uno strumento per rendere meno variabili le *performance* delle imprese da loro gestite e di conseguenza diminuire la probabilità di essere sostituiti (BENFRATELLO, 2001). Tutte queste fattispecie spingono gli azionisti delle imprese a adottare dei sistemi di incentivazione (come ad esempio legare il compenso dei manager alla *performance* della società) sempre più articolati, per far sì che questi comportamenti possano essere prevenuti.

Altre situazioni simili, di aziende che posseggono considerevoli importi di liquidità non investita, possono invece rappresentare delle occasioni di acquisizione per aziende terze che vogliono successivamente riallocare la liquidità delle acquisite. In questi casi, i manager delle aziende target potrebbero utilizzare la liquidità a disposizione per effettuare operazioni straordinarie di M&A, con l'obiettivo di scongiurare acquisizioni ostili o rendere più difficili le scalate delle imprese da loro gestite.

[22]Il "Problema dell'Agenzia" (o "modello d'agenzia", o "modello Principale-Agente"), è un modello secondo il quale in una qualsiasi relazione tra due individui, in condizioni di incertezza e di informazioni incomplete, in cui uno dei due delega parte del proprio potere all'altro, vi è il rischio che l'agente (in questo caso i manager) adotti dei comportamenti opportunistici per massimizzare la propria utilità piuttosto che quella del Principale (i soci azionisti) che gli ha conferito l'incarico.

[23] Acquisizioni di imprese che operano in un business diverso da quello dell'impresa acquirente.

1.4 Le tipologie di M&A

Abbiamo sin qui visto che le operazioni di finanza straordinaria, comunemente note con l'acronimo M&A, vengono intraprese per svariate ragioni, la maggior parte delle quali sono state esaminate nei paragrafi precedenti. Occorre ora delineare un quadro che cerchi di rappresentare, nella maniera più completa ed esaustiva possibile, le diverse tipologie di operazioni attuabili.

Alcune delle differenze tra le operazioni sono sicuramente già saltate all'occhio del lettore nei precedenti paragrafi, altre invece, saranno introdotte ed analizzate nelle pagine di seguito. Quindi, avendo sempre a mente le motivazioni che abbiamo analizzato in precedenza, il primo passo per fare ciò, è sicuramente quello di chiarire i criteri di suddivisione delle operazioni che si possono adottare; infatti, fusioni e acquisizioni possono essere classificate in modalità differenti in funzione della caratteristica che si intende prendere in considerazione.

1.4.1 Le operazioni correlate e le operazioni conglomerali

Una prima distinzione che riguarda il mercato o settore di destinazione può essere fatta tra le operazioni correlate e conglomerali: le prime riguardano imprese che operano nello stesso settore mentre le seconde comprendono tutte le operazioni tra aziende che provengono da settori che sono tra loro completamente diversi. Nel primo caso è possibile distinguere due operazioni differenti: le acquisizioni e fusioni orizzontali e quelle verticali. Le M&A orizzontali coinvolgono imprese operanti nello stesso business e sono le più diffuse; se gestita correttamente, la crescita dimensionale generata da queste acquisizioni/fusioni può

portare diversi effetti positivi quali: l'aumento della di quota di mercato con conseguente incremento del potere di influenza e riduzione della concorrenza, e lo sfruttamento delle sinergie derivante dalla condivisione di risorse e *know-how* complementari. Inoltre, il processo di integrazione tra le realtà aziendali coinvolte è più semplice in queste operazioni perché spesso condividono processi, obiettivi e culture aziendali simili tra loro. Di conseguenza, queste aggregazioni, permettono non solo di aumentare l'offerta produttiva, ma anche di migliorarla qualitativamente se le imprese sono in grado di sfruttare gli effetti sinergici dell'unione. Le M&A verticali, invece, sono operazioni tramite cui un'impresa estende il proprio controllo attraverso acquisizioni di aziende a monte e/o a valle della filiera produttiva in cui opera (come l'aggregazione con un cliente o con un fornitore). Gli effetti positivi originabili da tali operazioni vengono dalla possibile riduzione dei costi (data da economie di scala nonché dall'eliminazione dei costi di transazione) e dal maggiore controllo che si può esercitare sull'intera filiera produttiva a seguito dell'integrazione delle diverse fasi. L'obiettivo alla base di tali iniziative è, quindi, quello rafforzare l'autonomia nei settori in cui si agisce attraverso l'esercizio di un controllo diretto sulle forniture (con vantaggi in termini di costo e di verifica della qualità) o sul collocamento dei propri prodotti sul mercato (il quale, oltre alle riduzioni dei costi relativi alla distribuzione, permette di controllare costantemente il mercato consentendo all'impresa di cogliere in anticipo i bisogni ed i mutamenti). È però necessario tenere presente che un'integrazione di questo tipo comporta dei rischi legati principalmente alla perdita di flessibilità dell'azienda; infatti, in tal modo, l'impresa potrebbe precludersi la possibilità di modificare le fonti o i volumi di approvvigionamento anche qualora si presentassero delle occasioni più convenienti rispetto alla produzione interna, come fornitori esterni che, a seguito ad esempio di cambiamenti tecnologici nel settore, siano in grado di offrire prodotti o processi più recenti o innovativi.

Infine, l'integrazione completa o parziale della filiera, aumenta il rischio generale della società in caso di congiunture sfavorevoli che colpiscono simultaneamente più stadi produttivi.

Le operazioni conglomerali, altrimenti conosciute come *unrelated acquisitions*, sono invece quelle operazioni di M&A che coinvolgono imprese operanti in business o settori diversi tra loro.

A tal proposito occorre ricordare come, fusioni ed acquisizioni (soprattutto le prime), siano uno tra gli strumenti che i manager utilizzano più frequentemente per entrare in nuovi mercati diversi da quelli di provenienza. Il motivo è semplice: tramite tali operazioni, i manager sono in grado di esplorare nuovi mercati con un impegno economico meno oneroso rispetto allo sviluppo autonomo della stessa strategia. Inoltre, l'utilizzo di tali operazioni permette di entrare nel nuovo mercato sfruttando la conoscenza, i prodotti e i processi dell'azienda target, facilitando in tal modo l'intero processo.

Le ragioni che spingono aziende ad adottare tali percorsi possono essere ricondotte, ad esempio, alle caratteristiche del mercato di provenienza (che avendo raggiunto la maturità, non fornisce nuove opportunità di crescita per l'impresa), alle condizioni della concorrenza, oppure all'intenzione di ridurre il rischio attraverso una strategia di diversificazione. Ovviamente, rispetto alle operazioni correlate viste in precedenza, le iniziative che riguardano imprese di settori diversi sono molto meno diffuse in quanto questo genere di operazioni, comporta dei rischi e delle difficoltà maggiori dovute a:

- Problemi di aggregazione e coordinamento tra le diverse aziende;
- Le rigidità e la lentezza frutto delle aumentate dimensioni;
- Aumento dei costi di coordinamento e dei costi connessi alle maggiori dimensioni;

- ❖ Mancanza di conoscenza ed esperienza dei manager acquirenti nel settore di appartenenza della società target.

Per i suddetti motivi, è fondamentale che l'acquirente sfrutti al meglio le conoscenze dell'impresa-obiettivo per facilitare l'aggregazione tra le realtà aziendali e per acquisire la conoscenza necessaria ad operare in maniera efficiente e competitiva nel nuovo *business.*

1.4.2 Acquisizioni amichevoli e acquisizioni ostili

Ulteriori distinzioni tra tipologie differenti di operazioni di M&A si possono effettuare considerando specificatamente le modalità di attuazione, le dimensioni dell'attivo aziendale delle società coinvolte e la differenza dei paesi di appartenenza di quest'ultime.

Andando in ordine, e analizzando specificatamente le operazioni di acquisizione che comprendono società quotate, possiamo distinguere due tipologie: l'acquisizione ostile e l'acquisizione amichevole. In realtà, la distinzione, riguarda la percezione che la società target ha dell'operazione e di conseguenza il comportamento che essa adotta nei confronti della stessa, il quale, influenza la strategia di acquisizione. L'acquisizione è definita amichevole[24] quando il management della società-obiettivo, non reputando l'offerta negativa per gli azionisti, sostiene l'operazione partecipando alle trattative con gli acquirenti per trovare l'accordo sul prezzo che verrà alla fine sottoposto al voto degli azionisti. La cooperazione delle due aziende nella stesura dell'accordo è quindi caratteristica di questo tipo di operazioni.

Le acquisizioni ostili (o *take-over* ostili), d'altra parte, sono quelle operazioni nelle quali il management dell'impresa obiettivo dell'acquisizione è contrario o non ne viene informato a

[24] http://www.treccani.it/enciclopedia/acquisizione_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

priori. Tali operazioni sono quindi caratterizzate dalla mancanza di cooperazione e di un accordo tra le imprese coinvolte dovuta spesso al fallimento di una precedente trattativa per la realizzazione dell'operazione in modo amichevole[25]. Il *take-over* ostile si sostanzia nell'acquisizione di una quota di azioni dell'impresa target avente l'obiettivo di ottenere un numero sufficiente di voti in assemblea per sostituire il consiglio di amministrazione e l'amministratore delegato (*Chief Executive Officer, CEO*) della società obiettivo. La strategia dell'acquirente (detto anche *raider*) è quindi quella di aggirare il *board* dei manager della target per rivolgere l'offerta direttamente agli azionisti. In queste circostanze, i manager dell'impresa "sotto attacco" possono attuare determinate strategie di difesa ((BREALEY R. A. et al., 2015) per cercare di impedire o rallentare l'acquirente:

- Le *Poison pills* (in italiano pillole avvelenate) sono delle strategie di difesa contro i tentativi di scalata. Solitamente queste "pillole avvelenate" sono delle azioni privilegiate che permettono agli azionisti di attivare barriere al momento del tentativo di scalata. Ma esistono anche delle opzioni, riservate agli azionisti esistenti, che permettono di acquistare un certo quantitativo di azioni ad un prezzo di favore (inferiore a quello di mercato) rendendo il *take-over* talmente costoso per l'acquirente che in tal sceglie di abbandonare il progetto di acquisizione. Anche in questo caso l'obiettivo è lo stesso del precedente, ovvero aumentare il numero di azioni in circolazione (aumento di capitale) in modo da rendere più caro il *take-over*. Infine, per quanto riguarda l'Italia occorre ricordare che è l'unico paese in Europa a mantenere la *Golden share* (che garantisce allo Stato poteri speciali e poteri di veto nelle società privatizzate) nel suo ordinamento[26];

[25] http://www.treccani.it/enciclopedia/take-over_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/
[26] https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/pillola-avvelenata-189.htm

- Il consiglio di amministrazione ad elezione scaglionata fa sì che, essendo il mandato della durata di tre anni, soltanto un terzo degli amministratori debba essere eletto ogni anno. Ciò rende difficile l'assunzione del controllo da parte di terzi in quanto un candidato offerente dovrebbe vincere la battaglia delle deleghe[27] per due anni di seguito per ottenere la maggioranza all'interno del consiglio;
- Il cavaliere bianco (o *white knight*) è una tecnica di difesa che consiste nella ricerca di una società amica da cui farsi acquisire, o a cui vendere un consistente pacchetto di azioni, in modo da rendere più difficoltosa e quindi scoraggiare il tentativo di scalata ostile dell'acquirente. Una variante del cavaliere bianco è il cosiddetto "scudiero bianco", in cui una grande impresa (non a rischio di scalata) o un importante investitore acconsentono ad acquistare un rilevante pacchetto azionario con speciali diritti di voto;
- La ricapitalizzazione consiste invece nel cambiamento della struttura finanziaria attuato dalla società target per rendersi meno attraente agli occhi dell'acquirente. Può essere svolta in diversi modi come ad esempio l'emissione di titoli di debito per finanziare la distribuzione di dividendi o il riacquisto di azioni proprie.
- L'azienda target e il suo management possono infine perseguire altre strategie di difesa nei confronti di tentativi di scalate ostili, come ad esempio richiedere una maggioranza qualificata di voti (a volte fino all'80%) per approvare una fusione, limitare i diritti di voto a chi possiede una grande quantità di azioni o richiedere che sia pagato un prezzo equo, la cui determinazione spetta al consiglio di amministrazione o al *senior management.* Occorre infine ricordare come tutte le

[27] La battaglia delle deleghe consiste nel tentativo da parte dell'acquirente di convincere gli azionisti della società obiettivo a mandare a casa il board degli amministratori usando le deleghe di voto per sostenere i propri candidati all'elezione del consiglio di amministrazione.

operazioni di acquisizione e fusione finora viste devono essere approvate dagli organismi di vigilanza e controllo.

Occorre però sottolineare che, talvolta, i manager della società target adottano le strategie difensive appena analizzate per opportunismo e per perseguire vantaggi personali[28]. Ciò genera dei conflitti di interesse tra gestori ed azionisti, i quali possono essere ridotti offrendo ai propri dirigenti un "paracadute d'oro" (*golden parachute),* ovvero una liquidazione estremamente generosa garantita qualora l'impresa venga acquisita ed i manager sostituiti. In modo controintuitivo, l'evidenza empirica mostra che l'adozione del paracadute d'oro in realtà crea valore eliminando l'opposizione dei *managers* nei confronti dell'acquisizione (BREALEY R. A. et al., 2015).

1.4.3 Dimensioni dell'attivo e paese di appartenenza delle partecipanti

Le operazioni di M&A fin qui viste possono essere divise tra loro anche in funzione della dimensione dell'attivo aziendale delle società coinvolte nella fusione. Possiamo, in ragione di tale criterio, distinguere da un lato le "large M&A", che coinvolgono le operazioni di fusione o acquisizione nelle quali sia coinvolta almeno una società che abbia un valore attivo aziendale superiore al miliardo di euro. Dall'altro lato abbiamo invece le operazioni tra società che hanno entrambe un valore complessivo delle voci dell'attivo inferiore al miliardo di euro.

È possibile, infine, effettuare una distinzione in base al criterio del paese di appartenenza delle aziende partecipanti. Rientrano nella tipologia delle M&A domestiche tutte le operazioni di fusione e acquisizione alle quali partecipano aziende dello stesso paese. Al

[28] Si richiama nuovamente a quanto esposto sulla Teoria dell'Agenzia nel capitolo 1.3.5 – "Eccesso di fondi e Teoria dell'Agenzia".

contrario, sono definite operazioni *cross border,* quelle operazioni in cui almeno un'azienda svolge le proprie attività in un paese diverso rispetto all'acquirente. Quest'ultimo tipo di acquisizioni ha visto negli ultimi anni un deciso incremento dovuto sicuramente alla liberalizzazione dei movimenti internazionali dei capitali e alla deregolamentazione generati dal processo di globalizzazione. Le M&A *cross border* sono lo strumento più utilizzato per perseguire strategie di internazionalizzazione in quanto permettono una maggiore facilità d'entrata in mercati stranieri ma, soprattutto, consentono di appropriarsi delle conoscenze relative al mercato obiettivo che, se ricercate e sviluppate autonomamente, richiederebbero tempi ben più lunghi con conseguenti rischi più elevati.

1.5 Vantaggi e svantaggi delle operazioni di M&A

Abbiamo fin qui descritto le principali caratteristiche delle operazioni di M&A cercando di fornire una panoramica il più completa possibile sulle motivazioni e sulle tipologie di operazioni che nella pratica vengono messe in atto per cercare di raggiungere gli obiettivi strategici che tutte le imprese si prefissano. A prescindere dal tipo di operazione che si intende perseguire, abbiamo visto che sono tutte caratterizzate da una componente insita di rischio, più o meno elevato, che può portare facilmente al fallimento dell'operazione stessa a danno dell'impresa che attua l'iniziativa. Accade infatti spesso che, i manager, attirati dai possibili vantaggi che un'acquisizione o una fusione può potenzialmente portare, non prendano in considerazione i rischi o gli svantaggi che l'operazione stessa potrebbe generare. Quando si intraprende questa scelta strategica, occorre quindi tenere sempre a mente che queste operazioni comportano rischi da non sottovalutare e bisogna evitare di auto illudersi credendo che i risvolti positivi siano necessariamente più probabili o maggiori di quelli

negativi. Per far ancor più chiarezza vogliamo ora riassumere qui i vantaggi e gli svantaggi potenziali che tali operazioni possono comportare in modo da chiudere nella maniera più completa possibile il quadro fin qui delineato riguardo le operazioni di fusione e acquisizione.

1.5.1 I vantaggi

I vantaggi ottenibili dalle operazioni di M&A sono collegati alle tipologie di operazioni viste in precedenza. È possibile, quindi, classificarli in funzione delle motivazioni retrostanti la scelta strategica di crescita. Un primo vantaggio che accomuna generalmente tutte le operazioni di M&A, rispetto ad esempio ai percorsi di sviluppo per linee interne, è la maggiore velocità di attuazione di tali operazioni. Questa consente una maggiore rapidità nella realizzazione della strategia favorendo il perseguimento degli obiettivi programmati e accelerando l'inserimento nei nuovi settori di destinazione. Ciò è ancor più importante quando le M&A permettono di appropriarsi di risorse, conoscenze e competenze scarse, rare o difficili da riprodurre (come ad esempio nel settore farmaceutico).

Sotto il profilo finanziario le operazioni di aggregazioni possono invece condurre alla riduzione del costo del capitale delle imprese coinvolte o di quella risultante dall'operazione. Ciò avviene per due motivi: il primo è dato dal fatto che l'unione permette alle società di presentarsi ai propri creditori vantando maggiori garanzie rispetto a prima in quanto genera un miglioramento della posizione creditizia; il secondo, invece, è dato dalla potenziale riduzione del rischio operativo che consente alla nuova entità di ottenere prestiti a tassi inferiori e probabilmente anche di remunerare il capitale di rischio in misura ridotta (SCHINELOTTO e PEGORARO, 2009). Come abbiamo visto in precedenza, sotto il profilo

operativo, le operazioni di M&A consentono di raggiungere le economie di scala, di scopo, di esperienza ed integrazione (tramite il trasferimento di capacità tecniche e manageriali e la riorganizzazione delle risorse) che consentono di ottenere vantaggi in termini di maggiore efficienza, integrazione di tecnologie e capacità diverse e riduzione dei costi. Un ulteriore vantaggio è rappresentato dal minor rischio in termini di costi e tempi necessari ad acquisire una quota di mercato sufficiente a garantire l'economicità dell'investimento. Tali operazioni, attraverso l'eliminazione di un competitor (quando avvengono nello stesso settore), portano ad un aumento della quota di mercato e facilitano il consolidamento della posizione sullo stesso permettendo alla nuova società di accedere ad una base di clienti più ampia.

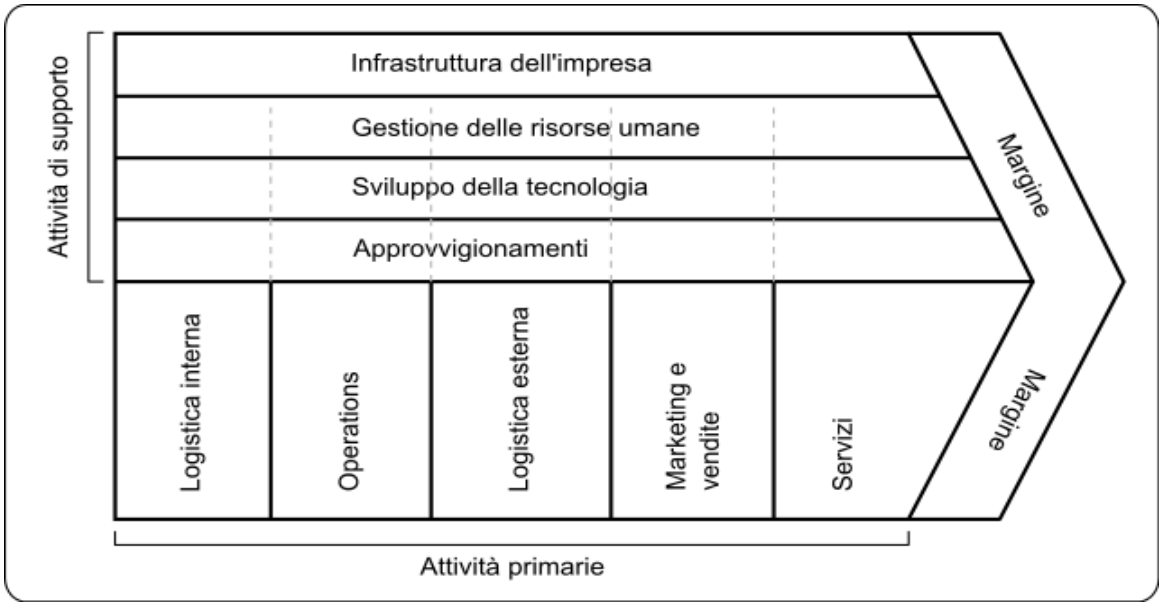
Infine, le operazioni di M&A consentono di conseguire dei vantaggi sotto il profilo fiscale attraverso lo sfruttamento dei benefici che le fusioni e le acquisizioni generano. Dal punto di vista impositivo il principale beneficio è dato dall'opportunità di imputare ad ogni esercizio delle quote di ammortamento più elevate (a seguito della rivalutazione contabile dei beni iscritti in bilancio nonché dell'eventuale avviamento), al quale beneficio si somma il vantaggio, visto in precedenza, che deriva dalla possibilità di riportare le perdite pregresse dell'acquisita per ridurre il carico fiscale. A questi due benefici vanno poi aggiunti i possibili incentivi che il legislatore può proporre per favorire tali operazioni che, in alcuni paesi, come ad esempio l'Italia, sono viste come delle attività da favorire per aiutare la crescita dimensionale delle imprese[29] (SCHINELOTTO e PEGORARO, 2009).

Abbiamo sin qui visto che i vantaggi che le operazioni di M&A possono generare sono il frutto delle potenziali sinergie che le imprese partecipanti sono in grado di ottenere attraverso

[29] Tra gli interventi di politica fiscale più recenti in Italia possiamo ricordare il cosiddetto "bonus aggregazioni" introdotto dalla Legge finanziaria del 2007 (legge 296/2006, articolo 1 commi 2492-249) e riproposto nel 2019 con il Decreto-legge "crescita" (articolo 11, D.L. 34/2019).
Fonte: https://www.fiscooggi.it/rubrica/analisi-e-commenti/articolo/decreto-legge-crescita-riecco-bonus-aggregazioni

l'operazione. La giustificazione dell'attuazione del progetto di M&A può dunque essere ritrovata mediante la valorizzazione degli effetti sinergici che la gestione unitaria può portare. Al fine di individuare e valutare le possibili sinergie generabili, alcuni autori hanno proposto di utilizzare come strumento di analisi strategica il "modello della catena del valore"[30] presentato da Porter. Il modello prevede una divisione delle attività dell'impresa in due tipologie (la cui integrazione porta alla creazione del "margine di valore" dell'impresa): le attività primarie, finalizzate alla trasformazione fisico-tecnica dei fattori produttivi, a trasferimento fisico del prodotto e al servizio finale di assistenza post-vendita; e le attività di supporto che forniscono alle precedenti attività le condizioni produttive (le tecnologie, la gestione delle risorse nonché l'insieme delle infrastrutture aziendali).

Figura 2: Catena del valore di Porter



Per individuare e valutare le potenziali sinergie generabili, occorre scomporre le combinazioni produttive delle due imprese nelle singole attività come suggerito da Porter.

[30] La catena del valore è un modello che consente di descrivere la struttura di un'organizzazione come un insieme limitato di 9 processi: 5 primarie e 4 di supporto. Tuttavia, occorre considerare come questo modello si adatti maggiormente alle organizzazioni di grandi dimensioni e che producono beni. Qualora si intenda utilizzarlo per l'analisi di organizzazioni differenti, tale modello è utile come spunto per l'analisi dei processi, a seguito di un adattamento del modello all'organizzazione oggetto di studio.

Successivamente, attraverso il confronto delle due catene del valore, si possono estrarre informazioni utili circa la possibilità che una gestione unitaria generi vantaggi in termini di efficienza operativa (SCHINELOTTO e PEGORARO, 2009).

1.5.2 Gli svantaggi

Le operazioni che abbiamo fin ora analizzato altro non sono che lo strumento attraverso cui le aziende possono perseguire le proprie strategie di crescita. La loro implementazione è quindi stimolata dai potenziali benefici estraibili in termini di sinergie e maggior valore creabile attraverso le aggregazioni in questione. Oltre a questi, però, occorre sempre avere a mente anche gli svantaggi potenziali che tali operazioni comportano in modo da poter effettuare un'analisi, il più oggettiva possibile, che sia di conseguenza utile per la decisione relativa alla strategia da adottare. Gli svantaggi possono derivare da un'erronea valutazione in fase di progettazione, da errori commessi nelle fasi successive all'aggregazione o anche, in alcuni casi, da esternalità non prevedibili a priori.

Il primo degli svantaggi da considerare è il costo elevato che tali operazioni comportano, soprattutto nel caso di acquisizioni ritenute ostili dalla target che attua comportamenti difensivi. In fase di acquisto può accadere anche che il costo aumenti fuori dal controllo qualora si realizzi una corsa al rilancio per l'acquisizione della società obiettivo. Complicazioni di questo genere comportano la cosiddetta "maledizione del vincitore" secondo la quale, l'eccessiva attenzione nei confronti dell'obiettivo fa sì che si scateni una battaglia al rialzo che finisce per far pagare un prezzo maggiore rispetto all'effettivo valore, rischiando in tal modo di annullare, già in fase di acquisizione, il potenziale valore creabile

(FONTANA e BOCCARDELLI, 2015). Strettamente connesso al precedente, il processo di valutazione, rappresenta uno dei momenti più delicati dell'intero processo. Questo si articola in diverse fasi e può adottare metodi differenti (i quali saranno analizzati successivamente), ma, in ogni caso, consiste in uno dei momenti più delicati dell'operazione per via dei rischi che comporta. Infatti, una valutazione non coerente con il reale valore della società acquisita può condurre ad un annullamento del valore delle potenziali sinergie generabili vanificando l'intera operazione.

Un secondo svantaggio frutto dei processi di aggregazione è la perdita di flessibilità da parte della nuova entità. Questa, infatti, a seguito dell'unione è caratterizzata da dimensioni maggiori le quali comportano una più elevata difficoltà di gestione sotto il profilo sia amministrativo che organizzativo e finanziario. Inoltre, qualora l'acquisizione si sostanzi in un processo di integrazione verticale, questa maggiore rigidità può portare le aziende ad "escludersi" dal flusso di tecnologia che proviene dai fornitori e dai clienti obbligando l'impresa a sviluppare internamente le competenze tecnologiche in proprio (FONTANNA e BOCCARDELLI, 2015).

Un rischio che colpisce tutti i tipi di operazioni M&A, anche se in misura diversa tra loro, è sicuramente quello connesso alle difficoltà di integrazione tra le diverse realtà aziendali partecipanti. Le differenze nelle organizzazioni e nelle culture aziendali delle società, se non affrontate e gestite ottimamente, possono annullare le sinergie ricercate dall'operazione generando uno svantaggio rispetto alle modalità di crescita per linee interne. È per questo fondamentale che vengano fin da subito identificati i possibili attriti, i punti di forza e quelli di debolezza, tentando di prevenire gli eventuali problemi successivi all'unione (SCHINELOTTO e PEGORARO, 2009).

1.6 M&A e concorrenza

Le operazioni d i M&A, oltre ad avere un impatto diretto sulla vita delle società coinvolte e sulla loro strategia, comportano anche delle conseguenze indirette per i competitor presenti nello stesso settore. Queste conseguenze colpiscono le aziende terze in misura diversa a seconda della tipologia di operazione attuata e a seconda del fatto che l'operazione abbia avuto successo o meno. Nei prossimi paragrafi vedremo come le M&A modificano le condizioni competitive dei settori coinvolti tenendo in considerazione anche i limiti che questi processi di aggregazione incontrano nella legislazione che tutela della concorrenza nei mercati.

1.6.1 Gli impatti delle operazioni di M&A sulla concorrenza

Le operazioni di fusione e acquisizione, qualora riguardino i competitor di settore, generano un cambiamento nel livello di concorrenza del settore stesso portando ad una modificazione strutturale del mercato che comporta dei riflessi negativi sia sui *competitors* attuali o potenziali dell'impresa, sia sui consumatori. Infatti, una conseguenza delle operazioni di questo tipo è l'aumento della quota di mercato della società acquirente che porta ad una consequenziale ridefinizione del potere contrattuale nei confronti degli stakeholders, nonché una riduzione dei concorrenti nel mercato dovuta agli ostacoli ed alle barriere all'ingresso che un'integrazione tra imprese può creare. Lo svilimento della concorrenza così generato può determinare, per la nuova entità, l'ottenimento del potere di aumentare i prezzi e/o ridurre la quantità, la qualità offerta o l'innovazione, pregiudicando le condizioni di

equilibrio e di efficienza del mercato concorrenziale[31] (generalmente considerato quel "luogo" di scambio in cui nessuno dei soggetti presenti è in grado di influenzare il prezzo di ogni prodotto) (ADAMO et al., 2016).

Bisogna infine considerare che le operazioni straordinarie, implementate al fine di incrementare la propria quota di mercato, permettono alle altre aziende nel settore non direttamente coinvolte nell'acquisizione o fusione, di trarre beneficio dalla riduzione della competizione, mentre i costi connessi (come ad esempio i costi derivanti dalla gestione di una società di maggiori dimensioni) ricadono esclusivamente sulla società che l'ha effettuata. Alla luce di queste considerazioni si comprende come una valutazione riguardante tali operazioni di concentrazione richieda un'analisi che comprenda tutte le relazioni tra i soggetti presenti sul mercato per capire se la nuova entità possa, attraverso il nuovo potere di influenza, sfruttare unilateralmente le condizioni di mercato pregiudicandone l'efficienza a danno dei consumatori. È quindi per queste ragioni che le operazioni di acquisizione e fusione sono soggette ai limiti di legge imposti dagli organismi di vigilanza[32]a tutela della concorrenza nel mercato, i quali saranno analizzati più dettagliatamente nel prossimo paragrafo.

1.6.2 La legge a tutela della concorrenza

[31] L'idea di fondo è che gli individui presenti sul mercato tendono ad agire razionalmente cercando di massimizzare il proprio benessere. Quindi i produttori (che in concorrenza perfetta sono *price takers*) producono fino a che ogni unità addizionale di output non costa più di quello che ci si ricava, mentre i consumatori preferiscono acquistare maggiori quantità, avere più scelta e pagare di meno i prodotti. In un mercato perfettamente concorrenziale, in cui nessuna impresa può influenzare il livello dei prezzi, il consumatore può sempre trovare il prodotto che desidera al prezzo che è disposto a pagare. In questa situazione si verifica un equilibrio ottimale tra domanda e offerta.

[32] L'AGCM (Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato) è l'ente indipendente che tutela la concorrenza del mercato in Italia. Nell'Unione Europea è presente anche un antitrust europeo che coordina la regolamentazione al livello comunitario.

Appare a questo punto necessario fornire una definizione più chiara sul concetto di concorrenza. Questa, secondo la Treccani[33] "*si connota in un situazione di mercato con ampia libertà di accesso all'attività di impresa, la possibilità di libera scelta per i consumatori e, in generale, la possibilità per ciascuno di cogliere le migliori opportunità disponibili sul mercato, o proporre nuove opportunità, senza imposizioni da parte dello Stato o vincoli imposti da coalizioni d'impresa".* Ciò che preoccupa, dal punto di vista del funzionamento del mercato, è la possibilità (il rischio) che le operazioni di concentrazione possano modificare queste condizioni di equilibrio pregiudicandone il corretto funzionamento (sito internet AGCM[34]). È quindi attorno al convincimento che la concorrenza effettiva sia il presupposto essenziale per garantire e promuovere il progresso economico, che le legislazioni antitrust moderne si strutturano attraverso divieti per quelle operazioni che comportano un'alterazione nel corretto funzionamento del mercato.

Un controllo antitrust unitario è stato introdotto in Europa per la prima volta nel 1957 con l'inserimento di norme specifiche riguardanti la tutela della concorrenza nel Trattato di Roma. Successivamente, nel 1989, con un apposito Regolamento (4064/1989/CEE, poi sostituito dal Regolamento 139/2004/CEE, attualmente in vigore) è stata introdotta una specifica disciplina riguardante le operazioni di concentrazione. Ognuno degli Stati membri[35] ha adottato proprie leggi antitrust nazionali il cui contenuto segue le indicazioni europee.

Le fattispecie rilevanti previste dalla disciplina antitrust italiana[36] sono tre: le intese restrittive, gli abusi di posizione dominante e le concentrazioni di imprese sulle quali focalizzeremo la nostra attenzione. In Italia l'attività di vigilanza e l'applicazione delle

[33] http://www.treccani.it/enciclopedia/concorrenza-diritto-commerciale/
[34] https://www.agcm.it/competenze/tutela-della-concorrenza/operazioni-di-concentrazione/
[35] In generale, oggi tutti gli stati ad economia di mercato sono dotati di una disciplina antitrust.
[36] Legge 10 ottobre 1990, n. 287, "Norme a tutela della concorrenza e del mercato"

norme antimonopolistiche sono affidati ad un'Autorità amministrativa indipendente, l'Autorità Garante della concorrenza e del Mercato (AGCM). I poteri e le funzioni dell'Autorità in questione variano a seconda della fattispecie in esame; nel caso di operazioni di concentrazione queste vengono sottoposte ad una procedura di controllo antitrust preventivo (le operazioni di concentrazione devono essere notificate all'Autorità quando la somma dei fatturati nazionali delle imprese coinvolte oppure il fatturato dell'impresa acquisita superano determinati valori[37] che vengono rivalutati ogni anno in funzione dell'inflazione) che può sfociare nell'autorizzazione incondizionata dell'operazione, nell'autorizzazione condizionata a determinate prescrizioni oppure nel divieto di realizzare l'operazione[38]. Inoltre, l'antitrust può decidere di contrastare le pratiche commerciali scorrette nei confronti dei consumatori e attraverso delle sanzioni per le aziende che non sottostanno ai limiti imposti dalle leggi o imporre loro *"remedies"*, forzandole giuridicamente ad adeguarsi.

[37] In Italia, tali valori furono nel 2014 rispettivamente pari a 489 e 49 milioni di euro. È facilmente intuibile come tali limiti siano abbastanza severi, soprattutto per quanto riguarda il fatturato dell'impresa acquisita, con la conseguenza che l'Autorità impiega gran parte del suo tempo ad autorizzare le operazioni di concentrazione (BREALEY R. A. et al., 2015).

[38] http://www.treccani.it/enciclopedia/concorrenza-diritto-commerciale/

Capitolo secondo – Il processo di acquisizione ed i metodi di valutazione

Nel precedente capitolo abbiamo introdotto un quadro completo che potesse rappresentare esaustivamente il fenomeno delle operazioni M&A. Avendo a mente le informazioni fin qui fornite andiamo, in questa parte dell'elaborato, ad analizzare più nel dettaglio il processo di acquisizione e le sue fasi caratteristiche, ponendo particolare attenzione ai principali metodi di valutazione utilizzati nella prassi aziendale.

Partendo da un'introduzione nella quale saranno distinte le principali fasi e gli aspetti caratteristici riguardanti il processo di acquisizione, concentreremo il focus dell'analisi, in particolare, sulla fase riguardante la valutazione d'azienda. In questa parte saranno elencate le principali metodologie utilizzate per la determinazione del valore della azienda target e le motivazioni sottostanti la scelta di un metodo piuttosto che un altro.

A tal proposito va sottolineato come una società, in generale, può possedere due diverse tipologie di "valore" a seconda che sia destinata alla liquidazione oppure che continui a svolgere la sua attività (FRANCESCHI e COMI, 2015). Quindi, il valore assegnabile ad un'azienda varia in funzione delle prospettive che riguardano l'evoluzione futura del suo *business* (c.d. *going concern value).* Obiettivo del capitolo è quello di proporre una definizione chiara del concetto di valore aziendale in questo secondo caso, nonché di descrivere i metodi e le tecniche differenti utilizzate in funzione delle diverse finalità per le quali questo viene stimato.

2.1 Introduzione alle fasi del processo di acquisizione

Il processo di acquisizione di un'azienda costituisce un'operazione tramite la quale la società acquirente tenta di favorire la crescita aziendale per perseguire le proprie strategie di creazione del valore. Abbiamo visto nel precedente capitolo come tali strategie di crescita rappresentino le modalità più rapide e talvolta più semplici per raggiungere gli obiettivi prefissati, anche se comportano taluni rischi e difficoltà che possono sorgere nelle diverse fasi attraverso cui l'operazione si sviluppa. Dunque, per riuscire a prevenire queste difficoltà e mitigare i rischi che ne derivano, diventa molto importante avere ben chiare le fasi del processo di acquisizione nonché le loro caratteristiche (tempi, persone coinvolte, compiti, obiettivi e finalità).

Le acquisizioni, escludendo le differenze di specie, seguono generalmente un processo per stadi la cui struttura può essere divisa in quattro fasi fondamentali:

- Selezione;
- Valutazione;
- Negoziazione;
- Integrazione

La divisione tra queste fasi, nella realtà, va intesa solo dal punto di vista concettuale in quanto l'efficiente attuazione del progetto di acquisizione è determinata dalla continua interazione tra i diversi stadi su menzionati che si sovrappongono, dalla preventiva analisi strategica aziendale, alla capitalizzazione del valore generato attraverso l'integrazione (SCHINELOTTO e PEGORARO, 2009).

2.1.1 Selezione

La prima tappa del percorso di acquisizione, identificata con il termine generico di "selezione", consiste in diverse attività di analisi strategica preventiva antecedenti alla fase di valutazione. Questa scelta assume un'importanza fondamentale per la minimizzazione dei rischi che l'operazione comporta e perciò deve essere valutata con attenzione, tanto negli aspetti strategici quanto negli aspetti economici. Tra le attività che rientrano in questa analisi rientrano:

- l'impostazione strategica dell'operazione, che consiste nell'esame del settore di riferimento, nel riconoscimento delle aree di debolezza dell'impresa e nella conseguente ricerca delle possibili sinergie conseguibili attraverso l'acquisizione (ricercando la coerenza tra l'operazione e il disegno strategico complessivo). Dal punto di vista strategico è importante che le aziende coinvolte possano condividere con successo le competenze acquisite nei rispettivi *business* e quindi soffermarsi sull'analisi strategica dei settori coinvolti prima di identificare le società "interessanti" è di fondamentale importanza.
- la definizione degli obiettivi dell'acquisizione e l'identificazione del profilo ideale dell'impresa target. Questa attività si sostanzia nella definizione delle principali caratteristiche dell'operazione (timing, quantificazione dell'investimento complessivo, prezzo massimo di offerta, modalità di finanziamento e le implicazioni economico-finanziarie ricercate tramite l'operazione) e nella caratterizzazione della target attraverso la definizione di dimensione, settore specifico, area geografica di riferimento, competenze, risorse e *know-how*.

Obiettivo finale di questa ricerca è quello di individuare un numero di candidati potenziali congruo tale da poter effettuare un confronto tra le aziende selezionate in funzione degli obiettivi ricercati. Sotto questo aspetto è interessante sottolineare come tale processo di analisi strategica debba essere di tipo comparativo per individuare le risorse condivisibili[39] necessarie a sviluppare le sinergie attese.

A questo punto è necessario fissare dei criteri di eliminazione delle candidate non prioritarie che possano permettere di pervenire all'identificazione della società target che sarà oggetto della strategia di acquisizione.

2.1.2 Valutazione

Una volta individuata la società obiettivo, la fase di valutazione che la riguarda (iniziata anch'essa in via preliminare durante il processo di selezione) continua attraverso le operazioni finalizzate alla stima del valore generale attribuibile all'azienda target.

Per giungere a tale valore occorre effettuare un'analisi preliminare della società obiettivo che riguardi i suoi elementi caratteristici più importanti, come la posizione competitiva e quota di mercato, risorse, *know-how* e disponibilità di tecnologie, tipologia, stato e qualità degli impianti posseduti nonché la consistenza e il valore delle immobilizzazioni immateriali di proprietà. A questo esame si accompagna un'analisi della situazione patrimoniale e delle performance economico-finanziarie sia storiche che riguardanti le prospettive future attraverso una valutazione che identifichi e valorizzi le sinergie reali ottenibili. Infine, in

[39] Quanto più la risorsa condivisa è una risorsa cruciale per le aziende coinvolte, tanto maggiori saranno le possibilità di creazione di vantaggi competitivi rilevanti.

questa fase, vengono analizzate anche le modalità di finanziamento[40] e di strutturazione dell'intera operazione (in modo da tener conto sia dei riflessi sulla struttura finanziaria[41] dell'acquirente, sia degli impatti che i flussi monetari hanno sul piano finanziario dell'operazione), nonché gli eventuali interventi di cessione di attività non strategiche per l'acquirente, di ristrutturazione del passivo o di ricapitalizzazione della target, in modo da poter valutare la convenienza complessiva dell'investimento[42].

Le informazioni[43] fin qui acquisite consentono all'acquirente di effettuare una prima valutazione di massima (che risente anche di altri fattori soggettivi quali gli obiettivi del venditore e dell'acquirente, i benefici attesi o altre considerazioni di natura personale) sulla quale definire un *range* di prezzo ragionevole attorno al quale impostare la trattativa. In tal modo, la valutazione effettuata tiene conto sia del valore oggettivo dell'azienda (calcolato tramite metodi consolidati di valutazione che vedremo più avanti) sia del suo valore soggettivo (attraverso la quantificazione delle sinergie che l'acquirente intende raggiungere post acquisizione).

2.1.3 Negoziazione

Al termine di questa prima fase di contatti tra le imprese coinvolte si giunge ad un accordo preliminare tra le parti, il quale può avere forme e contenuti diversi. Il più comune consiste

[40]Solitamente si sceglie tra modalità alternative di pagamento: in denaro (cash o dilazionato nel tempo) o in titoli (sia dell'acquirente sia di altre società). Talvolta si può invece optare per operazioni di *Leverage buy out* (LBO), ricorrendo all'indebitamento garantito dalle attività dell'impresa acquisita.

[41] Un'esposizione debitoria eccessiva, potrebbe causare un indesiderato aumento del rischio sopportato dai portatori di capitale, e quindi un incremento del relativo costo.

[42] https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/acquisizione-impresa.htm

[43] *l'information memorandum* è un documento informativo relativo all'azienda oggetto di cessione che contiene dati economici-finanziari sufficienti da permettere ai *potential buyers* (che hanno firmato il *confidential agreement)* di effettuare una prima valutazione d'impresa.

nella redazione tra le parti di una lettera di intenti a seguito della quale il rischio di interruzione della trattativa si riduce notevolmente. Infatti, con questo documento vengono definiti in maniera esplicita e inequivocabile i punti condivisi nelle fasi precedenti, come i criteri di determinazione del prezzo, le modalità di pagamento e i tempi entro i quali completare l'operazione. Inoltre, la lettera d'intenti assume ancor più importanza in quanto rappresenta lo strumento legale con cui vengono preventivamente fissati i criteri per lo svolgimento della negoziazione[44]. Questa, ha formalmente inizio con il processo di *due diligence*, che può essere definita come l'insieme delle attività di raccolta, analisi e verifica di informazioni di varia natura che permette all'acquirente di avere una percezione del valore generale attribuibile all'azienda target, attraverso la conoscenza di fattori critici, punti di debolezza e delle opportunità di investimento derivabili dalla compatibilità strategica delle imprese.

Tutte queste attività avvengono nella cosiddetta *data room*, che rappresenta lo spazio regolamentato in cui il venditore ed il suo *advisor* mettono a disposizione degli acquirenti, previa firma del *confidential agreement*[45], le informazioni sulla società in modo da permettere loro di formulare l'offerta.

L'attività di *due diligence* investiga aspetti di diversa natura: economica, strategica, amministrativa, operativa, ambientale, commerciale e legale, ma i più importanti sono quello contabile e quello fiscale. Nella *due diligence* contabile si verificano in particolare l'attendibilità dei valori forniti dal venditore in termini di congruità e coerenza, e la sussistenza di possibili squilibri strutturali. Nella *due diligence* fiscale, invece, vengono

[44] https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/acquisizione-impresa.htm

[45] È il documento in base al quale i *potential buyers* si impegnano a mantenere la confidenzialità sulle informazioni riservate scambiate per poter formulare l'offerta.

analizzati i rischi/benefici legati alle tecniche di acquisizione nonché le possibili sinergie di natura fiscale ottenibili.

Le negoziazioni che avvengono durante la *due diligence* possono incidere in misura rilevante sulla determinazione del valore, e di conseguenza sul prezzo, dell'azienda obiettivo dell'acquisizione.

2.1.4 Integrazione

La definizione degli aspetti economici, gestionali e legali ottenuti dalla negoziazione porta formulazione del contratto di compravendita[46] (nella fase finale della *due diligence)* attraverso il quale la transazione viene considerata valida e l'operazione di acquisizione conclusa.

Nonostante la fase di negoziazione possa ritenersi conclusa, l'impegno dell'acquirente, e talvolta anche quello del venditore (qualora rimanga socio), prosegue nelle attività di integrazione post-acquisizione. Queste ultime ricoprono un ruolo fondamentale per il successo dell'operazione nel lungo periodo. Infatti, le sinergie ricercate nella progettazione dell'operazione potrebbero essere annullate da una mancata integrazione tra le entità partecipanti. Quindi, per una consapevole valutazione dei benefici sinergici conseguibili e per far sì che questi possano essere realmente raggiunti, è fondamentale approfondire la conoscenza riguardante le diverse culture aziendali in modo da identificare le eventuali barriere, i punti di forza e di debolezza che l'integrazione *post* acquisizione necessariamente comporta. L'integrazione, dunque, può essere portata a termine con successo solo nel

[46] Il contratto di compravendita, oltre al prezzo, contiene anche altri aspetti rilevanti della negoziazione come: le garanzie (per tutelare l'acquirente dal rischio del sorgere di perdite derivanti da fatti imputabili alla gestione precedente), e i patti parasociali (accordi che hanno lo scopo di regolamentare il comportamento dei soci, di definire gli assetti proprietari o il governo della società).

rispetto dell'identità culturale dell'azienda acquisita attraverso un processo da attuare mediante lo scambio di esperienze e conoscenze all'insegna della collaborazione reciproca. Anche in questo caso, il momento dell'integrazione tra le aziende non va considerata come uno stadio distaccato e successivo rispetto alle fasi precedenti, in quanto, è solo conoscendo i problemi legati alle diversità culturali e le eventuali incompatibilità organizzative che il *management* può stimare correttamente le sinergie attese dall'operazione (SCHINELOTTO e PEGORARO, 2009).

2.2 Gli obiettivi della valutazione

La valutazione di un'azienda consiste in un processo finalizzato alla stima del valore della stessa tramite l'utilizzo di uno o più metodi specifici. La necessità di conoscere il valore che un'azienda possiede invece può essere dettata da ragioni differenti che influenzano le tecniche utilizzate nel processo ed anche i risultati che da questo si ottengono. Questo avviene anche perché valutare un'azienda non significa ricercare un valore oggettivo che sia unico, in quanto gli input necessari alla valutazione lasciano ampio spazio ad interpretazioni e giudizi soggettivi[47]. L'obiettivo di un processo di valutazione varia, quindi, in funzione del contesto e del fine per cui si rende necessario calcolare il valore aziendale. Abbiamo già anticipato come la valutazione di aziende in liquidazione differisca da quella effettuata per società che invece intendono continuare la propria attività economica. In questa parte dell'elaborato cercheremo di fornire un quadro sintetico che racchiuda le principali

[47] Damodaran: "i prezzi di mercato sono determinati in parte dalle percezioni di *buyers* e *sellers*, ma è possibile stimare il valore delle imprese basandosi sui fondamentali finanziari e i prezzi di mercato non possono deviare in maniera sostanziale da tale valore".

caratteristiche e differenze dei processi di valutazione in funzione dei contesti e delle finalità per cui vengono applicati.

Le situazioni più comuni in cui si rende necessario calcolare il valore aziendale sono: le operazioni di fusione e acquisizione (M&A), i processi di quotazione nei mercati finanziari (IPO), l'investimento nel capitale di rischio di società non quotate *(private equity* e *venture capital)* ed infine, le valutazioni effettuate per finalità interne alle imprese (auto-diagnosi). Vediamole ora più nel dettaglio.

2.2.1 Acquisizione e fusione d'azienda

Nel caso di operazioni che prevedono l'acquisizione (o fusione) di un'azienda i metodi che vengono più spesso utilizzati per calcolare il valore della società obiettivo sono quelli finanziari (come il *Discounted Cash Flow,* che permette una valutazione "assoluta"*)* o quelli di mercato (come i moltiplicatori di mercato e dei multipli di transazioni comparabili, che si sostanziano in una valutazione "relativa"). In questa circostanza, la valutazione ottenuta tramite questi metodi viene utilizzata in maniera strumentale durante le negoziazioni tra acquirente e venditore, ma il valore così trovato spesso non corrisponde al prezzo finale stabilito al termine della trattativa.

Infatti, il prezzo conclusivo del *deal* solitamente comprende un *surplus* che, aggiunto al valore *stand alone*[48] (o valore del capitale economico), permette di determinare il cosiddetto "valore strategico" dell'impresa (o valore soggettivo del capitale) che si intende acquisire. Questo, rappresenta il valore stimato nell'ottica specifica di un potenziale acquirente in modo da tenere conto delle strategie dell'acquirente e della potenziale valorizzazione delle

[48] Valore attribuibile a un'impresa nelle sue attuali condizioni di gestione, ovvero senza considerare gli effetti degli interventi di potenziali acquirenti né il valore di benefici privati).

sinergie[49] attese dall'operazione. Infatti, l'acquirente riconoscerà un sovrapprezzo (rispetto al valore *stand alone*) determinato in funzione dell'interesse strategico che egli riconosce alla società obiettivo. Questo sovrapprezzo è definito "premio di acquisizione" e consiste nella differenza tra il prezzo che l'acquirente è disposto a riconoscere e il valore che attribuirebbe un investitore che assume una partecipazione di minoranza (BORSA ITALIANA).

2.2.2 Quotazione nei mercati finanziari

Il processo di valutazione aziendale si rende necessario anche nel caso di quotazione dell'impresa in Borsa (l'*Initial Public Offering - IPO*[50]*)* tramite il quale la società colloca i titoli azionari rappresentativi del capitale sul mercato. Come nel caso precedente, i metodi valutativi più comunemente utilizzati per calcolare il valore della società sono quelli finanziari ed i multipli di mercato, anche se prevedono alcune differenze rispetto alla valutazione finalizzata ad operazioni di M&A. La prima di queste è che la valutazione effettuata non comprende il premio per il controllo dato che non è prevista la cessione totale dell'impresa ma solo l'ingresso di nuovi soci finanziari; la seconda differenza, è data dal fatto che la valutazione non include la valorizzazione delle sinergie potenziali (proprio perché a differenza delle operazioni di fusione e acquisizione si tratta di un investimento finanziario e non industriale). La valutazione non determina direttamente il prezzo di quotazione ma il cosiddetto *fair value* al quale viene tipicamente applicato uno sconto (*IPO*

[49] Il calcolo di questo valore è quello che è più facilmente soggetto ad errori di sopravvalutazione che portano conseguentemente le operazioni di M&A verso il fallimento.
[50] Le società possono proporre un'IPO in modi diversi: 1) attraverso un'offerta pubblica di sottoscrizione (OPS – *Primary Offering)*, 2) attraverso un'offerta pubblica di vendita (OPV – *Secondary Offering)*, 3) attraverso un'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS) che è una combinazione delle precedenti.

discount) che ha la funzione di massimizzare il livello di domanda e aumentare, per coloro che durante il collocamento hanno deciso di investire nell'azienda, la probabilità di ottenere un buon rendimento dall'investimento. Questo sconto deriva dal fatto che la valutazione, una volta stimato il *fair value*, deve tenere conto delle indicazioni fornite dagli investitori riguardanti l'andamento dei mercati borsistici, l'eventuale concorrenza di altre emissioni nello stesso periodo, le dimensioni dell'offerta, la potenziale liquidità del titolo e del contesto economico generale. Inoltre, trova la giustificazione nel fatto che, in sua assenza, gli investitori preferirebbero acquistare titoli di società simili già quotate per le quali le asimmetrie informative sono ridotte dagli obblighi di informazione verso il mercato. È dunque importante che la valutazione eviti di incorporare gli effetti positivi di breve periodo delle condizioni del mercato in quanto nel lungo termine lo stesso mercato sconterà adeguatamente tutte le aspettative.

2.2.3 Private equity, venture capital e auto-diagnosi

Veniamo infine al caso in cui la valutazione abbia come finalità l'investimento nel capitale di un'azienda (venture capital e private equity) oppure l'auto diagnosi.

Nel primo caso, l'obiettivo dei soggetti che svolgono tali attività è quello di accrescere il valore della partecipazione acquisita nel medio termine per realizzare un guadagno consistente *(capital gain)* al momento della dismissione della stessa. Il processo di valutazione riguarda, quindi, il valore di presumibile realizzo della partecipazione posseduta *(exit value)*, il quale deve essere calcolato sulla base del rendimento[51] che ci si aspetta di ottenere dall'investimento effettuato.

[51] Il rendimento ricercato è calcolato solitamente sulla base della remunerazione del capitale proprio che gli investitori della società di *private equity* o *venture capital* si aspettano (*hurdle rate).*

Nel secondo caso, la valutazione viene utilizzata per finalità interne alla società, le quali riguardano soprattutto l'ambito della pianificazione strategica permettendo ad esempio di facilitare la scelta tra strategie alternative e la misurazione del valore creato attraverso le strategie adottate. Inoltre, qualora la società in questione sia quotata in Borsa, la valutazione può essere funzionale all'evidenziazione di possibili scostamenti tra prezzo di mercato e stima del valore, in modo da applicare i correttivi che permettano di allineare la percezione degli investitori al reale valore aziendale.

2.3 I principali metodi di valutazione

Il processo valutativo è un esercizio tramite il quale si tenta di assegnare un valore oggi ad un certo *asset* o azienda[52]. L'espletamento di tale processo richiede l'utilizzo di diverse metodologie (intese come modalità tecniche o mezzi operativi) le quali differiscono tra loro perché influenzate dalle caratteristiche dei diversi approcci che si hanno alla valutazione. Va inoltre sottolineato, oltre alla differenza tra metodi applicabili per la valutazione, come questa risenta della soggettività implicita in tale processo, la quale fa sì che la stima possa essere influenzata dalle scelte soggettive dell'analista-valutatore (scelte che, per questa ragione, devono essere motivate, ragionevoli, sostenibili e dimostrabili).

Tornando agli approcci che influenzano la scelta del metodo di valutazione è possibile dividere: gli approcci analitici, che utilizzano le grandezze aziendali, le *performance* passate

[52] Nel caso specifico di operazioni di gestione straordinaria come le M&A, la valutazione aziendale è funzionale alla determinazione di un range di valori all'interno del quale si possa collocare la stima del prezzo di compravendita, il quale può dipendere da fattori quali il potere contrattuale delle parti negoziali, le aspettative e le rispettive motivazioni.

e quelle prospettiche, come *input* per la valutazione; dagli approcci di mercato che determinano il valore dell'impresa attraverso comparazioni con altre aziende nel mercato.

In funzione delle diverse caratteristiche degli approcci utilizzabili è possibile quindi dividere le metodologie applicabili per il calcolo del valore aziendale in: metodi finanziari, metodi di mercato, metodi patrimoniali, metodi reddituali e metodi misti (FRANCESCHI e COMI, 2017).

Data l'esistenza di una pluralità di metodi di valutazione e non esistendo un metodo considerato valido in termini assoluti per tutte le valutazioni, nella scelta sulla tecnica valutativa da applicare al singolo caso, il valutatore deve in considerazione una serie di elementi che riguardano:

- la tipologia di attività svolta dall'impresa: la prassi impiega solitamente alcuni metodi piuttosto che altri in funzione delle caratteristiche dell'attività svolta dall'azienda oggetto della valutazione;
- gli obiettivi del processo di valutazione: abbiamo visto nelle pagine precedenti come le finalità alla base del processo valutativo influenzino la scelta del metodo da utilizzare;
- la dimensione dell'impresa e la disponibilità di informazioni e dati aziendali da analizzare: qualora le imprese siano di piccole dimensioni l'utilizzo di metodologie finanziarie è più complesso perché non tutte le aziende sono dotate di sistemi informativi contabili gestionali in grado di fornire elementi di dettaglio per la valutazione. In questi casi alcuni esperti preferiscono fare ricorso ai metodi tradizionali come quelli reddituali, patrimoniali o misti che si ritengono più attendibili o utili alla stima.

Infine, occorre sottolineare il fatto che, essendo la valutazione soggetta ad errori di stima (dovuti agli aspetti di incertezza non eliminabili), spesso si rende necessario operare un confronto tra più metodi valutativi per verificare la ragionevolezza dei risultati ottenuti e per cercare di ridurre il margine di errore legato alle stime effettuate.

2.3.1 Il *Discounted Cash Flow Model (DCF)*

Il modello di valutazione finanziario conosciuto come *Discounted Cash Flow* si basa sull'assunto che il valore dell'azienda sia pari alla somma dei valori attualizzati dei: Flussi di cassa operativi (FCF) generati previsionalmente nell'orizzonte del Business Plan, e del *Terminal Value (TV)*[53] rappresentativo del valore del complesso aziendale al termine dell'orizzonte temporale preso in considerazione. L'attualizzazione dei flussi di cassa utilizza un tasso prescelto (k) il quale deve riflettere la rischiosità dei *cash flow* attesi dall'investimento.

$$EV = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCF_t}{(1+k)^t} + \frac{TV}{(1+k)^t}$$

EV = Enterprise Value

FCF_t = Flussi di cassa operativi al tempo t

K = Tasso di attualizzazione

TV = Terminal Value

[53] Il presupposto fondamentale per utilizzare il metodo finanziario è rappresentato dal paradigma dell'*ongoing concern*, ovvero si suppone che l'impresa abbia una durata infinita. Quindi, per incorporare questa ipotesi nel modello e contemporaneamente ovviare all'impossibilità di stimare i *cash flow* futuri all'infinito, si ricorre all'utilizzo del *Terminal Value* (valore residuo) al fine di poter rappresentare il valore creato successivamente all'ultimo periodo di previsione esplicita.

Il valore così stimato corrisponde al valore di mercato delle attività dell'impresa (*Enterprise Value)* al quale, per ottenere il valore di mercato della società *(Equity Value)*, occorre detrarre la posizione finanziaria netta (*NFP – net financial position)* calcolata come differenza tra debiti finanziari e attività finanziarie liquide[54] (cassa, depositi bancari, titoli quotati ecc).

Come già anticipato in precedenza, il *Terminal Value* rappresenta il valore attualizzato dei flussi di cassa operativi previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di proiezione. Questo valore può essere determinato nella pratica con due metodologie: applicando il tasso di crescita perpetua ai flussi operativi (*perpetuity*, è il metodo più utilizzato nella prassi), oppure utilizzando di moltiplicatori. Il primo dei metodi appena visti calcola il valore finale da attualizzare capitalizzando il flusso di cassa dell'anno n-esimo (ultimo anno di previsione) incrementato di un tasso di crescita perpetua "g[55]" ad un opportuno tasso:

$$TV = \frac{FCF_n * (1 + g)}{(k^{56} - g)}$$

Il secondo metodo, quello dei multipli di uscita, è invece di natura più empirica e consiste nel moltiplicare una quantità economica (fatturato, cash flow, EBITDA, EBIT, ecc.) prevista per l'anno n-esimo, per un valore derivante dal confronto con il mercato, replicando la logica

[54] E sommando gli eventuali *surplus asset*, ovvero quelle componenti accessorie dell'attivo che non sono riconducibili all'attività caratteristica dell'impresa e pertanto vanno considerate separatamente.
[55] Sono diverse le modalità usate per il suo calcolo come la proiezione dei tassi medi di crescita osservati in passato, oppure tramite una proiezione basata sugli indicatori fondamentali dell'impresa e sulle informazioni macroeconomiche di settore (come la crescita del PIL, del PNL o dei tassi d'interesse).
[56] O utilizzando il costo medio ponderato del capitale (WACC), a seconda che si utilizzino i flussi *levered o Unlevered*

sottostante al metodo de multipli di mercato. Anche in questo caso il valore ottenuto va attualizzato alla data di riferimento della stima.

In conseguenza di quanto visto sopra, è facile notare come la stima dei valori del flusso di cassa nonché dei tassi di attualizzazione influenzi notevolmente il risultato ottenibile dal processo di valutazione aziendale. In base al risultato che ci si attende dalla valutazione (*Enterprise Value* o *Equity Value)* varia sia la determinazione dei flussi di cassa utilizzati nel calcolo, sia il tasso di sconto usato per attualizzarli.

Possiamo ora adattare quanto visto ai due diversi approcci del metodo finanziario che vengono utilizzati comunemente per la valutazione delle aziende: l'approccio *Asset Side* e l'approccio *Equity Side*.

APPROCCIO *ASSET SIDE*

Questo approccio, tipicamente usato per valutare aziende industriali o comunque di servizi non finanziari, utilizza i flussi di cassa disponibili per l'impresa (ovvero per tutti gli investitori: sia gli azionisti che i terzi finanziatori) per evitare che la valutazione possa essere condizionata dall'attuale struttura finanziaria aziendale. Tali flussi sono i cosiddetti flussi di cassa *unlevered,* comunemente indicati come FCFF – *Free Cash Flow to the Firm*, vengono determinati partendo dall'EBITDA (o MOL, margine operativo lordo) nel seguente modo:

= EBITDA (Margine operativo lordo)

- Ammortamenti (e accantonamenti)

= EBIT

- Imposte

+ Ammortamenti (e accantonamenti)

- Investimenti operativi

+ Disinvestimenti operativi

+/- Variazione capitale circolante operativo

+/- Altre variazioni non finanziarie dello Stato Patrimoniale (fondo TFR, fondo rischi, …)

= Flusso di cassa disponibile per gli azionisti e i finanziatori (*Free Cash Flow to the Firm – FCFF*)

I flussi di cassa così determinati vanno successivamente attualizzati utilizzando costo medio ponderato del capitale (definito in genere *WACC – Weighted Average Cost of Capital)* che rappresenta il rischio sia finanziario sia operativo dell'azienda oggetto di valutazione e viene calcolato attraverso la seguente formula che tiene conto del costo del capitale proprio e di quello di debito attraverso una ponderazione basata sulla struttura finanziaria[57] dell'azienda in esame:

$$WACC = K_e \frac{E}{D+E} + K_d(1-t)\frac{D}{D+E}$$

K_e = costo dei mezzi propri (costo dell'*equity*)

K_d = costo del debito, oppure: $K_d = (r_f + CS)$, dove *CS* è il *Credit Spread* che indica la maggiorazione da aggiungere a tasso privo di rischio per tenere conto del rischio che la società non sia in grado di rimborsare il debito[58];

[57] La struttura del capitale (o rapporto di indebitamento) è solitamente calcolata sulla base del valore corrente del debito e del patrimonio della società, ma in alternativa può essere utilizzato anche un rapporto di indebitamento obiettivo (da raggiungere nel medio periodo) oppure una stima puntuale anno per anno. In ogni caso, la stima deve rispettare delle assunzioni che siano ragionevoli, motivate e dimostrabili.

[58] Questo elemento può essere definito utilizzando le informazioni sulla categoria di *rating* in cui rientra la società che si intende valutare.

E = mezzi propri (patrimonio netto o *Equity)*

D = debito netto

t = aliquota d'imposta

K_d *(1-t)* = costo del debito al netto dell'effetto fiscale[59]

Utilizzando il *WACC* per scontare i flussi calcolati in precedenza si perviene al valore dell'azienda comunemente noto come *Enterprise Value*, al quale ricordiamo occorre sottrarre la posizione finanziaria netta per ottenere l'*Equity Value.* Quest'ultimo può, in alternativa, essere calcolato direttamente utilizzando il secondo approccio.

APPROCCIO *EQUITY SIDE*

In alcuni casi si potrebbe preferire i flussi di cassa disponibili per gli azionisti (*Free Cash Flow to the Equity - FCFE)* piuttosto che quelli per tutti gli investitori visti in precedenza. In questo caso i cash flow (definiti anche flussi *levered)* della società oggetto di valutazione vengono calcolati al netto dei costi operativi, del rimborso dei debiti, degli oneri finanziari, degli investimenti nelle immobilizzazioni e degli altri investimenti funzionali al mantenimento delle condizioni produttive utili alla crescita aziendale (FRANCESCHI e COMI, 2015).

= Flusso di cassa disponibile per gli azionisti e i finanziatori (*Free Cash Flow to the Firm – FCFF*)

- Interessi

+ Scudo fiscale sugli interessi (tax shield)

+/- Variazione debito finanziario

[59] Per escludere gli effetti dello scudo fiscale originato dalla possibilità di dedurre gli oneri finanziari

= **Flusso di cassa disponibile per gli azionisti (*Free CashFlow to Equity – FCFE)***

In questo caso i flussi stimati vanno attualizzati utilizzando il costo del capitale o, K_e[60] (*cost of equity)*, il quale rappresenta il tasso di rendimento minimo richiesto dagli investitori, rendimento noto come *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Questo è dato dalla somma tra il tasso di rendimento delle attività prive di rischio[61] e del premio per il rischio richiesto dagli azionisti moltiplicato per il coefficiente *beta*[62] il quale misura il rischio sistematico che l'impresa non può eliminare tramite la diversificazione.

$$K_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

K_e = costo del capitale;
R_f = tasso di rendimento privo di rischio *(risk free rate)*;
β = coefficiente di volatilità (o rischio sistematico);
$(r_m - r_f)$ = è il *Market Risk Premium (o Equity Risk Premium – ERP)*, il quale rappresenta il rendimento maggiore nel lungo termine che caratterizza le attività rischiose rispetto a quelle prive di rischio.

Attraverso l'utilizzo di tale approccio, ovvero attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa per gli azionisti tramite l'utilizzo del costo del capitale proprio k_e, si perviene direttamente

[60] Il calcolo del costo del capitale è più complesso quando riguarda aziende non quotate per via dei riferimenti del CAPM a parametri che traggono origine dai mercati (come il *beta).*
[61] Per la sua determinazione si utilizza solitamente il rendimento offerto dai Titoli di Stato a lungo termine che sono ritenuti meno volatili
[62] Il coefficiente *beta* è il parametro del modello CAPM (*Capital Asset Pricing Model)* che riflette la rischiosità sistematica dell'azione attraverso la misurazione della sensitività dei ritorni del titolo rispetto alla variabilità dei ritorni del portafoglio di mercato. È possibile calcolarlo utilizzando la seguente formula: $\beta=cov(r_i,r_m)/var(r_m)$. Un *beta* superiore all'unità segnala la tendenza del titolo ad amplificare (in positivo o in negativo) i movimenti del mercato, quando è inferiore all'unità il titolo si muove in maniera meno accentuata rispetto all'indice di mercato, quando infine è vicino ad uno significa che il titolo tende a muoversi in linea con il mercato.

all'*Equity Value* ricercato per la valutazione. A questo valore, per poter completare la valutazione occorre aggiungere il *Terminal Value* attualizzato che abbiamo visto in precedenza. Quest'ultimo valore può assumere, a volte, una dimensione considerevole in confronto al valore complessivo dell'azienda oggetto di analisi. Ciò avviene soprattutto quando il periodo di osservazione del *business plan* è ridotto o nel caso di *start-up* con elevate prospettive crescita per le quali la valutazione potrebbe evidenziare un *FCF* negativo nel periodo di osservazione che è comunque più che compensato dal successivo *TV* positivo. Ad ogni modo, per evitare errori nella sua determinazione, è fondamentale verificare attentamente le assunzioni alla base della stima per non incappare in valutazioni fuorvianti ed errate.

2.3.2 Il *Dividend Discount Model (DDM)*

Il *Dividend Discount Model* è un metodo utilizzato per la stima del valore intrinseco di un'azione sulla base dell'attualizzazione dei dividendi che da essa ci si attende (utilizza la stessa logica che sta dietro alla valutazione delle obbligazioni[63]). La logica sottostante all'applicazione di tale metodologia è simile a quella vista in precedenza per il *Discounted Cash Flow Model* con la differenza che questo focalizza l'attenzione sui dividendi distribuibili agli azionisti piuttosto che sui flussi di cassa operativi attesi.

Questo metodo si basa sull'ipotesi che il guadagno di un investitore che acquista le azioni di un'impresa sia formato da due componenti: i flussi di dividendo futuri attesi e il prezzo a cui realizzerà le azioni al momento della cessione a terzi. Questa seconda componente rappresenta però il principale limite teorico del modello in quanto, il valore intrinseco attuale

[63] Per questo motivo è più corretto applicarlo agli investimenti che hanno un orizzonte temporale definito ed un valore terminale noto.

dell'azione si basa su una stima del prezzo a termine, valore che a sua volta si cerca di stimare. Non essendo prevedibile il momento in cui l'investitore dismetterà le azioni, una soluzione adottata per risolvere tale problema è quella di ipotizzare che l'investimento venga detenuto senza limiti temporali (quindi il prezzo di realizzo sarà pari a zero) e che il dividendo corrisposto nell'ultimo anno di previsione si manterrà per sempre oppure, che continuerà a crescere oltre il periodo di previsione ad un tasso costante "g". Nel primo caso, il valore dell'azione a scadenza sarà pari alla capitalizzazione di una rendita perpetua a rate costanti (ottenuta rapportando il dividendo al costo del capitale proprio: $\frac{Div_n}{k_e}$). Nel secondo caso, che è il modello più noto definito Gordon Growth Model, il prezzo finale dell'azione sarà ottenuto capitalizzando una rendita perpetua a tassi crescenti: $Div_n/(k_e + g)$. L'applicazione di tale modello deve però rispettare una logica di coerenza nelle stime dei parametri funzionali alla valutazione, ovvero: l'assunzione riguardante la costanza dei dividendi deve trovare riscontro nella crescita degli utili e la crescita stabile ipotizzata nella stima deve essere parametrata a quella del sistema economico in cui l'impresa opera, in quanto la crescita stabile presuppone che l'azienda raggiunga nel tempo una fase di maturità (cosiddetta *steady state)* che porta l'impresa a crescere nel tempo ad un ritmo non superiore rispetto all'economia in cui svolge la sua attività.

Nella realtà il *DDM* viene utilizzato nelle sue versioni a due o tre stadi al fine di comprendere nella valutazione le stime esplicite sui dividendi previsti nel piano industriale approvato dal management aziendale. La prima versione fornisce il valore dell'azione attraverso l'aggregazione dell'stima esplicita dei dividendi attualizzati dei primi "n" anni ($\frac{Div_n}{(1+k_e)^n}$) e

del *Terminal Value*[64] (calcolato come l'attualizzazione della rendita perpetua il cui valore è basato sull'ultimo periodo di stime esplicite). La versione a tre stadi invece cerca di risolvere un limite caratteristico della versione precedente, ovvero il fatto che a seguito del periodo di previsione esplicita (caratterizzato da un forte sviluppo di utili e dividendi) il modello di crescita cali improvvisamente verso il tasso "g" di lungo periodo senza comprendere fasi di transazione. La soluzione a questa incongruenza viene risolta attraverso l'introduzione di una fase intermedia modellata per via inerziale per creare una convergenza tra la fase iniziale e lo stadio di equilibrio di medio-lungo periodo (FRANCESCHI e COMI, 2015).

Infine, un ultimo limite fondamentale del *Dividend Discount Model* è dato dal fatto che in questo modello i dividendi concorrono a formare il valore di un'azione nonostante, nella realtà, non rappresentino una misura attendibile della creazione di valore. Infatti, può accadere che un'azienda che non crea valore si possa indebitare per distribuire i dividendi o che aziende altamente profittevoli decidano di non distribuirli[65]. Per via di queste ragioni, che rendono il DDM di difficile applicazione e i suoi risultati poco attendibili, nella prassi il DCF è solitamente preferito a questo metodo per il calcolo del valore azienda.

2.3.3 Il metodo delle opzioni reali

Tale metodo è stato proposto come un'alternativa alle metodologie di valutazione tradizionali che, a causa dell'incertezza riguardante l'evoluzione dell'impresa, difficilmente riuscivano a fornire delle stime attendibili sulle prospettive future della stessa. Per tentare di ridurre tali rischi e di conseguenza effettuare una valutazione più "corretta", è stato

[64] Le assunzioni sul valore terminale devono rispettare la coerenza logica tra la crescita di lungo periodo "g" ipotizzata nel modello di valutazione e l'ammontare di risorse reinvestite nell'azienda che devono poter ragionevolmente garantire la crescita ipotizzata.

[65] https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/dividend-discount-model.html

sviluppato il metodo delle opzioni reali attraverso cui si è introdotto nel processo decisionale il concetto di flessibilità e di valore delle future opportunità di crescita (*Present Value of Growth Opportunities – PVGO).* Secondo questa teoria il valore di un *business* può essere idealmente separato in due componenti: il *Value of Asset in Place (VAIP)* che corrisponde al valore delle attività correnti dell'impresa (calcolato sulla base dell'utile generato dalla gestione operativa al netto delle imposte, capitalizzato al costo medio ponderato del capitale), e dal valore delle future opportunità di sviluppo perseguibili (*PVGO)* visto in precedenza (FRANCESCHI e COMI, 2015). L'elemento cruciale che determina l'esistenza di un'opzione è, quindi, l'incertezza, in virtù della quale è possibile attribuire un premio all'attesa, ovvero al differimento di una decisione, in quanto in tal modo è possibile acquisire nuove informazioni. Infatti, Il successo di un'impresa dipende non solo dalla sua capacità di reagire agli stimoli dell'ambiente ma anche dalle opportunità che la stessa riuscirà a cogliere e dalle minacce che sarà in grado di gestire. Opportunità e minacce, legate all'incertezza dell'ambiente, alimentano un meccanismo di creazione e distruzione di opzioni attive e passive che incide sul valore complessivo dell'azienda.

Negli attuali scenari di mercato, caratterizzati dal cambiamento, dall'incertezza e dall'interazione competitiva di più soggetti, i cash-flow realmente ottenuti o ottenibili saranno probabilmente differenti da quelli che il *manager*, o l'analista, avevano preventivato inizialmente per via della mancanza di informazioni al momento della previsione. Nel momento in cui giungono nuove informazioni e l'incertezza relativa alle condizioni di mercato può considerarsi risolta, la gestione dell'investimento potrebbe cambiare rotta e la flessibilità strategica potrebbe essere presa in considerazione, al fine, o di garantire rendimenti più elevati, o di mitigare le perdite (BRAVI, 2009).

Il metodo delle opzioni reali consiste quindi nel trattare le decisioni strategiche come se fossero delle opzioni finanziarie (il cui *strike price* è costituito dal costo dell'investimento) per le quali il diritto di attuare una determinata strategia può esercitarsi in un momento successivo. In tal modo è possibile costruire una sorta di "albero delle decisioni[66]" che verranno prese quando saranno disponibili maggiori informazioni. Perciò, con le opzioni reali la valutazione di un investimento consiste nella valorizzazione delle opzioni future di adottare determinate strategie consentendo in modo rigoroso di attribuire un valore al concetto di opportunità.

Questa metodologia appare particolarmente adatta a valutare le decisioni manageriali che riguardano in generale: l'opportunità di espansione o abbandono di occasioni di crescita esterna o aggregazioni con altre imprese, l'espansione o il contenimento della capacità produttiva, le scelte *make or buy*.

2.3.4 Il metodo dei multipli di mercato

Il metodo dei multipli di mercato, che si pone come approccio alternativo rispetto a quello fondato su grandezze-flusso, presuppone che il valore di una società possa essere determinato assumendo come riferimento le informazioni fornite dal mercato per società con caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione (assumendo che il mercato sia relativamente efficiente nel valutare società identificate come comparabili rispetto alla società *target*). In particolare, l'applicazione di tale metodo avviene attraverso l'utilizzo dei multipli (che richiedono le opportune integrazioni) di un campione selezionato di società

[66] In tal senso la teoria delle opzioni reali (*Real Options Theory)* può essere considerata come un tentativo di formalizzare il problema delle scelte decisionali in campo economico-finanziario quando una nuova informazione giunge casualmente e il promotore può decidere di differire, espandere, contrarre abbandonare o modificare il progetto a differenti stadi del suo sviluppo o della sua via utile (BRAVI, 2009)

comparabili ad alcuni aggregati patrimoniali, economici o finanziari dell'azienda oggetto di valutazione.

Le modalità applicative del metodo prevedono la distinzione tra diverse fasi che possono essere così riassunte:

- La determinazione del campione di aziende di riferimento, come ad esempio le aziende simili che operano nello stesso *business;*
- Selezione all'interno del campione individuato delle aziende che presentano margini reddituali, indici patrimoniali e finanziari in linea con la società oggetto di analisi;
- Scelta dei multipli che si ritengono significativi per una corretta valutazione;
- calcolo del valore di tali multipli per le società selezionate;
- Applicazione dei correttivi ai multipli precedentemente calcolati per evitare effetti distorsivi nella valutazione;
- Applicazione dei multipli così calcolati all'azienda che si intende valutare per ottenerne il valore ricercato.

Cerchiamo ora di approfondire la conoscenza sul funzionamento applicativo di questo metodo andando ad esaminare i passaggi visti sopra nel dettaglio. L'operazione di campionamento consiste nel selezionare sul mercato un gruppo di società che, per caratteristiche di *business,* finanziarie e patrimoniali, presenti delle affinità con l'azienda da valutare.

Il passo successivo consiste nell'identificare tra queste le imprese comparabili a quella oggetto di valutazione in funzione delle caratteristiche simili che permettano di effettuare comparazioni ragionevoli come: il *business model,* le dimensioni, la quota di mercato, le prospettive di crescita e del livello di redditività. Com'è facilmente intuibile, l'impossibilità di riuscire a identificare società che siano omogenee sotto ogni profilo porta il valutatore a

concentrare l'attenzione della selezione su alcuni degli attributi visti che lui ritiene possano rappresentare meglio le affinità tra le imprese in questione. Tale processo deve essere comunque svolto avendo a mente gli aspetti di differenza[67] in modo da poterne tenere conto quando si effettueranno le correzioni sui multipli da utilizzare (BORSA ITALIANA, 2004).

A questo punto occorre focalizzarsi sulla scelta dei moltiplicatori da usare nella valutazione che è a sua volta influenzata dalle caratteristiche dell'impresa *target* e del settore in cui opera.

In generale, è possibile distinguere i multipli impiegati nella valutazione in due categorie: *equity side* e *asset side*, la cui differenza risiede nel valore che viene utilizzato al numeratore del multiplo. Nei primi, il numeratore è rappresentato dal prezzo di borsa o dalla capitalizzazione di borsa dell'azienda; nei secondi, invece, il numeratore è rappresentato dall'*Enterprise Value* (che ricordiamo è dato dal valore del complesso delle attività operative aziendali: valore del capitale sommato alla posizione finanziaria netta).

Per quanto riguarda i valori espressi al denominatore, in generale essi rappresentano le grandezze patrimoniali (patrimonio netto o *Book Value*) o economiche dei comparables (utile d'esercizio, EBIT, EBITDA, *cash flow* ecc.). Andando nel particolare, è possibile distinguere i valori presenti al denominatore dei multipli *equity side* e *asset side* in base alla natura delle grandezze utilizzate, le quali saranno grandezze *levered* (cioè, al netto degli oneri finanziari) per gli *equity side multiples,* o saranno *unlevered* nel caso degli *asset side multiples* (FRANCESCHI e COMI, 2015).

Nella prassi, i principali moltiplicatori che vengono utilizzati per la valutazione aziendale possono essere cosi riassunti:

[67] Ad esempio, due banche possono differire profondamente per il contributo ai risultati dell'attività di *retail banking* piuttosto che dell'attività di *investment banking*. In questi casi occorre selezionare quella tra le due che meglio si approssima alle caratteristiche dell'azienda da valutare nonostante ad una prima analisi entrambe possano sembrare adatte come *comparables.*

Asset side multiples	**Equity side multiples**
➢ P/E (prezzo di borsa/utile d'esercizio); ➢ P/CF (prezzo/*cash flow);* ➢ P/BV (prezzo/patrimonio netto):	➢ EV/Sales (*Enterprise Value/* fatturato); ➢ EV/EBIT; ➢ EV/EBITDA.

I multipli calcolati nei modi finora visti, vengono poi applicati alle grandezze aziendali corrispondenti della società obiettivo permettendo di determinare il valore aziendale come segue:

$$Equity\ Value = multiplo\ equity\ side * grandezza\ aziendale$$

Oppure:

$$Equity\ Value = (multiplo\ asset\ side * grandezza\ aziendale) - PFN\ della\ target$$

Inoltre, è possibile praticare un'ulteriore distinzione tra i moltiplicatori in base al periodo di riferimento della grandezza esplicativa del valore che separa i multipli *trailing,* i quali relazionano il prezzo corrente all'ultimo dato ufficiale disponibile dai multipli *leading*, che a differenza dei precedenti, relazionano il prezzo corrente con gli utili stimati negli esercizi futuri (categoria preferita nella prassi operativa perché consente agli investitori[68] di basare le proprie valutazioni sulle informazioni riguardanti la capacità dell'azienda di generare utili in futuro).

[68] Questi sono di solito favorevoli ad accettare un certo grado di incertezza purché l'applicazione del metodo, l'attenzione si concentri sulle dinamiche reddituali prospettiche della società da valutare.

L'adozione del metodo dei multipli, nonostante all'apparenza sembri di semplice applicazione, presenta diverse criticità metodologiche legate sia alla costruzione dei multipli[69] che al confronto con le aziende *comparables*. Infatti, appare chiaro che anche applicando tale metodo il problema della soggettività di stima è superato solo apparentemente: infatti la selezione del campione di società confrontabili comporta pur sempre giudizi soggettivi, così come soggettive sono le stime di molte voci di bilancio (ad esempio gli ammortamenti o le rimanenze) che sono influenzate dalla discrezionalità di cui dispone il *management* (RICCIARDI). È dunque spesso necessario ricorrere a rettifiche e normalizzazioni per incrementare l'applicabilità di tale metodologia, la quale per queste ragioni nella prassi viene utilizzata come strumento di controllo di altri metodi valutativi considerati principali.

2.3.5 Il metodo dei multipli di transazioni comparabili

Questo metodo è molto simile al precedente con la differenza che i dati utilizzati per effettuare la valutazione aziendale, i cosiddetti moltiplicatori, sono derivati dal rapporto tra i valori impliciti di transazioni che hanno avuto ad oggetto società ritenute comparabili e le grandezze economico-patrimoniali della stessa. Nello specifico, questi multipli sono individuati con riferimento all'*Equity Value* o all'*Enterprise Value* implicito nel prezzo che è stato negoziato tra le parti in operazioni di compravendita di realtà aziendali similari a quella oggetto di analisi.

[69] Come la necessità di depurare gli utili dalle componenti straordinarie e non espressive della capacità della gestione operativa o la difficoltà nella valutazione degli utili per azione in presenza di diverse tipologie di strumenti in circolazione.

Sappiamo che in linea (solamente) teorica, il prezzo pagato in una transazione dovrebbe coincidere esattamente con *l'Equity Value* del valore della società acquisita senza risentire delle influenze (al rialzo) del venditore e (al ribasso) del compratore. Tuttavia, nella realtà esistono fattori che tendono a non far coincidere il prezzo pagato con il *fair value* della società oggetto della transazione. Infatti, il prezzo pagato nelle acquisizioni d'azienda risente spesso di fattori che influenzano la valutazione come gli effetti sinergici potenziali[70], gli aspetti finanziari, fiscali nonché quelli negoziali che influenzano la determinazione del prezzo finale di acquisizione. Inoltre, quando si prende come riferimento il valore pagato nelle transazioni comparabili, occorre avere a mente le caratteristiche della transazione per evidenziare e tenere conto delle differenze con l'operazione di compravendita che si intende effettuare. Le differenze possono riguardare l'oggetto della transazione (che può essere l'intero capitale o una partecipazione, solo l'attivo o l'attivo senza debito finanziario ecc.), lo strumento di pagamento utilizzato (cash, titoli di debito, azioni o un insieme di questi mezzi) e le modalità di pagamento adottate.

Per tutte queste ragioni, anche nell'applicazione dei multipli impliciti di transazioni comparabili occorre, di norma, applicare correzioni e sconti ai risultati ottenuti per riuscire a considerare nella valutazione le differenze tra le singole negoziazioni comparate.

I moltiplicatori così calcolati sono dunque un'alternativa (più semplice e rapida) alle altre metodologie di valutazione viste finora, ma per via dei limiti impliciti della comparazione e nelle informazioni utilizzate, anche questi multipli vengono generalmente impiegati per controllare i risultati ottenuti con le altre metodologie piuttosto che come meccanismo principale di valutazione.

[70] Le sinergie che l'acquirente può realizzare nella fase di post-acquisizione sono solitamente comprese nel prezzo pagato.

2.3.6 I metodi patrimoniali

La valutazione d'azienda effettuata tramite l'utilizzo dei metodi patrimoniali, a differenza di quelli fondati sui flussi, si fonda sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale d'impresa[71]. Il punto di partenza nell'applicazione del metodo patrimoniale è costituito dal Patrimonio netto contabile così come espresso nel bilancio di esercizio. Su questo valore vengono effettuati due ordini di interventi: di revisione (per verificare la correttezza e l'attendibilità dei dati di partenza) e di trasformazione dei dati in valori correnti. (che determina il cosiddetto Patrimonio netto rettificato). L'applicazione di questo metodo può, infine, essere distinta facendo riferimento a due differenti approcci metodologici:

- Valutazione d'azienda con il metodo patrimoniale semplice: attraverso cui si procede semplicemente ad esprimere a valori correnti tutte le attività e tutte le passività. La differenza tra le attività e le passività determinate a valori correnti esprime il valore dell'impresa. Il difetto di questa metodologia, è che non tiene conto nel valore dell'impresa ad esempio del valore dell'avviamento o della capacità dell'impresa di generare redditi o flussi di cassa;
- Valutazione d'azienda con il metodo patrimoniale complesso: cerca di superare alcuni limiti del metodo semplice considerando nella valutazione (sempre espressa a valori correnti), oltre alle attività risultanti in bilancio, anche alcuni elementi immateriali (*intangibles)* che non trovano espressione nel bilancio di esercizio quali ad esempio i marchi, l'avviamento, i brevetti, concessioni ecc.

[71] https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/metodo-patrimoniale.html

Al giorno d'oggi il metodo di valutazione patrimoniale (a prescindere dalla sua accezione semplice o complessa) è caduto in disuso e non viene più annoverato tra i metodi valutativi in quanto non tenendo conto né dei flussi attesi né dei rischi trascura le essenziali leve del valore. Nonostante ciò, l'informazione e l'analisi patrimoniale mantengono un ruolo non secondario nei processi valutativi che pur utilizzano metodologie differenti (AIFI, 2012).

2.3.7 I metodi reddituali

Secondo questi metodi, il valore di un'azienda è proporzionato alla sua capacità di produrre reddito nel futuro. Il valore dell'impresa deriva pertanto dalla sommatoria dei valori attuali dei flussi reddituali attesi. In generale, qualora si assuma che l'azienda continui a produrre un determinato livello di reddito senza limiti temporali, il metodo applica la seguente formula generale:

$$W = \frac{R}{i}$$

Dove:

"W" è il valore del capitale economico d'azienda;

"R" è il reddito medio prospettico;

"i" è il tasso di valutazione.

Quando invece, più verosimilmente, la vita dell'azienda si stima di durata limitata si possono adottare le seguenti formule:

con reddito costante $W = \sum_{t=1}^{n} \frac{R}{(1+i)^t} + TV$

con reddito variabile $W = \sum_{t=1}^{n} R_t * (1+i)^{-t} + TV$

dove “TV” è il *Terminal Value.*

In entrambe le formule, sia che venga utilizzato il reddito medio sia che vengano utilizzati una serie di redditi puntuali, il valore economico dell’azienda oggetto di valutazione è dato dalla somma tra il valore attuale del reddito calcolato per un certo numero di anni (in genere non superiore ai 5/6 anni) e il *Terminal Value*[72].

Per la stima del reddito medio prospettico da utilizzare nella valutazione, gli elementi da prendere a riferimento sono: i risultati storici da utilizzare come base per la determinazione dei risultati prospettici e l’ampiezza del periodo di riferimento. La definizione di quest’ultima deve riguardare sia i redditi passati che quelli futuri circoscrivendo un periodo[73] di analisi non troppo ampio in modo da evitare di comprendere dati ed informazioni che non sono espressivi dell’attuale situazione dell’azienda oggetto della valutazione. Individuato tale periodo occorre rettificare i redditi individuati attraverso delle correzioni che escludano distorsioni dei valori sia per le gestioni concluse (dovute ad esempio a momenti di discontinuità negli aspetti strategici passati) che per quelle previsionali (le quali devono rispettare il requisito della coerenza per evitare che i risultati prospettati diventino inattendibili). La rettifica di tali valori avviene attraverso operazioni di:

- Normalizzazione con cui si eliminano le componenti non ricorrenti o non attinenti all’attività tipica della società;
- Eliminazione degli effetti delle politiche di bilancio: si cerca di depurare i valori presenti nel bilancio d’esercizio da quegli effetti generati dall’applicazione di determinate politiche valutative che potrebbero distorcere la stima sovrastimando (o

[72] Inteso come valore dei flussi che l’azienda sarà in grado di generare nel periodo compreso tra la fine dell’orizzonte temporale di riferimento e l’infinito.

[73] Nella prassi il periodo preso a riferimento è di 2/3 anni precedenti al momento della stima e di 2/3 anni successivo.

sottostimando) il reddito di esercizio (come gli ammortamenti anticipati o accelerati, i fondi rischi ecc.);

- ❖ Ricalcolo delle imposte sui valori normalizzati e corretti affinché si possano sostituire i valori delle imposte effettive con quelle teoriche così calcolate.

Infine, per tenere conto anche degli effetti distorsivi che potrebbe avere l'inflazione sui redditi calcolati è possibile esprimerli in valuta a potere di acquisto costante capitalizzando i redditi storici ed attualizzando quelli prospettici. A questo punto, il valutatore può procedere alla sintesi dei redditi normalizzati in un valore unico: il reddito medio prospettico, ottenibile come semplice media o media ponderata (qualora i risultati abbiano un diverso grado di significatività) dei redditi (RICCIARDI).

Tale metodo è stato progressivamente superato dal metodo finanziario del *Discounted Cash Flow* (che con questo presenta numerose analogie applicative) in quanto presenta delle limitazioni nell'esprimere all'interno delle componenti reddituali, alcune variabili aziendali imprescindibili quali gli investimenti, le politiche fiscali e le politiche di bilancio (AIFI, 2012).

2.3.8 I metodi misti: *L'Economic Value Added (EVA)*

I metodi misti sono così chiamati perché rappresentano una sintesi tra i due metodi visti in precedenza, quello patrimoniale e quello reddituale. L'obiettivo della loro applicazione è quello di esprimere quindi il valore dell'azienda oggetto di analisi in funzione del patrimonio e del reddito, cercando in tal modo di colmare le lacune dell'uno e dell'altro metodo: quello patrimoniale trascura la valutazione della redditività futura della società mentre quello reddituale trascura la valutazione della consistenza patrimoniale (RICCIARDI).

Tra questi metodi, uno di particolare interesse è l'EVA (*Economic Value Added)* che consiste in una metodologia di determinazione della performance d'azienda correlata all'obiettivo di massimizzazione del valore per gli azionisti (in altre parole, permette di capire se un'azienda, o un investimento, è in grado di produrre introiti sufficienti a giustificare l'impiego di capitale che l'azienda stessa richiede e assorbe, ovvero se crea valore o lo distrugge[74]).

L'*Economic Value Added* si basa sull'ipotesi che un'azienda crea valore quando i suoi profitti sono superiori al costo delle fonti complessive di finanziamento, il suo calcolo prevede quindi che il "valore economico aggiunto" sia dato dal profitto operativo al netto delle imposte (NOPAT) al quale viene decurtato il costo espressivo della remunerazione del capitale investito:

$$EVA = NOPAT - (WACC * CE)^{75}$$

Oppure:

$$EVA = \left(\frac{NOPAT}{CE} - WACC\right) * CE^{76}$$

Dove:

NOPAT (*Net Operating Profit After Tax)* = risultato operativo netto al netto delle imposte;

WACC (*Weighted Average Cost of Capital)*= costo medio ponderato del capitale investito;

CE (*Capital Employed)* = capitale investito[77] netto, risultante dall'ultimo bilancio.

[74] https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/eva146.htm

[75] NOPAT e capitale investito per essere determinati con esattezza e resi utilizzabili nel calcolo dell'EVA richiedono una serie di aggiustamenti e rettifiche contabili per depurare i valori dalle poste che non riguardano la gestione caratteristica dell'impresa.

[76] Detta formula del *value spread.*

[77] La metodologia EVA ottiene risultati più attendibili quando viene applicata ad aziende che basano la propria attività sul capitale investito tangibile (impianti, magazzino ecc.), mentre per quelle che si appoggiano in modo consistente sulle attività intangibili (avviamento, marchio, brevetti ecc.) l'EVA risulta meno efficace. (fonte: https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/eva146.htm).

Dalla determinazione dell'EVA annuale è possibile determinare il valore di un'impresa attraverso il calcolo di una grandezza intermedia definita MVA (*Market Value Added)* che corrisponde al valore attuale degli EVA futuri[78] dell'impresa, alla quale si somma il valore attuale del capitale investito netto (CE) per determinare il valore di mercato (*Enterprise Value*) della società oggetto di analisi:

$$MVA = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t}$$

$$EV = CE + MVA$$

Infine, un'ulteriore modalità fornita dall'EVA per poter determinare il valore aziendale consiste nel dividere l'*Enterprise Value* in due componenti, direttamente legate alla gestione operativa (BORSA ITALIANA, 2004):

- Il *Current Operations Value (COV)*: che consiste nel calcolo del valore di un'impresa nel caso in cui il risultato dell'ultimo anno rimanga costante nel tempo. Tale valorizzazione è data dalla somma tra il *Capital Employed* ed i risultati espressi in termini di EVA corrispondenti all'ultimo esercizio chiuso (utilizzando la formula della rendita perpetua);
- Il *Future Growth Value (FGV)* che è determinato dalle aspettative di miglioramento dell'EVA di partenza e si calcola come il valore attuale degli EVA futuri incrementali rispetto all'EVA risultante dall'ultimo bilancio disponibile.

[78] Riferibili ad un orizzonte temporale adeguato.

La metodologia EVA spiega quindi una porzione considerevole del valore aziendale attraverso la determinazione della performance conseguita fino ad oggi e delle aspettative di crescita a medio termine, calcolate partendo dal piano industriale. In tal modo i metodi tradizionali, che focalizzano l'attenzione in via esclusiva sugli aspetti reddituali o patrimoniali, vengono "superati" nel tentativo di comprendere all'interno della valutazione entrambi gli aspetti.

2.4 Il premio di acquisizione, valore stand alone e valore delle sinergie

Abbiamo visto in questo capitolo come il processo valutativo di un'entità aziendale possa avere diverse finalità e possa prevedere l'utilizzo di metodologie di calcolo del valore differenti tra loro. I fini e i metodi che caratterizzano la valutazione aziendale sono strettamente connessi tra loro e una loro conoscenza approfondita permetterà al valutatore di poter scegliere coscientemente le tecniche valutative più appropriate a seconda del contesto di analisi e dell'obiettivo della valutazione raggiungendo in tal modo un risultato attendibile e rappresentativo della realtà.

Nel caso particolare della valutazione finalizzata all'acquisizione di un'azienda abbiamo visto che il processo di determinazione del valore, che poi definirà il prezzo di compravendita, comprende una componente aggiuntiva definita "premio di acquisizione". Questo premio incorpora i vantaggi che l'acquirente otterrebbe a seguito dell'acquisto del controllo aziendale (o del pacchetto azionario di maggioranza) nonché i benefici potenziali raggiungibili dall'aggregazione di due realtà aziendali prima separate: le sinergie.

Nella prassi, infatti, quando si procede alla valutazione aziendale finalizzata al completamento di operazioni di M&A, la determinazione del sovrapprezzo è una delle fasi

più delicate del processo in quanto tali operazioni mostrano un'elevata variabilità. L'acquirente, nella valutazione, dovrà dunque definire due ordini di valori: quello dell'impresa nelle attuali condizioni di gestione (cosiddetto *stand alone)* e quello relativo ai benefici prospettici derivanti dal raggiungimento delle sinergie ricercate (che possono essere di natura operativa, finanziaria o fiscale).

La determinazione di questo secondo valore è un processo molto delicato poiché, basandosi su delle previsioni prospettiche soggettive può portare il valutatore a commettere degli errori di valutazione delle stesse pagando un valore più elevato di quello realmente raggiungibile con l'operazione di aggregazione. In queste situazioni, infatti, il rischio di distruggere il valore ricercato tramite le sinergie già al momento della definizione del prezzo di acquisizione è molto elevato e nella realtà avviene con non poca frequenza.

In estrema sintesi, in un'operazione di acquisizione che comporti l'ottenimento del controllo aziendale, l'acquirente tenderà a pagare il valore *stand alone* della società oggetto della compravendita maggiorato di un *surplus* rappresentativo delle potenziali sinergie ottenibili. Per far sì che questa maggiorazione non renda vana l'intera operazione, la valutazione delle sinergie deve essere coerente e realisticamente attendibile, ed il sovraprezzo pagato dovrà essere minore di tale valore (per evitare che il pagamento anticipato dei benefici ricercati dall'operazione annulli il maggior valore ottenibile già durante la transazione).

Capitolo terzo – Andamento del mercato M&A

Nel lavoro svolto finora ci siamo occupati di introdurre e descrivere le operazioni di *Merger & Acquisition* nel quadro delle strategie di crescita aziendale andando ad analizzare nel dettaglio le differenze con le altre modalità di crescita nonché le caratteristiche principali in modo da fornire una panoramica il più completa possibile di tali operazioni. Tra queste abbiamo focalizzato in particolar modo la nostra analisi sulle tecniche utilizzabili nella valutazione aziendale, ponendo in risalto per ognuna di esse i punti di forza, i punti di debolezza e le modalità applicative.

Avendo in mente le informazioni fin qui fornite, in questo capitolo dell'elaborato analizzeremo le origini del mercato M&A, vedremo la sua evoluzione storica nel tempo cercando di comprendere e spiegare le motivazioni che hanno portato ad un aumento continuo nel tempo non solo del numero delle operazioni ma anche del loro valore.

La parte successiva del lavoro concentrerà l'attenzione sulle tendenze evolutive attuali di tale mercato, saranno analizzati i risultati al livello globale ed evidenziando le differenze tra settori ed aree geografiche e concentrando infine l'analisi sul contesto nazionale e sui risultati che il mercato M&A italiano ha ottenuto in funzione dei settori coinvolti, del valore e della direzione delle operazioni attuate.

La conclusione del capitolo, sulla base delle informazioni previsionali raccolte, sarà incentrata sulla definizione di un quadro prospettico riguardante le tendenze future del mercato delle fusioni e delle acquisizioni.

3.1 Storia del mercato M&A

La storia delle operazioni di fusione e acquisizione societarie inizia con la storia delle società stesse. Da sempre, infatti, la possibilità di realizzare aggregazioni con altre entità ha rappresentato per le società un'opportunità al livello economico, finanziario e commerciale, avente alla base le stesse motivazioni che ispirano i manager al giorno d'oggi ad effettuare operazioni di finanza straordinaria.

Il fenomeno *Merger and Acquisition,* grazie all'evoluzione e alle dimensioni che ha raggiunto nel tempo, è sicuramente un argomento di grande attualità nonostante non sia un fenomeno nuovo. La nascita delle M&A risale infatti al periodo dal 1895 al 1904 caratterizzato dal fenomeno indicato come "*The Great Merger Movement*" il quale ha consentito a piccole aziende con mercati ristretti operanti negli Stati Uniti[79], di unirsi con aziende simili per creare istituzioni potenti in grado di dominare i mercati. Queste operazioni hanno avuto uno sviluppo incostante nel tempo, tanto da indurre gli economisti ad effettuare ricerche longitudinali sulla natura ciclica dei processi M&A, i quali hanno consentito di individuare diversi periodi definiti "*merger waves*" di più intenso utilizzo delle M&A solitamente correlati alla natura positiva del ciclo economico contingente. Con questo termine vengono indicate le ondate di aggregazioni associate agli *shock* in ambito tecnologico, economico e istituzionale che hanno avuto origine principalmente nel mondo anglosassone, per la particolare struttura dei mercati, la tipologia di capitalismo e l'assetto istituzionale, e si sono diffuse poi a livello globale.

[79] Le prime operazioni in Europa vennero realizzate nel secondo dopoguerra mentre in Italia si è aspettato fino agli anni '90.

3.1.2 Le *merger waves*

A partire dal 1900 gli storici e gli studiosi del settore hanno identificato sei distinte *merger waves* ciascuna delle quali con caratteristiche uniche che hanno caratterizzato lo sviluppo di questo fenomeno negli Stati Uniti:

- La prima ondata risale al periodo tra il 1887-1904. In seguito alla guerra civile[80], infatti, sulla base dello sviluppo del sistema ferroviario e grazie alla caduta delle precedenti barriere territoriali, venne a crearsi in America un unico grande mercato. Questo portò le imprese americane a dover fronteggiare la concorrenza di altre imprese di cui prima non conoscevano nemmeno l'esistenza spostando la competizione non più su scala regionale ma su scala nazionale (CAIAZZA, 2011). In risposta a questo cambiamento nel contesto competitivo molte aziende diedero vita ad operazioni di fusione con altre generando la cosiddetta prima ondata, la quale è definita *merger for monopoly*, in quanto fu caratterizzata dal consolidamento delle imprese nel settore manifatturiero ed estrattivo con la formazione di grandi monopoli e giganti industriali come DuPont, General Electric, Eastman Kodak.
- La seconda ondata iniziò durante la Prima guerra mondiale nel 1916 e si concluse con il crollo del mercato azionario del 1929. A differenza della prima ondata questa fu caratterizzata da operazioni di natura diversa per via dell'introduzione di alcune leggi, in particolare il *Clayton Antitrust Act* del 1914, che avevano il fine di tutelare la competizione nei mercati per evitare la creazione di monopoli. Questa ondata portò dunque allo sviluppo degli oligopoli che di fatto diminuirono il potere acquisito dai

[80] La guerra di secessione americana (guerra civile americana) fu combattuta dal 1861 al 1865 fra il governo federale dell'Unione (comprendente gli Stati del nord) e gli Stati Confederati d'America (gli Stati del sud) e si concluse con la sconfitta di quest'ultimi e la successiva rifondazione della nazione americana sulla base della supremazia industriale del Nord e del rafforzamento del governo federale.

monopoli generati nella prima ondata. Inoltre, anche la seconda *merger wave* fu influenzata da un elevato attivismo da parte delle banche promotrici di tali operazioni le quali, al tempo stesso, non essendo soggette a rigidi controlli da parte delle autorità (non era ancora stata istituita la SEC[81]) spesso agivano in situazioni di conflitti d'interesse. Questa ondata terminò, come abbiamo detto, con la crisi borsistica del '29 che spinse anche le autorità competenti ad intervenire[82] per evitare per regolamentare in maniera più severa il mercato per evitare che gli effetti (crisi) delle ondate entusiastiche del passato potessero ripetersi.

- La terza *merger wave* avvenne tra il 1965 e il 1969 in un periodo di grande prosperità economica per gli Stati Uniti, caratterizzata dall'aumento dei di interesse e dall'entrata di *Wall Street* in una fase di grande crescita avvenuta nella prima metà degli anni '60. La principale diversità (comune anche alla quarta ondata) rispetto alle operazioni delle ondate precedenti fu che questa coinvolse aziende operanti in settori diversi tra loro sviluppando per la prima volta le operazioni a livello conglomerale. Le ragioni di questa diversità furono principalmente due: le regolamentazioni *antitrust* introdotte successivamente alle crisi sfociate dalle prime due ondate, le quali impedivano di fatto le concentrazioni di imprese dello stesso settore, e dalla comparsa nel contesto economico dei cosiddetti *financial wizards*, i quali fondavano le proprie scelte strategiche di fusione o acquisizione, su condizioni e analisi prettamente finanziarie piuttosto che sulla possibilità di raggiungere sinergie operative. In particolare, questi soggetti sfruttarono il diffondersi sul mercato

[81] La *Security and Exchange Commission (SEC)* è l'ente federale statunitense preposto alla vigilanza della borsa valori fondata dal presidente Franklin Delano Roosevelt nel 1934 all'indomani della crisi del 1929.
[82] I provvedimenti principali furono il *Security Act* del 1933 e il *Security Exchange Act* del 1934 che imponevano regole di trasparenza e pubblicità delle operazioni rivolte sia alle imprese coinvolte che ai promotori, e il *Glass Steagall Act* del 1933 che vietò alle banche di promuovere nuove emissioni e di usare poi i soldi dei propri depositanti per acquistare tali emissioni.

mobiliare del meccanismo del *PE game*[83], il quale prospettando guadagni facili e rapidi, fu la molla della terza ondata di fusioni. Per le caratteristiche enunciate, questa ondata modificò radicalmente il volto dell'industria americana esasperandone la diversificazione come mai prima. La terza *merger wave* si concluse anch'essa con una crisi: la caduta del mercato borsistico del 1969 che come le altre crisi spinse le autorità competenti ad intervenire nuovamente nella regolamentazione introducendo negli anni successivi nuovi obblighi di pubblicità e nuove norme *antitrust (PAPETTI, 1988).*

- La quarta ondata di operazioni M&A ebbe inizio nel 1981 e fu caratterizzata dagli *hostile takeovers* che coinvolsero aziende di più grandi dimensioni rispetto a quelle coinvolte nelle ondate precedenti anche attraverso un utilizzo maggiore del debito portando anche ad un maggior coinvolgimento del settore bancario (grazie alla concessione dei finanziamenti per effettuare tali operazioni – *Leverage Buy Out e Management Buy Out*). Le motivazioni alla base delle scelte strategiche di acquisire sembrano in questa fase essere dettate più da ragioni industriali[84] che finanziarie, date anche dall'opportunità di acquisire aziende sottovalutate con elevate potenzialità di crescita. Questa ondata terminò nel 1981 a seguito del crollo delle strutture patrimoniali di molte banche dovuto all'attività non controllata di erogazione del credito a finanziamento delle operazioni di M&A.

[83] Il *PE game* era un meccanismo molto semplice: le imprese con un PE elevato una volta individuata un'azienda "preda" stampavano nuove azioni proprie per finanziare l'operazione. Queste azioni venivano sottoscritte dall'effervescente mercato borsistico di quel periodo, permettendo all'azienda acquirente di offrire alla società target prezzi superiori di due volte il valore delle azioni oggetto di compravendita, generando una corsa alla vendita.

[84] In questo periodo viene introdotta tra le tecniche di analisi strategica la famosa matrice del *Boston Consulting Group*, ideata per identificare se un'impresa aveva o meno la necessità di acquisire nuovi *business* ed eventualmente identificare le caratteristiche dei *business* da acquisire.

- La quinta *merger wave* è cominciata a seguito della recessione economica del 1990-91 e terminò nel 2000. Questa fase fu caratterizzata principalmente da operazioni di carattere transfrontaliero avendo come protagoniste, oltre alle imprese statunitensi, anche quelle europee sulla scia delle pressioni provenienti dal processo di implementazione dell'UE. Ciò, grazie all'impulso proveniente dalla globalizzazione dei mercati, ha portato alla conclusione di *mega deal* di dimensioni senza precedenti coinvolgendo imprese di nazionalità differenti[85] comportando un aumento del grado di complessità delle operazioni stesse legato alle differenze normative e culturali esistenti tra queste (CAIAZZA, 2011). Questo periodo fu caratterizzato da una tendenza globale alle privatizzazioni, facilitata dalla *deregulation* dei mercati, le quali erano finalizzate al conseguimento di economie di scala ed incentivate dalla sottovalutazione di diverse imprese. Questa ondata si concluse nel 2001 con lo scoppio della bolla Internet *dot.com* e gli scandali societari di aziende quali Enron e Worldcom (PANATTONI, 2014).
- La sesta ed ultima ondata ha avuto inizio nel 2003 ed è durata fino all'avvento crisi dei mutui *subprime* del 2008 che si ripercosse sull'intero sistema economico mondiale. Questa fase, come la precedente, fu caratterizzata dalla conclusione di *deal* di grandi dimensioni, coinvolgendo sempre più imprese di paesi diversi in risposta alla maggiore integrazione dei mercati, accompagnati da un eccessivo ricorso alle operazioni di LBO e di *private equity*. Infatti, la sesta ondata vide aumentare il ruolo degli investitori istituzionali nonché il numero degli operatori provenienti dai paesi a sviluppo emergente che nelle ondate precedenti erano rimasti fuori dalla competizione globale.

[85] Anche in Italia si è registrata questa tendenza.

3.2 Andamento globale delle operazioni M&A 2018 (fonte: rapporto M&A 2018 – KPMG)

Il 2018 è stato considerato un anno particolarmente positivo per il *deal making* per via dei risultati raggiunti rispetto agli anni passati. Le condizioni economiche stabili, i bassi tassi d'interesse e un mercato del credito favorevole hanno contribuito a dare impulso all'attività M&A, la quale si sta affermando sempre di più come strumento per rimanere competitivi e per ampliare capacità e mercati di riferimento. Si è registrato, infatti, un aumento[86] dei controvalori delle operazioni che hanno raggiunto i 3.552 miliardi di dollari, valore che è stato generato soprattutto dall'aumento dei *mega deal* che hanno contribuito al 30% del valore complessivo (il risultato migliore dalla crisi del 2007 e il terzo miglior risultato di sempre). Si è invece registrato un calo (-3%) nel numero delle operazioni chiuse nell'anno (36.389), anche se comunque non lontano dal record di operazioni completate dell'anno precedente.

Per quanto riguarda la direzione delle operazioni sono aumentate (in termini di controvalore) sia quelle domestiche che le *cross border* (principalmente in Europa), mentre l'attività M&A generata dagli investitori finanziari e *private equity* continua la tendenza di crescita registrata negli ultimi cinque anni aumentando rispetto al 2017 sia in termini di controvalore (+20%) che di numero delle operazioni completate (+10%), con un aumento di tale attività registrata oltre che nelle Americhe anche in Asia.

Come abbiamo visto il 2018 ha registrato un aumento nella tendenza all'utilizzo delle operazioni di M&A in linea con la crescita degli anni precedenti. Questo trend è composto

[86] Questo aumento potrebbe, in parte, essere dovuto al ritardo nella chiusura di diversi *deal* di rilievo iniziati negli anni precedenti generato dall'intervento delle autorità regolatorie e Antitrust che ne hanno prolungato i tempi.

da valori differenti tra le aree geografiche del globo i quali saranno analizzati nei paragrafi successivi per spiegarne le cause, le caratteristiche ed i settori coinvolti.

3.2.1 Comparazione aree geografiche

Nel 2018, il 54,4% del totale delle operazioni M&A globali (in valore) sono state effettuate dalle aziende provenienti dalle Americhe, le quali si confermano anche quest'anno in testa a questa classifica. Queste sono seguite dalle aziende europee che hanno prodotto il 23,4% del totale, seguite dalle operazioni svoltesi nel mercato asiatico-oceanico (20,7%) e da quelle concluse sul mercato africano (1,5%) che, nel 2018 hanno subito un ridimensionamento rispetto al record dell'anno precedente (da 77 miliardi di dollari a 51 miliardi).

In linea con l'andamento osservato a livello mondiale, nel 2018 l'attività in Europa è aumentata del 24% rispetto all'anno precedente con una ripresa dell'attività M&A *cross border* (risultato dovuto prevalentemente alla crescita avvenuta negli Stati dell'Europa occidentale, Spagna in primis) a fronte di una lieve flessione dei volumi delle operazioni completate (a riprova del fatto che sono aumentate le dimensioni delle operazioni). Tra gli Stati europei, il Regno Unito si è confermato nuovamente il primo mercato M&A anche nel 2018, nonostante le incertezze legare agli esiti della *Brexit*, mentre il mercato dell'Europa orientale è crollato rispetto all'anno precedente.

Le aziende americane hanno realizzato nel 2018 la miglior *performance* dell'ultimo decennio confermando ancora una volta il ruolo di primo piano svolto nel mercato M&A globale. Tra gli stati del continente gli USA sono ancora una volta i protagonisti di tale mercato fornendo un contributo del 57% dei controvalori e del 35% dei volumi realizzati complessivamente mantenendo il ruolo di principale promotore anche per quanto riguarda

gli accordi di grandi dimensioni (26 *mega deal* su 40 del 2018 sono stati conclusi negli USA). I risultati ottenuti dagli Stati Uniti sono stati influenzati positivamente dai tassi di interesse contenuti, dalle condizioni macroeconomiche generali favorevoli nonché dagli effetti generati dalla riforma fiscale[87] varata dall'Amministrazione Trump. Inoltre, va sottolineato come nonostante la vocazione prevalentemente domestica del mercato M&A americano il 2018 ha registrato un incremento record delle operazioni transfrontaliere aumentando dell'83% rispetto all'anno precedente.

Per quanto riguarda l'aera Asia Pacifico, anche questa ha registrato nel 2018 risultati positivi ed in crescita rispetto alle rilevazioni dell'anno precedente. Il risultato ottenuto è frutto della combinazione di due andamenti opposti registrati dai principali paesi investitori dell'area: la Cina e il Giappone. Il primo ha visto una contrazione delle operazioni M&A sia nei volumi che nei valori dovuta in primis alle politiche restrittive introdotte nel 2017 dal governo cinese nei confronti degli investimenti esteri e in secondo luogo agli interventi delle autorità antitrust di vari paesi (soprattutto gli Stati Uniti) aventi la finalità di bloccare o scoraggiare acquisizioni ed aggregazioni promosse da operatori cinesi, interventi caratterizzati anche dal riaffermarsi di spinte protezionistiche. Il Giappone, invece, assieme ad altri paesi del continente come l'India ha visto un incremento sia nel valore che nelle transazioni completate rispetto all'anno precedente in grado di compensare i risultati negativi ottenuti dal mercato cinese.

Infine, l'Africa e Medio Oriente a differenza degli altri continenti, che nel 2018 hanno visto un aumento delle operazioni a doppia cifra, ha subito una battuta d'arresto rispetto all'anno precedente riducendo la propria contribuzione (sia nei volumi che nei valori) al mercato M&A mondiale a poco più dell'1% (dal 3% del 2017).

[87] Tale riforma ha introdotto criteri di deducibilità delle spese per investimenti, favorito il rientro dei profitti che le grandi multinazionali hanno conseguito all'estero e ha ridotto la *corporate tax* dal 35% al 21%.

3.2.2 Comparazione settori

È infine possibile analizzare le operazioni in funzione del settore di appartenenza delle società *target*. Dai dati relativi al 2018 emerge che i primi due settori (per numero e controvalore delle operazioni) coinvolti nelle operazioni di acquisizione e aggregazioni sono i *Consumer Markets* e il comparto T*elecommunications Media & Technology*: nel primo, in leggera flessione rispetto al 2017, si sono svolte il 23% delle operazioni del 2018, percentuale che è stata quasi raggiunta anche dal secondo, nel quale si è visto un aumento sostanziale dal 2017 al 2018 (ottenendo un incremento del +76% nel valore e + 7% nel numero di transazioni). A seguire, gli altri settori in cui si sono svolte le operazioni M&A nel 2018 sono l'*industrial Market* (17%, +1% rispetto all'anno precedente)*, l'Energy & Utilities* (15%, in calo del 2%), i *Support Services & Infrastructure* (14%, invariato), e i *Financial Services* (8%, in calo del 2%) i quali hanno mantenuto nel 2018 un andamento stabile registrando solo lievi aumenti o cali delle operazioni effettuate che non hanno generato significativi cambiamenti rispetto all'anno precedente.

La suddivisione delle operazioni nei settori che abbiamo appena visto rientra in un'analisi del contesto globale, la quale, se concentrata su specifiche aree geografiche produrrebbe realisticamente risultati differenti, in quanto, operazioni attuate in diversi continenti (o in paesi diversi) sono influenzate situazioni di contesto differenti tra loro. Ad esempio, in Europa le operazioni M&A del 2018 hanno coinvolto maggiormente gli *Industrial Markets* assieme al comparto delle telecomunicazioni, piuttosto che i *Consumer Markets.* In America, invece, i risultati sono molto simili a quelli mondiali (dovuto al fatto che il mercato americano registra il maggior numero di operazioni M&A e di conseguenza ne influenza i risultati).

Per quanto riguarda le operazioni nei mercati asiatici-pacifici si è riscontrata nel 2018 una notevole differenza rispetto ai risultati ottenuti nelle altre aree geografiche. Infatti, nel mercato in questione il maggior numero di operazioni M&A è stato registrato nel settore del *Support Services & Infrastructure* seguito dal comparto delle telecomunicazioni e dagli *Industrial Markets* che hanno visto un incremento nelle operazioni ai danni del *Consumer Market*, il quale conta un maggior valore delle operazioni solo rispetto al settore dei servizi finanziari e al settore energetico.

Infine, nel mercato africano e medio-orientale (nonostante la scarsa rilevanza a livello mondiale) le operazioni hanno interessato in misura rilevante i settori del *Consumer markets* (33% delle operazioni) e del *Energy & Utilities* (25% delle operazioni), seguiti in ordine dai settori industriali (17%), dei servizi finanziari (10%), delle telecomunicazioni (9%), e delle infrastrutture e dei servizi di supporto (6%), seguendo quelli che sono i *trend* globali.

3.3 Andamento mercato M&A 2019

Il mercato M&A del 2019 ha risentito dell'incertezza a livello politico ed economico-finanziario, registrando una marcata riduzione delle attività con operazioni in calo del 15% circa rispetto ai valori raggiunti nell'anno precedente. Questi risultati, tuttavia, vanno analizzati nel più ampio contesto dell'economia generale, la quale è caratterizzata da un certo grado di ciclicità che coinvolge anche il mercato M&A.

Secondo i dati inclusi nel secondo rapporto annuale sulle fusioni e acquisizioni aziendali di Bain Company, le operazioni di M&A hanno toccato lo scorso anno i 3.400 miliardi di dollari nonostante il volume di queste si sia ridotto del 2% (19.322) rispetto ai livelli

registrati nel 2018. Per quanto riguarda le aree geografiche, la supremazia sul mercato M&A spetta ancora agli Stati Uniti, che con una quota del 47.2% dei *deal* globali si confermano la patria dell'M&A, nonostante dopo un inizio di anno vigoroso le operazioni si siano stabilizzate verso la fine dello stesso. L'Europa, ostacolata da una lenta crescita economica e dalla *Brexit,* ha registrato un calo delle operazioni del 21,9% rispetto all'anno precedete (da 980 a 770 miliardi nel 2019), con un maggiore coinvolgimento delle imprese dei settori *Consumer,* dell'industria chimica, delle telecomunicazioni e dei *Buisiness Services*. Anche in Asia e nell'area del pacifico orientale (Apac) si è registrato un rallentamento dovuto sia alle tensioni commerciali con gli Stati Uniti sia alla crisi politica tra Pechino ed Hong Kong, fattori questi che hanno influenzato negativamente il mercato M&A asiatico.

Come evidenziato nel rapporto, la ragione di molti accordi si è spostata nel 2019 verso un orientamento di *scope* (circa il 60%), spingendo le imprese all'entrata in settori di attività in rapida crescita o all'acquisizione di nuove competenze digitali e non, per rafforzare il business esistente o per innovarlo (in risposta ad un ambiente che è cresciuto poco[88] e alla *disruption* del modello di business in diversi settori). Nonostante ciò, gli *scale deal* rimangono un percorso affidabile per la costruzione e il rafforzamento di una posizione di leadership in settori finanziari, manufatturieri, delle risorse naturali ma anche in quello dei media e delle telecomunicazioni, dove la trasformazione digitale sta spingendo operatori storici ad unire le forze in modo da ottenere economie di scala per investire in nuove competenze e fronteggiare la concorrenza[89].

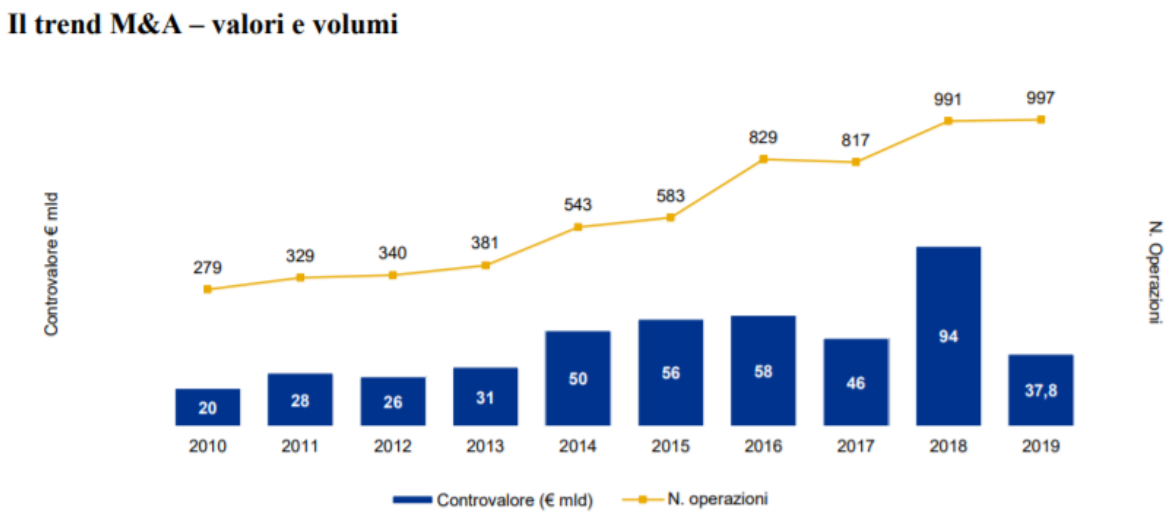
[88] Molti settori stanno raggiungendo i loro limiti naturali di consolidamento, i quali rendono più difficile il raggiungimento dell'approvazione degli accordi.

[89] https://www.milanofinanza.it/news/bain-company-l-m-a-sorprende-nel-2019-202002111122016900

3.4 Andamento mercato M&A italiano 2018 e 2019

Il mercato M&A italiano del 2018 ha raggiunto risultati particolarmente positivi al pari di quelli conseguiti dall'andamento di tale attività al livello globale: sono infatti state registrate ben 991[90] operazioni (massimo storico dal 1988) i cui controvalori hanno raggiunto circa i 94[91] miliardi di euro (contro i quasi 47 dell'anno precedente).

Figura 3: Il trend M&A 2010-2019



Fonte: KPMG Corporate Finance

Nella prima metà dell'anno le completate hanno seguito la stessa tendenza positiva dell'anno precedente raggiungendo in 6 mesi i 29,6 miliardi di euro. Nella seconda metà, invece, si è assistito dapprima ad un rallentamento (da luglio a settembre) che è stato seguito da un'impennata nel valore delle operazioni concluse (54,8 miliardi di euro) nell'ultimo trimestre per effetto della chiusura di 5 dei *Top Ten deal 2018*. Sul rallentamento registrato

[90] Anche nel caso italiano i risultati conseguiti nell'anno 2018 hanno beneficiato di una spinta dovuta ai *closing* di alcuni *mega deal* annunciati nel 2017 (con oltre 40 miliardi di euro generati solo dall'acquisizione di Abertis Infraestructuras da parte di un veicolo costituito da Atlantia SpA e dalla *business combination* tra Essilor SA e Luxottica SpA)

[91] La miglior performance registrata dal 2008.

nel secondo semestre occorre precisare come abbia pesato il clima di incertezza derivante dal nuovo scenario politico[92] nonché l'aumento della volatilità dei mercati finanziari mondiali causata dal rallentamento nelle previsioni di crescita delle principali economie mondiali.

Nel 2018 anche l'attività transfrontaliera ha raggiunto nuovi progressi vedendo crescere le operazioni *cross border-OUT* nonostante le acquisizioni di aziende italiane da parte di soggetti esteri continui ad essere più rilevante (a testimonianza sia del fatto che il *Made in Italy* continua ad esercitare una forte attrattiva nei confronti degli investitori esteri, sia delle difficoltà del nostro Sistema Paese nel valorizzare le proprie eccellenze). In generale, il contributo delle operazioni *cross border* rispetto al valore del mercato italiano complessivo è salito nel 2018 di oltre l'80% anche a testimonianza del fatto che i processi di internazionalizzazione fanno ormai parte del percorso di crescita delle aziende italiane.

Per quanto riguarda i risultati ottenuti dal mercato M&A italiano nel 2019 si è registrata una forte frenata nei controvalori rispetto all'anno precedente, i quali si sono fermati a 37,8 miliardi di euro (-60% rispetto al 2018) nonostante un aumento di un punto percentuale nel volume delle transazioni completate che conferma l'interesse degli imprenditori verso la crescita per linee esterne a completamento di quella organica[93] (1000 operazioni rispetto alle 991 del 2018). È evidente come rispetto all'anno precedente, nel 2019 non si siano registrati le operazioni di grandi dimensioni che hanno caratterizzato il 2018 seguendo la tendenza in rallentamento iniziata proprio nel secondo semestre dello scorso anno (risollevata in parte dalla conclusione di grandi accordi nell'ultimo trimestre). Le motivazioni dietro la battuta

[92] Il 4 marzo 2018 si è votato per le elezioni politiche italiane, i cui risultati non hanno garantito una maggioranza assoluta per un partito nel parlamento portando ad alleanze che hanno generato incertezza sui mercati.

[93]https://home.kpmg/it/it/home/media/press-releases/2019/07/fusioni-acquisizioni-mercato-italia-rapporto-kpmg.html

d'arresto rilevata lo scorso anno sono molteplici: le dinamiche geopolitiche che hanno generato incertezza sui mercati, il ruolo costantemente sotto pressione dell'Italia all'interno dell'Unione Europea per via della propria debolezza economica, nonché il possibile inizio di una fase di consolidamento dopo l'abbondanza degli anni scorsi, con la caccia agli investimenti che aveva spinto le valutazioni su livelli elevati e difficilmente sostenibili.
Inoltre, rispetto agli anni precedenti, per la prima volta si è registrato un contributo fondamentale degli operatori di *private equity* i quali hanno finalizzato nel corso dell'anno passato ben 161 operazioni per un controvalore complessivo pari a circa 10 miliardi di Euro divenendo il primo acquirente sul mercato italiano[94] (registrando, rispetto al 2018, un aumento del +25% nei volumi e contribuendo al totale del mercato M&A italiano per il 25% in termini di controvalore).

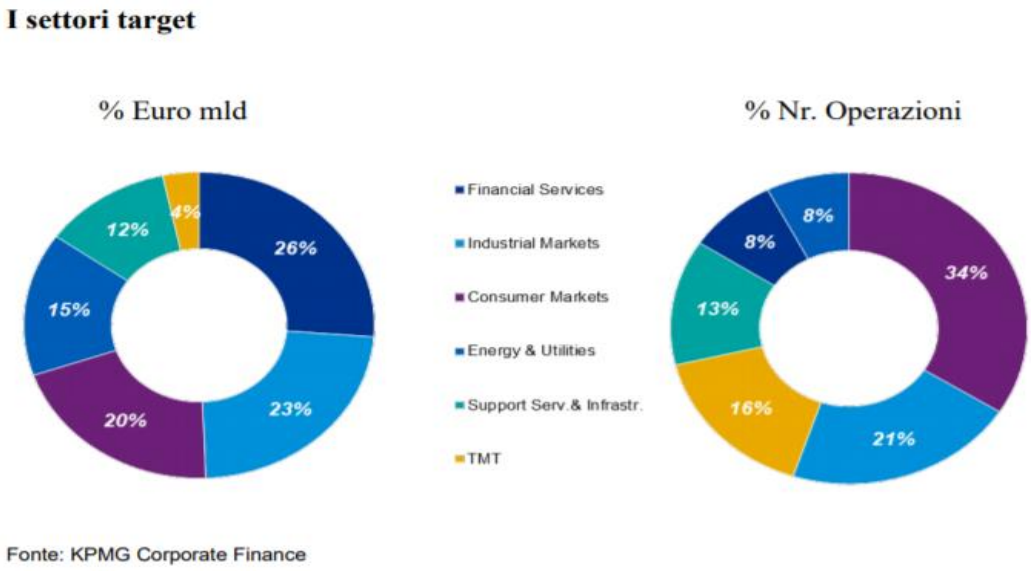
3.4.1 Settori coinvolti

Il settore maggiormente coinvolto nelle attività di M&A nel 2019 è stato quello dei *Financial Services* che con circa 20 miliardi di Euro di controvalore rappresenta quasi il 26% dell'intero mercato. Tra le società attive in questo comparto, un ruolo importante è stato svolto da BPER che ha messo a segno nel corso dell'anno una serie di operazioni significative acquisendo numerose partecipazioni nel capitale di altre banche (Banco di Sardegna, Unipol Banca, Arca Holding) e da Generali che ha messo a segno una duplice acquisizione in Portogallo per complessivi 600 milioni, mentre Unicredit ha proseguito il percorso di liquidazione degli *asset* ritenuti non più *core*, cedendo le partecipazioni in Fineco e Mediobanca. Insieme ai servizi finanziari, anche il comparto industriale italiano è stato

[94] https://home.kpmg/it/it/home/media/press-releases/2020/01/fusioni-acquisizioni-italia-2019.html

protagonista dello scacchiere delle fusioni e acquisizioni del 2019. Questo settore ha visto un aumento di quasi il doppio nel controvalore delle operazioni effettuate (che sono passate da 5,2 a 9 miliardi di Euro) con un particolare attivismo mostrato da parte delle "piccole e medie imprese – PMI" che hanno concluso ben 236 operazioni[95]. A seguire, il settore *consumer* ha registrato nel 2019 un incremento nel volume delle transazioni (339 operazioni) nonostante una riduzione nel valore delle stesse passate a 7,7 miliardi di Euro di controvalore complessivo. Tra le aziende protagoniste del mercato 2019, Ferrero ha svoto un ruolo di primo piano entrando a far parte dei cosiddetti *serial acquirer* italiani, acquisendo i *business* biscotti e snack fi Kellogg's per circa 1,2 miliardi di Euro e la società danese Kelsen per un controvalore complessivo di 267 milioni di Euro[96]. Gli altri settori coinvolti, come è possibile vedere dalla figura 4 seguente, sono in ordine di valore complessivo delle transazioni: *energy & Utilities*, *Support services & infrastructure* e il settore delle telecomunicazioni.

Figura 4: I settori target



[95] https://www.industriaitaliana.it/ma-in-diminuzione-in-italia-chi-ci-salvera-lindustria/
[96] https://home.kpmg/it/it/home/media/press-releases/2020/01/fusioni-acquisizioni-italia-2019.html

Infine, come abbiamo già anticipato nel paragrafo precedente, nel 2019 è aumentata l'attività svolta dai fondi di *private equity* nel mercato M&A italiano per un controvalore di circa 10 miliardi di Euro. Tra questi, in particolare, tre sono risultati particolarmente attivi: Xenon, Progressio e Tamburi, che hanno finalizzato quattro operazioni ciascuno.

3.4.2 La direzione delle operazioni M&A italiane

OPERAZIONI ITALIA SU ESTERO

Nel 2018 l'attività *cross border* ha contribuito a circa la metà dei volumi e ad oltre l'80% dei controvalori del mercato M&A italiano. Questa *performance* positiva è quasi totalmente ascrivibile alla crescita delle transazioni Italia su Estero, il cui valore rispetto all'anno precedente è aumentato di circa sei volte grazie al *closing* di alcune operazioni miliardarie. Per quanto riguarda il 2019, le acquisizioni di imprese straniere effettuate da soggetti italiani sono state in linea con i volumi registrati l'anno precedente (178 operazioni concluse) mentre hanno ottenuto un risultato positivo in termini di controvalore, con oltre 13 miliardi di Euro complessivamente investiti senza il contributo dei *mega deal*[97] citati in precedenza, che aveva caratterizzato il 2018 8le operazioni Italia su Estero hanno contribuito al 62% dei controvalori dell'intero mercato italiano[98] 2019).

La propensione all'internazionalizzazione da parte delle imprese italiane si è confermata un fenomeno in crescita anche nel 2019. L'aumento delle operazioni oltre confine che è stato registrato negli ultimi anni è il frutto di diversi fattori di contesto quali il rallentamento della

[97] Il controvalore delle operazioni Italia su Estero del 2018 ammonta a 57,8 miliardi di Euro (pari al 61,6% del valore complessivo del mercato M&A italiano). Tale dato, però, è stato influenzato dalla chiusura di alcune operazioni miliardarie che si trascinavano dall'anno precedente. Basti pensare che ben 40.6 miliardi sono stati generati solo dalle prime due operazioni del 2018 (Essilor SA – Luxottica SpA e Albertis Infraestructuras acquisita da un veicolo costituito appositamente da Atlantia SpA).

[98] Il secondo miglior risultato di sempre dal record storico di 59,8 miliardi di Euro del 2007.

domanda interna o la necessità di entrare e rafforzare la propria posizione nei mercati esteri in crescita o più promettenti, che hanno nel tempo spinto le società italiane ad intraprendere percorsi di crescita per linee esterne direttamente in mercati diversi da quello nazionale.

I paesi europei, e in particolare quelli dell'Europa Occidentale, si sono confermati (come negli anni precedenti) la meta preferita per gli investimenti italiani all'estero, dato che è sicuramente influenzato positivamente dai vantaggi derivanti dall'Unione economica e monetaria nonché dalla relativa vicinanza geografica dei paesi appartenenti al Vecchio Continente.

OPERAZIONI ESTERO SU ITALIA

Il numero di operazioni di M&A effettuate da aziende estere in Italia ha visto negli ultimi anni un calo nei valori delle stesse (nonostante i volumi siano rimasti costanti con una leggera tendenza di crescita). Il 2018, a causa del clima di incertezza determinato dal rallentamento della crescita dell'economia italiana e dal nuovo scenario politico emerso dalle consultazioni elettorali, ha registrato una flessione del 15% nei controvalori delle operazioni concluse rispetto all'anno precedente (attestandosi a 19,3 miliardi di Euro). Questa riduzione, assieme all'aumento visto in precedenza delle acquisizioni italiane all'estero, ha fatto sì che il contributo delle attività *cross border-IN* dell'anno si riducesse dal 49% a poco più del 20%. In numeri in calo del 2018 hanno confermato la tendenza negativa anche l'anno successivo, durante il quale in Italia gli investimenti esteri si sono fermati a 15 miliardi di Euro, mentre i volumi sono rimasti stabili attorno alle 300 operazioni concluse.

Per quanto riguarda le macroaree geografiche di provenienza delle imprese che acquisiscono aziende italiane, le società dei paesi dell'Europa Occidentale si sono confermati anche nel 2019 (così come negli anni precedenti) i principali "predatori" di asset nazionali, realizzando

il 55% dei volumi ed il 60% dei controvalori del totale Estero su Italia. Considerando invece i singoli paesi, la classifica vede saldamente al comando gli Stati Uniti che nel 2018 hanno concluso operazioni per quasi 5 miliardi di Euro, seguiti da Francia e Regno Unito. Infine, una netta riduzione, sia nei volumi che nei valori delle operazioni, si è registrata nelle iniziative provenienti dalla Cina. Ciò a causa delle misure restrittive introdotte dal Governo cinese nell'agosto del 2017 per frenare lo *shopping* condotto negli anni passati e regolamentare gli investimenti esteri, portando nel 2018 ad un calo di circa il 70 % dei controvalori rispetto al passato (-18% dei volumi), i quali si sono mantenuti bassi anche nel 2019 per le stesse motivazioni.

I principali settori di appartenenza delle società acquisite, così come nel caso delle operazioni Italia su Estero, sono i *Consumer Markets* e gli *Industrial Markets* nei quali sono state effettuate più del 50% delle operazioni totali.

OPERAZIONI ITALIA SU ITALIA

L'attività M&A domestica del 2018 è stata caratterizzata da un aumento sia nei volumi (508 *deal* completati) che nei controvalori delle operazioni che si sono attestati a 16,8 miliardi di Euro (in aumento del 13% rispetto all'anno precedente), riducendo però il loro contributo relativo a poco più del 18% dei valori del (nel 2017 era del 32%). Rispetto alle operazioni che coinvolgono operatori stranieri (come acquirenti o *target)*, le acquisizioni Italia su Italia sono storicamente caratterizzate da un controvalore medio[99] contenuto, dovuto alle ridotte dimensioni caratteristiche delle imprese italiane.

[99] Il mercato M&A domestico è caratterizzato dalla scarsità di grandi transazioni che portano il controvalore medio delle operazioni concluse ad essere alquanto contenuto (33 milioni nel 2018) rispetto alle operazioni *cross border*.

Nel 2019 le operazioni domestiche hanno mantenuto costanti i volumi raggiunti nel 2018 (con 519 operazioni concluse) registrando però una riduzione sostanziale nei controvalori che si sono fermati a 9 miliardi di Euro. Questa riduzione è principalmente dovuta alla mancanza di operazioni miliardarie nel corso dell'anno, cosa che invece aveva caratterizzato il 2018 durante il quale il controvalore complessivamente generato dai *Top Ten deal* Italia su Italia aveva raggiunto i 10,3 miliardi (in crescita del 51% rispetto al 2017).

Anche nel mercato M&A domestico il settore di appartenenza delle società target maggiormente coinvolto nelle operazioni di acquisizione è quello dei *Consumer Markets* (con il 28% delle operazioni totali) seguito, questa volta, dal comparto *Telecommunications Media e Technology* il quale dal 2018 ha riguadagnato il secondo gradino del podio con 101 operazioni completate (+55%) e controvalori triplicati rispetto all'anno precedente.

3.5 Andamento mercato M&A nel primo trimestre 2020

Il mercato M&A europeo ha iniziato l'anno con ottimi risultati registrando nel primo trimestre 2020 2.667 transazioni per un valore di 283,3 miliardi di euro (con volumi e valori in aumento rispettivamente del 15,6 e del 11,0%. Nonostante l'emergenza legata alla diffusione al livello globale della pandemia i risultati sono stati molto positivi per diverse ragioni. Innanzitutto, la maggior parte delle operazioni chiuse nel periodo di riferimento sono state negoziate durante il 2019 quando le prospettive economiche per l'anno successivo erano di buon auspicio. In secondo luogo, è necessario evidenziare come il valore totale delle fusioni e acquisizioni del trimestre è stato sostenuto da grandi *deal* con dimensioni comprese

tra 1 e 5 miliardi di Euro, mentre i volumi sono stati sostenuti maggiormente da operazioni di dimensioni ridotte (comprese tra 250 e 500 milioni)[100].

In Italia, nel primo trimestre del 2020 sono state concluse 231 operazioni per un controvalore di 9 miliardi di Euro (in crescita rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso nel quale si sono contati 213 *deal* per 6,6 miliardi di Euro). Questi risultati, così come quelli al livello europeo visti in precedenza, sono stati influenzati dal valore delle 10 principali operazioni concluse, che da sole hanno contribuito a più dell'80% del valore totale registrato. Nel dettaglio, è risultata particolarmente influente la fusione[101] tra Inwit (*Tower operator* controllata da Telecom Italia) ed il business legato alle torri di trasmissione di Vodafone, la quale con i suoi 5,3 miliardi di Euro ha contribuito a più del 50% del valore delle operazioni concluse complessivamente nel periodo considerato.

Andando ad analizzare la direzione delle operazioni concluse è possibile notare come i *deal* domestici siano aumentati del 26% rispetto al primo trimestre 2019 (da 101 a 127). In crescita sono anche le acquisizioni effettuate da parte di società italiane all'estero che nel periodo preso in considerazione hanno raggiunto, tramite la chiusura di 41 operazioni, i 6.6 miliardi di Euro (in forte aumento rispetto ai soli 2,9 miliardi de primo trimestre dello scorso anno). Alla formazione di questi valori hanno contribuito, oltre alla mega operazione tra Inwit e Vodafone vista in precedenza, le attività svolte dai cosiddetti *serial acquirer*, i quali hanno continuato anche nel primo trimestre 2020 la propria strategia di acquisizione aggressiva iniziata negli anni passati (tra i principali acquirenti particolarmente attivi nel periodo di riferimento ricordiamo il Gruppo Campari, il Gruppo Fila e Amplifon).

[100] European M&A Report – Q1 2020 PitchBook. KPMG, ACG, Liberty Global Transaction Solutions.
[101] Operazione attuata per conseguire l'obiettivo di supportare TIM e Vodafone Italia nella realizzazione del nuovo *network* per lo sviluppo del 5G sul territorio nazionale, dando vita al più grande operatore del settore in Italia.

Per quanto riguarda invece gli investimenti esteri in società italiane conclusi nei primi tre mesi dell'anno, si è riscontrato un rallentamento significativo nei controvalori che si sono arrestati a 1,2 miliardi di Euro generati dalle 63 transazioni concluse (esattamente la metà del valore rilevato l'anno precedente).

3.5.1 Impatto della pandemia *COVID-19* sul mercato M&A e prospettive future

Abbiamo visto come i dati registrati nei primi tre mesi del 2020, sia al livello europeo che nel contesto nazionale, non hanno risentito degli effetti negativi dell'emergenza sanitaria generata dalla diffusione della pandemia *COVID-19.* Le ragioni di questo risultato sono spiegate dal fatto che la maggior parte degli accordi conclusi nel periodo gennaio-marzo riguardavano trattative iniziate nel corso dell'anno precedente e chiuse prima che l'emergenza potesse influenzarne i risultati. Infatti, nonostante l'inizio incoraggiante, già verso la fine di marzo si sono registrate le prime flessioni nel numero di operazioni concluse a causa delle restrizioni[102] che gran parte dei paesi europei ha adottato per rallentare il contagio. Oltre alle difficoltà logistiche, la pandemia ha influenzato negativamente anche i metodi valutativi ed in particolare quelli che si basano sui multipli di mercato, i quali, a seguito del crollo di oltre il 20% dei mercati azionari, sono stati completamente capovolti perdendo la loro significatività e rischiando di restare sotto pressione per la restante parte dell'anno.

Così come in Europa, anche in Italia (nonostante un'ottima partenza) si è riscontrato già a fine marzo un primo segnale di rallentamento con sole 50 operazioni e molti processi e che

[102] Nonostante non sia impossibile (potenzialmente) concludere questo genere di operazioni a distanza, le disposizioni di quarantena hanno reso molto più difficile svolgere tutte quelle attività caratteristiche della negoziazione (come la *due diligence* in loco, gli incontri tra le parti interessate, le presentazioni e le trattative) che prevedevano il contatto ravvicinato delle persone.

sono stati congelati, rinviati o addirittura cancellati. È previsto anche nel mercato M&A nazionale un rallentamento considerevole nel primo semestre 2020 (rispetto alle prospettive *pre-covid)* a causa dell'impatto che l'emergenza scatenata dalla pandemia ha avuto e avrà sui fondamentali dell'economia globale e italiana. Nonostante ciò, la prevedibile discesa dei prezzi degli *asset* potrebbe generare diverse opportunità per gli investitori finanziari o industriali che abbiamo dimostrato solidità.

Come è facilmente intuibile il contesto attuale non consente di poter effettuare delle previsioni troppo attendibili ma, nell'attesa di capire come evolverà la crisi sanitaria e come risponderà il sistema economico italiano, la *pipeline* delle operazioni annunciate e non ancora concluse resta comunque piuttosto solida, con una previsione che supera il 20 miliardi[103] di controvalore. Tra le principali operazioni in fase di chiusura e che fanno ben sperare si rilevano l'acquisizione di GrandVision da parte del Gruppo EssilorLuxottica di 7,1 miliardi e l'offerta pubblica di scambio lanciata da Intesa per l'acquisizione di UBI Banca per un valore di 4,1 miliardi di Euro.

[103] Stima che non tiene conto della prospettata fusione tra FCA e Peugeot che potrebbe essere finalizzata nel 2021.

Capitolo quarto - L'acquisizione di Versace da parte di Michael Kors

4.1 Il settore della moda

Fornire una definizione precisa e puntuale del settore della moda non è cosa semplice a causa della grande varietà di prodotti o servizi offerti che provengono da un gran numero di processi produttivi differenti tra loro. Il sistema tradizionale basa la suddivisione del "campo" in settori tenendo in considerazione esclusivamente il momento e le modalità della produzione, senza considerare il lato della domanda di tali prodotti. Occorre infatti considerare che, chi domanda prodotti e servizi, ovvero il consumatore privato, tende ad aggregarli[104] non già in base al processo produttivo retrostante, ma secondo le proprie esigenze ed i propri gusti. Basti pensare a prodotti come ad esempio le calzature, le borse, i cosmetici, la bigiotteria, i quali, nonostante la netta differenza tra i processi tecnologici, vengono raggruppati in un'unica visione, in quanto agli occhi del consumatore tali prodotti risultano effettivamente collegati tra loro. Quindi, per poter pervenire ad una definizione del settore della moda che sia il più accurata possibile, è utile integrare la classificazione tradizionale con una classificazione per sistemi che ne metta in risalto le caratteristiche in modo da unire nello stesso insieme-sistema prodotti coordinati tra loro sia da un processo tecnologico che dalle esigenze del consumatore finale.

Come è facilmente intuibile, i confini del sistema appena definito sono estremamente labili e mutevoli nel tempo in quanto le variabili che li determinano dipendono da considerazioni di carattere tecnologico (potenzialmente soggette innovazioni tecnologiche e quindi

[104] A livello dell'offerta, un sistema può essere determinato dalle tecnologie e dai processi produttivi esistenti (aspetti caratterizzati da rigidità e impersonalità), mentre al livello della domanda, il sistema viene determinato in generale da un complesso di fattori che attiene alla scala di valori dei singoli consumatori e della società nella quale questi agiscono.

cambiamenti) oppure derivano dalle scelte di aggregazione dei consumatori le quali non sono rigide e possono cambiare nel tempo. Nell'ultimo decennio, il sistema moda ha subito numerose trasformazioni che hanno portato alla ridefinizione dei modelli di business delle aziende, le quali hanno puntato sempre più ad ottenere una crescita dimensionale tramite l'ingresso in nuovi ambiti produttivi. Ciò ha fatto sì che, nel tempo, la moda divenisse un fenomeno di consumo che coinvolge non più esclusivamente l'élite, ma anche gli strati socialmente più bassi (GIACOSA, 2011).

Avendo a mente le considerazioni esposte finora, è possibile fornire un quadro generale rappresentativo del sistema moda composto da cinque parti: l'industria tessile, l'industria del vestiario e dell'abbigliamento, il settore dell'arredamento, l'industria delle pelli, del cuoio e delle calzature, e infine l'accessoristica e il settore dei cosmetici (CIABATTONI, 1974).

Ad oggi, il mercato mondiale del *fashion* ha un valore complessivo che si aggira attorno ai 3.000 miliardi di dollari e registra una tendenza di forte crescita proveniente dal mercato cinese[105]. Questo, sostenuto da un incremento della domanda interna e dalla volontà di migliorare l'immagine del "*Made in China"* in termini di qualità e creatività, apre le porte a nuove opportunità di sviluppo alle aziende del settore concorrendo all'egemonia del primo mercato della moda mondiale, quello nord-americano.

In generale, occorre sottolineare come questo sia un settore caratterizzato da una elevata competizione, in cui la presenza di numerosissimi *players* costringe le imprese di tutte le dimensioni ad intraprendere percorsi strategici di crescita per fronteggiare la concorrenza sempre più globale. Si pensi che le prime 20 aziende (tra cui anche la holding di Michael

[105] È il mercato al consumo in più rapida crescita al mondo e rappresenta oltre il 18% di tutti i beni finali consumati. La Cina non vuole più essere solamente la "fabbrica del mondo" e i suoi consumatori stanno divenendo sempre più sofisticati incrementando la domanda interna di beni ed in particolare mostrando un crescente interesse per il settore del lusso.

Kors) dell'industria moda al livello globale rappresentano circa il 97% del profitto economico globale dell'intero settore contro il 70 % del 2010 a testimonianza della direzione strategica che queste aziende hanno preso e continuano a seguire.

Inoltre, negli ultimi anni tante imprese del settore hanno investito molto nelle nuove tecnologie digitali orientando i loro sforzi al miglioramento della *Customer Experience* al fine di creare un rapporto sempre più solido e diretto con i propri clienti, spostando i *driver* strategici di crescita sulle attività di marketing digitale, integrazione *omnichannel*[106] e piattaforme di *e-commerce*. Oltre a questi fattori, occorre infine tenere conto della crescente richiesta di responsabilità etica ricercata dai clienti ed in particolare da quella pozione di consumatori appartenente alla Generazione Z la quale appare essere molto attenta all'impegno ambientale e sociale delle aziende produttrici.

Per quanto riguarda l'Italia, il settore della moda ha rappresentato in passato e rappresenta tuttora un'eccellenza mondiale grazie alla meticolosa lavorazione artigianale, alla qualità, alla creatività unita alla praticità dei capi, che permettono alle case di moda nazionali di distinguersi al livello globale lanciando tendenze e prodotti di lusso ricercati in tutto il mondo (ciò ha portato spesso le eccellenze italiane ad essere prede di acquisizioni da parte di soggetti esteri).

4.1.1 Il mercato del lusso

Fornire una definizione puntuale riguardo al mercato dei beni di lusso non è semplice principalmente per due ordini di ragioni: i prodotti considerati di lusso appartengono in

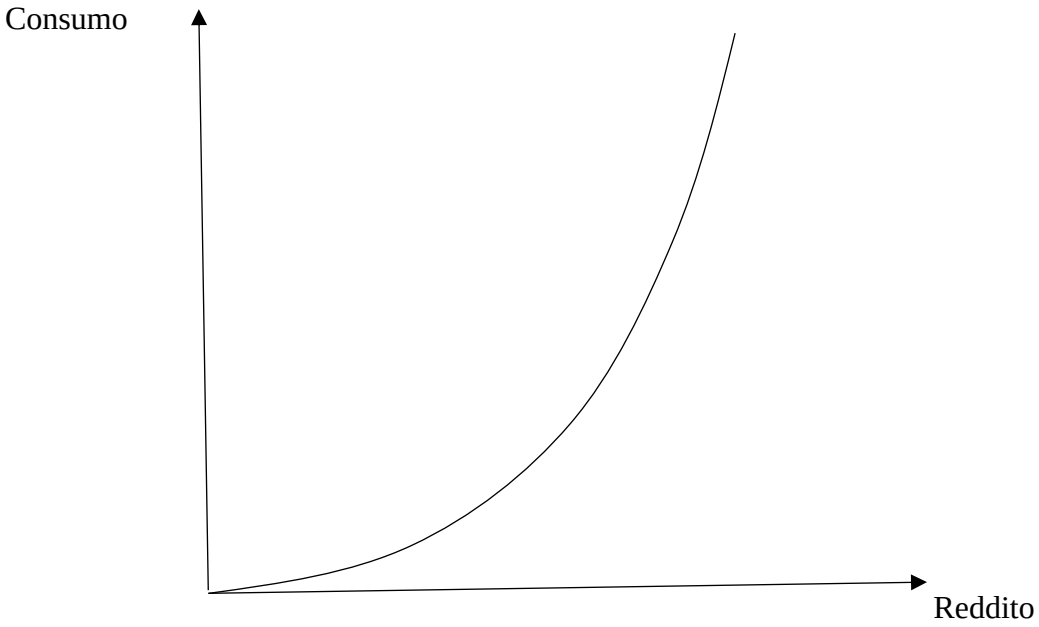
[106] Il termine *omnichannel* (o omnicanalità) si riferisce alla gestione sinergica dei canali di comunicazione d'impresa - siano essi fisici o digitali – e dei *touchpoint* dei clienti per migliorare la loro esperienza con il brand.

generale a categorie merceologiche differenti che spesso non coincidono con un unico settore di provenienza (si pensi alle auto di lusso e agli abiti di lusso); la connotazione di bene di lusso attribuita dai consumatori a determinati prodotti è soggetta a cambiamenti nel tempo che ne rendono difficile la classificazione.

Avendo a mente le caratteristiche appena citate, il mercato del lusso può essere definito in linea generale come "la sommatoria di un insieme di mercati nei quali sono commercializzati prodotti e servizi che comunicano un modo di essere e di vivere elegante, raffinato, attento allo stile e alla qualità e che toccano tanti momenti della vita quotidiana" (MOSCA, 2014). Appare quindi evidente come la demarcazione dei confini e delle caratteristiche del mercato del lusso sia strettamente connessa alla determinazione del concetto di bene di lusso (o *luxury good),* il quale è definito come quel prodotto in grado di attribuire uno *status* di prestigio ai soggetti che riescono a goderne, contraddistinguendosi per l'eccellente qualità, il prezzo elevato, il carattere fortemente esclusivo e la componente emozionale che accompagna il consumatore nell'atto di acquisto e nel possesso del bene stesso. Per quanto riguarda invece la visione aziendalistica, i *luxury good* sono quei prodotti per cui la domanda aumenta più che proporzionalmente rispetto all'incremento del reddito (a differenza di quanto accade generalmente negli altri mercati), ovvero sono quei beni che presentano un'alta elasticità della domanda al reddito[107], che è possibile vedere tramite la figura 5 presente di seguito (M. SPALLINO et Al., 2014).

[107] Lo statistico tedesco Ernst Engel, nella seconda metà del XIX secolo, analizzò le spesse dedicate al consumo di un campione di 200 famiglie in relazione al proprio reddito osservando che tanto più una famiglia è povera, tanto maggiore è la quota del proprio reddito destinata all'acquisto di beni di prima necessita (soprattutto generi alimentari). All'aumentare del reddito però, Engel osservò che, i consumatori non aumentano proporzionalmente la spesa in beni di prima necessità, bensì le loro scelte si spostano su beni *superiori* o *di lusso* (Legge di Engel).

Figura 5: Grafico di andamento del consumo dei beni di lusso rispetto al reddito



Fonte: Spallino et Al., 2014. Le peculiarità del mercato del lusso

Infine, all'interno del macrosettore del lusso, diversi autori hanno proposto una classificazione, riassunta nella cosiddetta piramide del lusso, dei beni in tre principali tipologie in funzione del livello di accessibilità che li caratterizza:

- In cima alla piramide sono presenti i beni appartenenti all'universo del **lusso inaccessibile**, il quale comprende prodotti unici, caratterizzati dalla personalizzazione, realizzati con materiali pregiati e distribuiti in maniera altamente esclusiva a prezzi astronomici;
- Il **lusso intermedio** si trova nel gradino successivo della piramide e comprende i beni prodotti sulla falsariga di quelli appartenenti alla categoria precedente. La distribuzione nei punti vendita è meno selettiva e i prodotti, seppur rari e con prezzi

molto elevati, non rispondono al carattere di unicità in quanto non customizzati come i precedenti;

- Infine, alla base della piramide vi è il **lusso accessibile (o masstige)** all'interno del quale troviamo quei beni prodotti e distribuiti su più larga scala, per i quali l'immagine del "lusso" è data dalla comunicazione del *brand* piuttosto che dall'unicità delle caratteristiche del prodotto. Questi beni hanno quindi un prezzo più accessibile rispetto ai precedenti, il che ne consente una larga diffusione tra i consumatori conducendo ad un'omologazione nel mercato che riduce il rapporto tra il valore del bene ed il piacere del cliente.

Avendo a mente le distinzioni proprie al settore dei beni di lusso che abbiamo appena visto è bene sottolineare come questo negli ultimi anni (ed in particolare dal 2017) abbia mostrato una costante crescita in termini di valori. Nel 2019 il valore globale dell'intero mercato del lusso (che comprende sia i beni in generale che le esperienze di lusso) è arrivato a circa 1.300 miliardi di euro con una crescita costante e consistente del 4% rispetto all'anno precedente. Per quanto riguarda il settore più specifico del *personal luxury*, nel 2019 ha seguito un *trend* simile (+4%) raggiungendo la quota di 281 miliardi.

Questo aumento nei consumi dei beni di lusso è stato spinto (e probabilmente continuerà ad esserlo) principalmente dalla Cina la quale, con una crescita del proprio mercato pari al 26% che ha raggiunto i 30 miliardi di euro, è sempre più nel mirino dei grandi *brand* del lusso mondiali che vogliono sfruttare le potenzialità di tale mercato caratterizzato da una crescita della classe media (portando il numero globale dei consumatori da 390 a 450 milioni entro il 2035).

In generale, le prospettive di crescita del settore *luxury* sono incoraggianti anche a livello globale grazie ad un aumento diffuso dei consumi da parte dei *Millennials* (che pesano sul

35% del consumo totale), ma anche e soprattutto dei clienti appartenenti alla ancor più giovane "Generazione Z" i quali, si stima, ridisegneranno[108] il settore rappresentando potenzialmente il 40% mercato, ma con comportamenti di acquisto che li differenziano sostanzialmente dalle generazioni precedenti[109].

4.2 Michael Kors

Micheal Kors nasce nel 1959 a Long Island dove, già dall'adolescenza, si dedica all'ideazione ed alla vendita di vestiti operando dal garage della madre. Nel 1977 decide di iscriversi al *Fashion Intitute of Technology* di New York che lascerà presto, appena un anno dopo, per lavorare come commesso in una boutique di lusso di Manhattan. Qui, riesce a creare la sua prima collezione che viene notata da Dawn Mello (*Fashion Director* della Bergdorf Goodman, famoso magazzino di lusso di New York) il quale gli propone di presentarla nel celebre negozio newyorkese, aprendo di fatto le porte del successo a Kors che nel contempo, nel 1981, fonda il suo brand omonimo con il quale ottiene fin da subito una discreta notorietà.

Il marchio ottenne degli ottimi risultati iniziali grazie alle due principali linee offerte, una di lusso ed una economica di taglio sportivo che era distribuita dalla Compagnia Internazionale Abbigliamento USA. La fine della partnership con quest'ultima società, la quale smise di

[108] Si pensi al tema della richiesta di responsabilità sociale da parte delle aziende, tema che suscita particolare attenzione tra i *Millennials*, che ha spinto e spingerà le aziende a cambiare le proprie politiche e strategie per tenerne conto.

[109] https://altagamma.it/img/osservatorio-2019/4-Comunicato_Altagamma_2019_Worldwide_Luxury_Market_Monitor.pdf

operare sui mercati statunitensi, costrinse Kors ad affrontate un pesante momento di crisi che portò la sua azienda alla bancarotta nel 1993.

Nel 1997 l'azienda newyorkese viene ristrutturata grazie agli investimenti del colosso francese LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE (di qui in avanti LVMH) volti a rilanciare la sua linea a basso costo, e nello stesso periodo Kors inizia a lavorare come direttore creativo per Céline, celebre casa di moda francese del gruppo LVMH, accrescendone il successo con il suo lavoro.

Cinque anni più tardi, nel 2003, Michael Kors decide di lasciare il suo posto per riprendere in mano le redini del proprio marchio rilanciando la società Michael Kors Holding ltd grazie al sostegno economico degli investitori Silas Chou e Lawrence Stroll i quali, attraverso un investimento di 100 milioni di dollari con il quale rilevano una partecipazione di maggioranza (85%) permettono allo stilista americano di rilanciare l'azienda con successo raggiungendo ottimi risultati soprattutto grazie ai prodotti appartenenti al segmento del lusso accessibile. Negli anni successivi l'azienda è caratterizzata da una crescita costante e nel 2011 viene quotata alla borsa di New York con un valore di 3 miliardi di dollari permettendo ai due investitori di disinvestire le proprie quote generando una notevole plusvalenza.

Ormai l'azienda newyorkese è un colosso nel campo della moda vantando un portafoglio di prodotti che comprendono l'abbigliamento, borse e scarpe da donna, profumi e accessori, caratterizzati globalmente per l'accessibilità dei loro prezzi che ha permesso all'azienda di inserirsi in quel percorso tracciato anche da altre società di successo pionieri del lusso accessibile come Ralph Lauren e Calvin Klein. A testimonianza della popolarità raggiunta, già dal 2015 l'azienda di moda americana registrava un fatturato annuo superiore ai quattro miliardi di dollari e contava numerosi punti vendita in tutto il mondo (nel 2017 erano oltre 820 store).

Nel luglio del 2017, nel tentativo di incrementare le proprie vendite attraverso una strategia tesa ad aumentare il tasso di glamour e di ricercatezza dei propri prodotti, la società di Kors rileva l'azienda di scarpe Jimmy Choo Ltd per 896 milioni di sterline (1,2 miliardi di dollari, con un premio del 36,5% rispetto al prezzo delle azioni precedente all'annuncio di vendita[110]) e, successivamente, a settembre del 2018, acquisisce la casa di moda italiana Versace per 1,83 miliardi di Euro (2,1 miliardi di dollari) cambiando anche il nome della propria società in Capri Holding Limited sulla scia della strategia di elevazione del brand intrapresa negli anni precedenti.

4.3 Gianni Versace S.r.l

Gianni Versace nasce a Reggio Calabria nel 1946 dove, fin da ragazzo si dedica alla moda muovendo i primi passi tra la sartoria della madre e la boutique di Alta Moda. Nel 1972 si trasferisce a Milano inseguire il suo sogno e qui, dopo aver disegnato alcune sue prime collezioni, il suo nome inizia a circolare nell'ambiente della moda con gli addetti ai lavori che notano fin da subito l'estro creativo e la bravura del giovane stilista calabrese.

Pochi anni dopo, nel 1976, Gianni Versace viene raggiunto a Milano dal fratello Santo con il quale, solo due anni più tardi, metterà le fondamenta di quella che sarà destinata a diventare una delle *maison* di moda più apprezzate di sempre creando la Gianni Versace S.r.l., il cui simbolo, Medusa[111], rappresenterà da quel momento in avanti un'icona del lusso e dell'unicità nel settore del *fashion*.

[110]https://www.repubblica.it/economia/rubriche/fashion-e-finance/2017/07/25/news/michael_kors_compra_jimmy_choo_per_1_mld-171574172/

[111] La scelta di Medusa come simbolo della nuova casa di moda italiana è parte stessa dell'essenza di Gianni Versace e del messaggio che lo stilista voleva lanciare tramite essa: "sebbene fosse tradizionalmente

L'azienda inizia a crescere contraddistinguendosi per la ricercatezza dei materiali e, soprattutto per gli accostamenti inconsueti che fondono rivoluzione e spregiudicatezza nello stile di una casa di moda che ormai, negli anni Ottanta, è diventata inimitabile.

A metà degli anni '80 Versace diventa una società per azioni attraverso la costituzione di una holding e nel 1988 anche Donatella Versace, sorella minore di Gianni e Santo, entra nell'azienda di famiglia occupandosi della direzione della linea giovanile di Versace sotto il marchio *Versus.*

La crescita della casa di moda italiana è ormai inarrestabile e la benedizione definitiva arriva nel 1995 quando la rivista *Time*[112] nomina Gianni Versace "uomo del momento".

Nonostante la costante crescita ed il grande successo riscosso ormai globalmente dall'azienda questa, il 15 luglio 1997 è macchiata dal lutto della morte improvvisa del suo fondatore che viene assassinato nella sua villa di Miami Beach da un gigolò californiano per motivi ancora oggi sconosciuti.

L'accadimento di questa tragedia porta l'azienda dentro una lunga e pesantissima crisi dalla quale riesce a sollevarsi definitivamente solo nel 2004 grazie al lavoro incessante del suo amministratore delegato Giancarlo di Risio che effettua un'opera di riorganizzazione aziendale volta al taglio degli eccessivi costi sostenuti dalla società le cui azioni sono ormai divise tra il fratello Santo che detiene il 30%, la sorella Donatella con una partecipazione del 20%, e la nipote (figlia di Donatella) Allegra Beck Versace che eredita interamente la quota dello stilista del 50%.

---

considerata affascinante e pietrificante, Gianni Versace ha eletto la mitica figura femminile a proprio emblema per il suo inevitabile potere di attrazione e la capacità di paralizzare chiunque possa essere abbastanza debole da cedere alla tentazione di sopportarne lo sguardo".

[112] Il *Time* è un celebre settimanale di informazione pubblicato negli Stati Uniti d'America a partire dal 1923 e attualmente la rivista settimanale più diffusa nel mondo con oltre 26 milioni di lettori. Uno dei motivi alla base della sua celebrità è la copertina del primo numero del mese di dicembre di ogni anno nella quale la rivista elegge "l'Uomo dell'anno" (dal 1999 Persona dell'anno), ossia l'individuo o gruppo di persone che hanno avuto maggiore influenza sulle notizie dell'anno appena trascorso.

Negli anni successivi alla morte del celebre stilista il ruolo di direttore creativo del brand viene ricoperto dalla sorella minore Donatella Versace che con la sua esperienza, il suo gusto ed il suo lavoro riesce a mantenere l'offerta della casa di moda italiana unica e inimitabile nel tempo permettendo all'azienda di riprendere i percorsi di crescita intrapresi prima della crisi. A febbraio 2014 la famiglia Versace, per finanziare l'espansione del gruppo, decide di vendere la quota del 20% delle azioni della controllante GiVi Holding al fondo americano Blackstone Group per 210[113] milioni di Euro (di cui 150 attraverso un'iniezione di nuovi capitali nella società e 60 milioni per l'acquisto delle azioni di GiVi), valutando complessivamente l'azienda 1 miliardo di Euro.

Al 2017 l'azienda aveva un fatturato di 668 milioni di euro con un utile netto di 15 milioni generato grazie alle 200 boutique monomarca distribuite in tutto il mondo e agli altri 1500 punti vendita multi-brand autorizzati all'interno soprattutto dei grandi magazzini del lusso sparsi nel globo.

Nel settembre 2018 l'azienda viene interamente acquisita dallo stilista ed imprenditore americano Michael Kors per 1,83 miliardi di Euro (di cui 150 milioni in azioni della holding americana) che, successivamente all'operazione decide di cambiare il nome del proprio gruppo quotato a *Wall Street* in Capri Holding Limited in omaggio all'isola italiana simbolo di glamour e di lusso, lasciando a Donatella Versace il suo ruolo di direttore creativo e Jonathan Akeroyd nel ruolo di amministratore delegato dell'azienda italiana per garantire la continuità d'azione della casa di moda e un efficiente integrazione delle nuove realtà.

Ad oggi, sotto il marchio Versace, vengono distribuiti diverse linee di abbigliamento e marchi che vanno dall'Alta Moda di Atelier Versace alla linea giovanile Versus comprendendo anche un'offerta di accessori, prodotti di lusso per la casa (Versace Home

[113] https://www.repubblica.it/economia/rubriche/fashion-e-finance/2014/02/27/news/versace_blackstone-79754402/

Collection) e diverse iniziative nel settore alberghiero dove è presente con il marchio Palazzo Versace Luxury Hotel.

4.4 L'acquisizione di Versace

Il 25 settembre 2018 il gruppo Kors ha annunciato l'acquisizione[114] dell'azienda di moda italiana Versace per la cifra di 2 miliardi di dollari (circa 1,8 miliardi di euro). Il gruppo americano Michael Kors Holdings Ltd ha rilevato con questa operazione la totalità delle azioni della holding controllante GiVi che appartenevano per l'80% alla famiglia Versace (divise tra Santo, Donatella e Allegra Beck Versace) e per il restante 20% al fondo di investimento Blackstone Group, che a seguito dell'acquisizione è definitivamente uscito dall'investimento ottenendo una plusvalenza di oltre 150 milioni di euro.

La famiglia Versace ha ricevuto al termine dell'operazione circa 1,464 miliardi di euro di cui 150 milioni in titoli Michael Kors Holdings Limited (da gennaio 2019 Capri Holdings Limited) che corrispondono ad una quota tra l'1,5% e il 2% del capitale della holding che gestisce i tre brand. L'operazione non è soggetta a condizioni di finanziamento e la parte in contanti è stata fornita da una combinazione di contanti, prelievi dalla linea di credito di tipo revolving esistente nella società, e prestiti bancari ottenuti e sottoscritti dai consulenti della JPMorgan Chase Bank, N.A. e Barclays.

114 https://www.repubblica.it/economia/2018/09/25/news/versace_michael_kors_compra_per_1_83_miliardi_di_euro-207320483/

Questa operazione è un'ulteriore manifestazione di un processo che ormai sta interessando tutto il settore del lusso e che vede sempre più la presenza di pochi ma grandi gruppi al cui interno è possibile trovare un ampio e diversificato portafoglio[115] di brand.

Con l'ufficialità dell'operazione John Idol, Chairman e Chief Executive Officier di Michael Kors Holdings, ha dichiarato anche il cambio di nome dal gennaio dell'anno successivo che diventerà Capri Holdings Limited, nome "ispirato alla leggendaria isola che è stata a lungo come destinazione iconica, di glamour e di lusso". L'AD del gruppo americano ha inoltre aggiunto che Donatella Versace resterà direttore creativo del gruppo essendo "il suo stile iconico al centro dell'estetica del design di Versace" e che assieme a lei "il team alla guida di Versace continuerà ad essere diretto dall'AD Jonathan Akeroyd con il suo team di senior management e design, il cui ruolo è stato determinante per la crescita e il successo della casa di moda italiana nel mondo".

Anche Donatella Versace ha commentato molto positivamente l'operazione sottolineando più volte come, grazie alle risorse e alle competenze del gruppo Kors, il marchio Versace sarà in grado di raggiungere il suo pieno potenziale attraverso un'accelerazione della crescita al livello globale. Donatella ha infine evidenziato come l'essere diventati azionisti del gruppo guidato da Idol sia un'ulteriore dimostrazione della certezza della famiglia italiana riguardo al successo di lungo termine di Versace in questo nuovo gruppo globale della moda e del lusso.

[115] L'azienda punta a divenire un gruppo multi-brand, proponendo più marchi su un'offerta variegata di categorie merceologiche appartenenti a settori differenti ed orientandosi ad una clientela sempre più vasta. Sotto il profilo finanziario, la struttura di gruppo presenta caratteristiche idonee per sostenere un rapido sviluppo dimensionale dell'impresa, in quanto si fa ricorso alle possibilità fornite dall'aggregazione di più aziende. Inoltre, ha luogo una scomposizione del sistema dei rischi, in sottosistemi propri di ciascuna azienda giuridicamente autonoma. Come ultimo, la struttura di gruppo è in grado di supportare e/o velocizzare lo sviluppo dimensionale del complesso aziendale, grazie all'operare congiunto tra più imprese volto al controllo dei mercati o all'estensione dell'ampiezza delle sue combinazioni economiche (GIACOSA, 2011).

L'obiettivo dichiarato dal gruppo americano è quello di, attraverso i propri investimenti nella maison italiana, far crescere il fatturato di Versace nel lungo periodo fino a superare i 2 miliardi di dollari USA (668 milioni di euro nel 2017), sfruttare le sinergie con gli altri marchi appartenenti al gruppo (Michael Kors e Jimmy Choo) per generare anni di crescita dei ricavi e degli utili del gruppo in generale nonché quello di diversificare i proprio portafoglio geografico.

4.4.1 Gli obiettivi dell'acquisizione e le sinergie ricercate

Con le recenti acquisizioni, il gruppo Kors ha deciso di creare il primo conglomerato del lusso americano in grado di competere con i più grandi rivali europei nel mercato del *luxury fashion* come LVMH e Kering.

Le motivazioni alla base della scelta di acquisire la celebre casa di moda italiana sono riconducibili principalmente alle grandi potenzialità di crescita di Versace che la holding americana riteneva di poter valorizzare attraverso i propri investimenti e lo sfruttamento delle sinergie ottenibili con gli altri *brand* del proprio portafoglio.

Come abbiamo anticipato in precedenza l'obiettivo strategico che si è data la holding Kors-Capri è quello di far aumentare, nel lungo periodo, i ricavi della *maison* italiana fino a 2 miliardi di dollari annuali (1,2 al 2022) e di incrementare[116] il numero di negozi fino a 300 (250 al 2022) attraverso l'attuazione di diverse iniziative chiave. Queste, riguardano le azioni volte a valorizzare il forte marketing iconico di Versace ottimizzando l'effetto delle sue

[116] L'obiettivo è quello di utilizzare e sfruttare il *know-how* e la rete di distribuzione *retail* di Michael Kors.

sfilate di lusso, le attività mirate ad accelerare il commercio online e sviluppare l'omnicanalità[117] del *brand* cercando, al contempo, di aumentare la percentuale dei ricavi generati da accessori e calzature per uomo e donna dal 35% al 60%.

Per quanto riguarda il nuovo gruppo americano nel suo complesso, l'acquisizione di Versace ha come obiettivo principale quello di aumentare i ricavi generati complessivamente dai tre marchi posseduti fino a 8 miliardi di dollari annui nel lungo termine. I vantaggi attesi dall'operazione sono riconducibili all'espansione del polo del lusso (mercato in grande crescita negli ultimi anni) e alla diversificazione del portafoglio geografico, ottenuta portando le Americhe dal 66% al 57% dei ricavi, l'Europa dal 23% al 24% e l'Asia[118] dal 11% al 19%, con un aumento medio dei ricavi nei tre continenti del 5%.

In generale, la convenienza per Michael Kors può essere riscontrata anche nel fatto che, tramite questa operazione, il gruppo fortemente presente nel mercato del lusso accessibile, può inserirsi rapidamente nel settore del lusso vero e proprio acquisendo una griffe con un elevato potenziale di crescita che, per di più, è forte in quel *casual luxury* che al giorno d'oggi va per la maggiore. Inoltre, è certamente strategico per un gruppo che poggia sulla pelletteria e sulla calzatura (Michael Kors e Jimmy Choo), acquisire un *brand* che ha un posizionamento più alto, ma che è contraddistinto soprattutto dalla componente abbigliamento. Al riguardo, la scelta di lasciare Donatella Versace alla direzione artistica sembra confermare che questa acquisizione finirà per funzionare come un'alleanza anche

[117] Michael Kors, già prima di completare l'acquisizione di Versace, aveva investito oltre 100 milioni di dollari per sviluppare una piattaforma di vendita online multibrand nella quale aveva intenzione di inserire anche la *griffe* italiana.
[118] Aumentando l'esposizione verso il continente asiatico che si mostra in forte crescita nei consumi nel settore *luxury* e riducendo contemporaneamente la dipendenza dal mercato americano.

sul piano creativo, oltre ai benefici (in termini di coordinamento e riduzione delle frizioni) che questa porterà in una fase delicata come quella dell'integrazione post acquisizione.

Infine, come si legge in un'analisi de La Stampa[119], pesa la necessità per la holding americana di "smuovere" le acque a Wall Street in quanto, come per ogni gruppo quotato, anche Kors sa che ai mercati non bastano la qualità del design e della manifattura, o l'*appeal* delle nuove collezioni, che sono i punti essenziali per un'industria della moda. Gli investitori pretendono soprattutto un dato: il business in crescita e Kors, che da qualche anno registra un fatturato stabile intorno ai 4,5 miliardi di dollari, con questa operazione (così come con l'acquisizione di Jimmy Choo) ha scelto di dare respiro alle vendite non aumentando quelle del suo *brand,* ma acquisendone di nuove e con buone prospettive di crescita. Questo è un meccanismo borsistico che ormai fa parte del *modus operandi* dei grandi, ma che al contempo ha tenuto altri *big* come (come Prada o Chanel), gelosi della propria autonomia, lontani dai mercati azionari.

4.4.2 La valutazione di Versace e la risposta del mercato

Il *board* di Versace, ancor prima di trovare l'accordo sulla cessione alla *Holding* di Michael Kors, era alla ricerca di acquirenti che potessero, tramite nuovi investimenti nella società, aiutare la storica azienda italiana a perseguire gli obiettivi previsti dalla propria strategia di crescita. Ciò era dovuto anche alla volontà del fondo Blackstone (possessore dal 2014 del 20% della holding controllante GiVi) di uscire dall'investimento effettuato dopo che negli anni precedenti diversi tentativi di quotazione dell'azienda erano andati a vuoto a causa della

[119] https://www.lastampa.it/esteri/la-stampa-in-english/2018/10/01/news/kors-buys-medusa-1.34049193

mancanza delle condizioni adatte nei mercati finanziari. Per queste ragioni e per le grandi potenzialità di crescita ed espansione commerciale che il *brand* italiano[120] presentava, nei mesi precedenti al settembre 2018, molti dei grandi gruppi del settore (tra cui anche LVMH, Tapestry, Tiffany e Kering) si sono interessati all'azienda della medusa avanzando offerte (le quali si aggiravano tra il miliardo e il miliardo e mezzo) che, però, non sono state ritenute congrue dai proprietari.

Alla fine, Kors, dopo lunghe trattative durate tutta l'estate, si è avvicinato più degli altri alle richieste della famiglia e del fondo americano concludendo l'affare il 25 settembre 2018 per 1,83 miliardi di euro generando non poche discussioni sulla valutazione per via di un prezzo offerto nettamente superiore alle proposte avanzate dagli altri gruppi interessati all'acquisizione.

Non essendo Versace una società quotata, la valutazione non è stata cosa facile in quanto gran parte del valore attribuibile all'azienda è dato dagli *intangible assets* ed in particolare dal valore del marchio della stessa.

Nel complesso Michael Kors ha valutato Versace 2.005 miliardi di dollari, il cui valore è stato stimato utilizzando diversi metodi, tra i quali anche l'approccio previsto dal metodo patrimoniale corretto per tenere conto del valore degli asset intangibili e dei flussi attesi dall'azienda a seguito della cessione. Infatti, il valore della casa di moda italiana è stato determinato tramite la differenza tra le attività e le passività componenti il capitale d'impresa. Tra le attività, le voci che hanno assunto maggior valore nella valutazione sono state l'avviamento[121], pari a 878 milioni di dollari, e il valore del *brand* che è stato valutato

[120] Società che vantava anche un ottimo stato di salute patrimoniale, con un capitale di 327 milioni di euro con appena 50 milioni di debiti finanziari.

[121] Dato dalla differenza tra il prezzo di acquisto rispetto alle attività materiali e immateriali nette identificabili acquisite.

ben 948 milioni di dollari. Per quanto riguarda il marchio, la valutazione[122] di Michael Kors è stata effettuata utilizzando il metodo delle *royalties* come metodo di valutazione del reddito (NIZZOLA, 2014). Tale metodo determina il valore del *brand* attualizzando i flussi di *royalties* che il mercato sarebbe disposto a corrispondere al proprietario del marchio. Il valore finale del bene immateriale in questione è dunque dato da:

$$BI = \sum_{i=1}^{n} (r\ x\ S_i - C_i)v^i$$

Dove:

BI = valore del bene immateriale
r = tasso di royalty
S = vendite attese
C = costo di conservazione del bene
v = coefficiente di attualizzazione

l'aspetto più critico di questo metodo è la scelta del tasso di *royalty* da applicare all'*asset* intangibile, il quale può essere individuato determinando un *range* di valori, con riferimento a transazioni similari avvenute sul mercato e calcolando un indice che permetta di individuare il valore più indicativo all'interno dello stesso *range*[123]. Inoltre, come è possibile notare, il valore finale del marchio dipende in larga parte anche dalle assunzioni fatte sulle vendite e quindi sulla crescita futura del fatturato dell'azienda. Quindi, nella valutazione relativa al marchio della medusa, sono state probabilmente le previsioni sulla crescita del fatturato a far lievitare la stima del valore relativo al *brand* italiano.

[122] http://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0001530721/4a36a49d-4373-4629-875a-0ad54d79d565.pdf
[123] Uno dei metodi più utilizzati per determinare tale punteggio che permette di individuare il posizionamento specifico all'interno del *range* è il "Metodo *Interbrand*", il quale attribuisce un peso specifico a diversi fattori rappresentativi del marchio. Tra questi vi sono: la *leadership* (posizione di mercato, peso 25), la stabilità (fedeltà dei consumatori, peso 10), il mercato (stabilità della domanda, peso 10), l'internazionalità (peso 25), il *trend* attuale (peso 10), il sostegno (investimenti in *marketing*, peso 10) e la protezione (ovvero le barriere all'ingresso, peso 5).

Un altro criterio universalmente riconosciuto per la valutazione dei grandi brand del lusso è quello di posizionare il valore del marchio a circa 2,5 volte il valore del fatturato annuo (che ammontava al 2017 a 668 milioni di euro). Nell'acquisizione di Versace, il prezzo corrisposto è pari a 2,7 volte il fatturato, multiplo in linea con le 2,8 volte mediamente utilizzate negli ultimi anni per valorizzare un'azienda del comparto.

Al momento dell'acquisizione il gruppo Capri capitalizzava in borsa circa 10 miliardi di dollari, cioè due volte circa il fatturato consolidato registrando utili per 600 milioni di dollari (con un valore di 17 volte gli utili) presentando dati esattamente in linea con la capitalizzazione media delle società quotate a *Wall Street*. A tal proposito, il dibattito che si è acceso a seguito dell'acquisizione di Versace si basa sulle considerazioni relative alla scarsa redditività[124] di quest'ultima che, nonostante un fatturato in crescita del 63% negli ultimi cinque anni, ha registrato nel 2017 solo 16 milioni di euro di utile netto, pari a circa il 2,4% del fatturato annuo[125], portando gli analisti di borsa a considerare l'acquisizione "diluitiva"[126]. Valutare l'azienda oltre 100 volte gli utili (2 miliardi di dollari al lordo della posizione finanziaria netta) significa ovviamente attribuire una buona parte del prezzo agli *asset* che essa contiene ed in particolar modo al marchio, valutazioni che con ogni probabilità non sono state condivise dal mercato.

Infatti, come è possibile notare anche dalla figura 6 sottostante, a seguito della pubblicazione delle indiscrezioni riguardanti il prezzo di acquisizione di Versace, il titolo di Kors ha perso

[124] https://www.lastampa.it/cultura/2018/09/25/news/la-medusa-passa-agli-americani-versace-vende-a-michael-kors-per-due-miliardi-1.34047686

[125] A conferma del fatto che la valutazione effettuata per l'acquisizione del *brand* italiano sia stata riferita quasi totalmente all'apprezzamento del marchio e alle sinergie di lungo termine ricercate dall'operazione.

[126] Le accezioni "accrescente" e "diluitivo" vengono utilizzate nel mondo finanziario per descrivere l'impatto di un'operazione di fusione e acquisizione (M&A) sull'utile per azione (*Earning per shares – EPS)*. Quando il valore viene creato e l'EPS aumenta dopo un accordo M&A, si dice crescente. Al contrario, l'operazione è diluitiva se il valore viene distrutto e l'EPS scende.

il 7,42% sulla borsa di New York in un giorno testimoniando il fatto che la cifra pagata per l'operazione è stata giudicata eccessiva dagli investitori.

Figura 6: andamento del titolo del gruppo Kors

Va inoltre sottolineato che, al momento dell'acquisizione, le azioni di Michael Kors venivano scambiate ad un prezzo di circa 70 dollari registrando un andamento superiore agli indici di settore, e ciò ha reso il calo del valore del titolo ancor più evidente di quanto non fosse.

Nella figura 7 è stato effettuato un confronto tra l'andamento del titolo della holding americana e tre indici di settore relativamente al periodo agosto-settembre 2018. I tre indici che ho scelto per la comparazione (e che da qui in poi utilizzerò per i restanti paragoni) sono: il Dow Jones U.S. Clothing & Accessories Index (in rosso), lo S&P 500 (di colore viola) e lo S&P Global Luxury Goods (in verde). La ragione alla base di questa scelta sta nel fatto

che nella valutazione si vuole tenere conto dell'andamento del mercato generale nonché dei due settori in cui operano le aziende appartenenti alla holding americana: abbigliamento & accessori e beni di lusso.

Figura 7: Andamento titolo Michael Kors nel periodo agosto-settembre 2018

Legenda:

- Dow Jones U.S. Clothing & Accessories Index;
- S&P 500;
- S&P Global Luxury Goods.

Come si evince dal grafico le azioni della *holding* di Michael Kors nel periodo immediatamente precedente all'annuncio dell'operazione erano negoziate a prezzi superiori rispetto alla media di settore.

Nonostante il mercato, come abbiamo visto, abbia giudicato eccessivo il valore pagato per Versace, a distanza di poco più di un mese alcuni analisti hanno evidenziato il potenziale dell'azienda italiana di generare guadagni in grado di spingere la crescita della *holding* Michael Kors. I primi di novembre infatti, gli analisti[127] di Ubs Group AG e Piper Jaffray hanno espresso la loro fiducia nei confronti delle prospettive future del gruppo americano alzando il loro giudizio da "*neutral"* a "*buy"* e proponendo un *target price* rispettivamente 71 e 80 dollari (contro 58,2 dollari del periodo in questione).

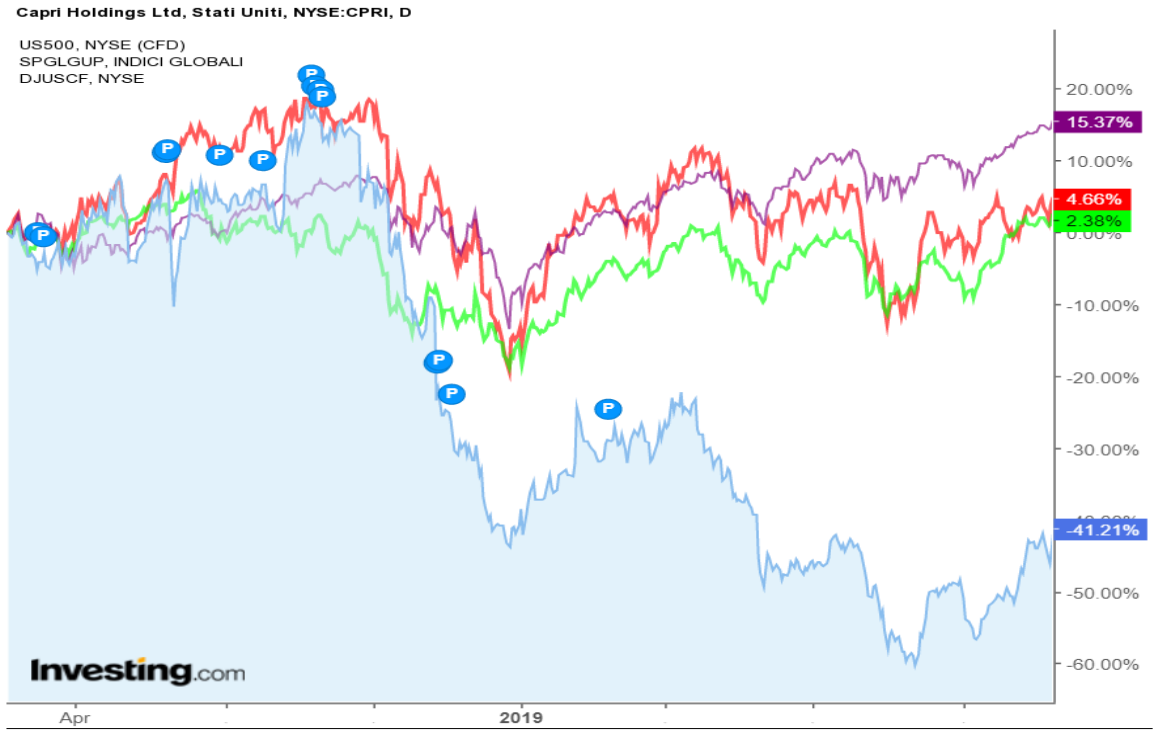
Tuttavia, anche se le stime dei *broker* erano fiduciose, la tendenza negativa è continuata per i restanti mesi del 2018 fino a gennaio 2019, quando le azioni della ormai Capri Holdings venivano scambiate intorno ai 39 dollari, ben lontane dai massimi toccati fra agosto e settembre dell'anno precedente (oltre i 70 dollari), registrando una perdita nella capitalizzazione di mercato di oltre 2 miliardi di dollari (rispetto al valore precedente al *deal*).

Invece, da gennaio 2019, nonostante il titolo abbia comunque subito delle oscillazioni, ha assunto quasi sempre valori maggiori rispetto al trimestre ottobre-dicembre 2018 per poi riscendere più volte durante l'anno. Infatti, dalla figura 8 sottostante è possibile notare come anche oltre al periodo immediatamente successivo all'acquisizione, nonostante l'andamento del titolo della *holding* americana abbia seguito i *trend* degli indici di settore, il prezzo dello stesso è stato negoziato a prezzi ben al di sotto di questi ultimi seguendo un andamento tendenzialmente negativo nonostante i primi risultati pubblicati nei trimestrali di Capri holding fossero sostanzialmente positivi. Questo *trend* è durato per tutto il 2019, tanto da

[127] https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-11-02/michael-kors-upgraded-at-ubs-after-1-8-billion-stock-wipeout

spingere il *CEO* John Idol ad annunciare un'operazione di riacquisto di azioni proprie per 500 milioni di dollari per sostenere il titolo sui mercati.

Figura 8: Andamento titolo Kors aprile 2018 – agosto 2019 (https://invst.ly/r66jl)



Legenda:

- Dow Jones U.S. Clothing & Accessories Index;
- S&P 500;
- S&P Global Luxury Goods.

Tornando a quanto detto sulla valutazione, rispetto a quanto argomentato inizialmente dagli analisti di borsa, occorre ammettere che la valutazione del marchio effettuata dall'acquirente non è stata poi così "folle" se si considerano le prospettive di crescita (raddoppio del fatturato di Versace nel lungo periodo) che la holding americana ha previsto di raggiungere attraverso le proprie strategie di investimento e lo sfruttamento delle sinergie operative derivanti dall'operazione.

In conclusione, è possibile affermare che hanno altrettanta ragione gli analisti di borsa, che guardano a breve termine, quanto gli "strateghi del *fashion"* che hanno invece una visione di medio-lungo termine. Questo perché, nonostante le rosee previsioni, essendo il settore della moda caratterizzato da un elevata dinamicità, nulla assicura che le strategie progettate possano essere realmente implementate per ottenere gli obiettivi prefissati. Al tempo stesso, però, occorre sottolineare che la valutazione di un *brand* basata esclusivamente su suoi fondamentali finanziari non è giusta in assoluto. Infatti, tra i precedenti italiani nel mondo del *fashion* c'è il caso di Loro Piana, il cui marchio fu valutato addirittura quasi quattro volte il fatturato al momento della cessione, oppure il gruppo Armani, che nonostante non sia stato oggetto di acquisizione, se venisse valutato utilizzando gli stessi multipli applicati a Versace risulterebbe comunque sottovalutato rispetto agli utili.

4.4.3 Primi risultati della nuova Capri Holding Limited

A distanza di un anno dall'acquisizione, la maison di moda italiana è tornata a crescere spingendo il fatturato di Capri Holding. Nel periodo aprile-giugno 2019, primo trimestre dell'anno fiscale 2019-2020 i ricavi di Versace sono cresciuti in doppia cifra a 207 milioni di dollari evidenziando come, sebbene la strada progettata per il rilancio di Versace sia ancora lunga, le prospettive sono incoraggianti. Inoltre, l'amministratore delegato della Capri Holding, in contrapposizione a quanto affermato in sede di acquisizione riguardo ai piani di crescita di Versace, ha dichiarato di "voler togliere la pressione dal *business* degli accessori da donna" per sostenere la crescita del *brand* italiano tramite le linee di scarpe e abbigliamento che a giugno 2019 mostravano una buona spinta.

Nonostante le notizie relative ai risultati conseguiti nel primo[128] trimestre dalla Medusa siano state buone, gli altri due marchi appartenenti alla holding americana hanno registrato un calo nel fatturato con Jimmy Choo che ha ottenuto ricavi per 158 milioni di dollari, mentre Michael Kors si è fermato a soli 981 milioni, con una discesa rispettivamente del 8,7% e del 4,8% rispetto a quanto fatto l'anno precedente nello stesso periodo (per un totale di 1.346 milioni di dollari). In particolare, Michael Kors ha visto un rallentamento delle vendite sia in Europa che nelle Americhe (con un calo di 37 milioni), mentre hanno retto in Asia, grazie principalmente agli acquisiti dei clienti cinesi attivi nello *shopping* sia in patria sia come turisti nei paesi vicini. Nel complesso, il gruppo ha visto un peggioramento del risultato operativo del 12,6% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente fermandosi a soli 201 milioni di dollari.

A seguito dei risultati del primo trimestre, John Idol ha comunque confermato le stime sul fatturato raggiungibile dal gruppo nel lungo periodo (pari a 8 miliardi di dollari complessivi) mentre le previsioni per l'esercizio 19-20 sono state riviste al ribasso, con ricavi attesi a 5,8 miliardi di dollari rispetto ai 6 miliardi indicati a maggio dell'anno precedente.

In generale, la reazione di *Wall Street* alla trimestrale è stata positiva, complice l'annuncio dell'operazione di riacquisto di azioni proprie per 500 milioni di dollari citata in precedenza (dimostrando ai mercati la solidità dei flussi di cassa generati dalla società).

Nei due trimestri successivi i ricavi generati dalla holding sono cresciuti seguendo le previsioni effettuate dopo la pubblicazione dei risultati di giugno raggiungendo i 1.442 milioni di dollari a settembre e 1.571 milioni a dicembre 2019. Nel secondo[129] trimestre (luglio-settembre 2019) Versace ha rispettato le aspettative di crescita ottenendo 228 milioni

[128] http://s22.q4cdn.com/557169922/files/doc_financials/quarterly/2020/q1/Capri-Holdings-Limited-Announces-First-Quarter-Fiscal-2020-Results.pdf

[129] http://s22.q4cdn.com/557169922/files/doc_financials/2020/q2/Capri-Holdings-Limited-Announces-Second-Quarter-Fiscal-2020-Results.pdf

di dollari di ricavi, Micheal Kors ha aumentato il fatturato a 1.1089 milioni (-4,2% rispetto a settembre 2018) mentre Jimmy Choo ha registrato un ulteriore calo del 7,8% rispetto all'anno precedente fermandosi a 125 milioni di dollari.

Infine, per quanto riguarda il terzo[130] trimestre 2019 (ottobre-dicembre), la Capri Holdings Ltd ha ottenuto ricavi per 1.571 milioni di dollari con un aumento del 9,2% rispetto a dicembre 2018 dovuto, così come nei trimestri precedenti, ai ricavi aggiuntivi della nuova acquisita Versace. Infatti, andando ad analizzare singolarmente le società del gruppo americano è possibile notare come, tranne Jimmy Choo che con 165 milioni di dollari di ricavi ha registrato un aumento del 1,9% rispetto al 2018, il fatturato di Michael Kors (nonostante una leggera crescita rispetto al trimestre precedente) ha visto un calo del 5,1% nel paragone con lo stesso periodo del 2018. Versace invece, ha ottenuto nel terzo trimestre 2019 ricavi per 195 milioni di dollari seguendo le stime effettuate nel trimestre precedente ed in crescita rispetto alle vendite registrate l'anno prima grazie principalmente al sostegno dei mercati europei, del Medio Oriente e dell'Africa (EMEA). I risultati positivi ottenuti da Versace nel primo anno sono dovuti in gran parte agli investimenti che la *holding* ha effettuato per aumentare la diffusione del marchio italiano soprattutto attraverso l'apertura di nuovi *store* fisici che sono passati da 188 di marzo 2019 a oltre 200 di oggi.

Nonostante le acquisizioni di Jimmy Choo (2017) e di Versace (2018), il gruppo risulta essere ancora fortemente legato al *brand* principale Michael Kors, il quale si stima genererà nei prossimi anni circa il 70% dei ricavi e il 95% dell'EBIT. Il *brand* Versace (così come Jimmy Choo) al momento ha un peso relativo rispetto alla dimensione della Capri Holding Ltd e, come previsto dalla strategia del gruppo, non garantirà dei vantaggi competitivi a

[130] http://s22.q4cdn.com/557169922/files/doc_financials/2020/q3/Capri-Holdings-Limited-Announces-Third-Quarter-Fiscal-2020-Results.pdf

breve termine in quanto ci vorrà del tempo per raggiungere l'obiettivo espansionistico proposto per l'azienda di moda italiana.

Jonh Idol, CEO di Capri Holding, nonostante abbia commentato positivamente i risultati ottenuti nel trimestre, ha dichiarato che l'emergenza legata alla diffusione del coronavirus in Cina e le misure prese per proteggere la popolazione hanno avuto e avranno impatti sul *business* della holding americana spingendolo a rivede ulteriormente al ribasso le stime per l'esercizio 19-20 a 5,65 miliardi di dollari (di cui 210 milioni riconducibili a Versace, 130 a Jimmy Choo e 950 a Michael Kors). Infatti, dal 5 febbraio 2020 circa 150 dei 225 negozi della società presenti in Cina sono stati chiusi mentre i restanti hanno operato con orario ridotto registrando un significativo decremento nel traffico dei clienti. Queste informazioni, insieme all'incertezza legata alle possibili evoluzioni dell'emergenza, con potenziali impatti negativi anche al di fuori dell'area cinese, hanno fatto sì che i mercati azionari reagissero negativamente facendo calare il prezzo del titolo di Capri Holding così come quello delle altre società del settore che sono state influenzate dalla crisi subita dai mercati finanziari in generale.

4.5 Influenza della pandemia Covid-19 e prospettive future

Nelle previsioni effettuate per il quarto trimestre (gennaio-marzo 2020), a seguito dell'impatto e dell'incertezza connessa alle possibili evoluzioni della diffusione della pandemia al livello globale, il gruppo Capri Holdings Ltd ha stimato una riduzione dei ricavi di 100 milioni di dollari e una riduzione degli utili per azione dell'ordine di 40-50 centesimi di dollaro. Tali previsioni, a quanto dichiarato da John Idol, sono state rispettate in quanto,

nonostante la crisi generata dal coronavirus si sia diffusa globalmente, non ha impattato negativamente i risultati di periodo del gruppo ad eccezione del mercato cinese.

La pandemia però, da marzo 2020 si è diffusa progressivamente in tutto il mondo con conseguenze che hanno colpito direttamente il gruppo americano che si è trovato costretto a chiudere la quasi totalità delle sue *boutique* (tutti i negozi presenti in Europa e Nord America) e dei suoi uffici sparsi per il globo fino al 1° giugno, costringendo il *brand* ad affidarsi esclusivamente ai canali *online.*

Vista la straordinarietà della situazione, l'amministratore delegato del gruppo ha in questi mesi aggiornato frequentemente il mercato e gli investitori sulle condizioni di salute della società e sulle iniziative adottate per fronteggiare la crisi in corso. Nonostante ciò sarà possibile tirare le somme solo quando saranno resi disponibili i documenti relativi al 4 trimestre 19-20 nonché il bilancio d'esercizio dell'intero anno, la cui pubblicazione, stando alle dichiarazioni di Idol, è stata spostata dal 27 maggio di circa 45 giorni dovuta alla necessità di tempo aggiuntivo necessario a preparare le analisi connesse all'impatto del COVID-19 sull'intero *business.*

Recentemente, il 28 maggio, la società ha rilasciato un'agenzia di stampa[131] nella quale annuncia la riapertura graduale degli *stores* (in linea con le direttive dei singoli governi nazionali) seguendo un piano che possa garantire la sicurezza dei dipendenti e dei clienti nonché assicurare a questi ultimi un'esperienza *in-store* all'altezza delle alte aspettative legate alle *luxury-houses.* In questa occasione Idol ha sottolineato che, nonostante la pandemia abbia impattato profondamente tanto nelle vite di tutti quanto nei risultati del *business*, egli rimane profondamente convinto e ottimista riguardo alle opportunità di

[131] http://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0001530721/901947d3-3053-4ea9-950f-bc740714d717.pdf

crescita di lungo termine dei tre *brand* appartenenti al portafoglio Capri, dimostrando grande fiducia nella ripresa dei consumi nel settore del lusso.

Ad oggi è molto difficile fare previsioni attendibili riguardo al prossimo futuro in quanto l'andamento del settore, così come quello dell'economia in generale, dipendono direttamente dall'evoluzione che la diffusione della pandemia avrà nei prossimi mesi. Infatti, qualora la diffusione del virus dovesse continuare in maniera incontrollata anche nei mei a venire, questo porterebbe ad ulteriori chiusure e limitazioni (si pensi principalmente all'indotto del turismo che in tal modo verrebbe annullato) con conseguenti perdite di fatturato e di valore per le aziende e per l'economia in generale.

Conclusioni

Nello svolgimento di questo elaborato si è messo in evidenza l'importanza che al giorno d'oggi hanno le operazioni di *M&A* come strumento di crescita utile alle imprese per ottenere un vantaggio competitivo. Negli ultimi venti anni, queste operazioni hanno visto una larga diffusione nelle politiche aziendali di imprese che si trovano a dover fronteggiare un contesto fortemente interconnesso e soggetto a cambiamenti, sempre più frequenti, che costringono le imprese a rispondere in maniera rapida e flessibile per potersi assicurare la sopravvivenza nel tempo.

Come descritto nelle pagine precedenti, le operazioni di M&A consentono alle imprese di ottenere tale rapidità di risposta ai cambiamenti del mercato permettendo loro di cogliere le opportunità di sviluppo esterno per essere sempre più competitive attraverso lo sfruttamento di vantaggi che sarebbero difficilmente raggiungibili tramite un percorso di crescita interna. Si fa riferimento in particolare alla possibilità per le imprese di entrare in mercati o settori caratterizzati da elevate barriere all'ingresso, acquisire nuove competenze o tecnologie non facilmente replicabili in maniera autonoma, sfruttare l'effetto sinergico dell'unione di due realtà apportando benefici ad entrambi i partecipanti che, nel complesso, consentono di ottenere gli obiettivi prefissati in tempi molto più rapidi.

Nella descrizione di queste operazioni, mi sono soffermato anche su quelle criticità che spesso, nell'attuazione di tali strategie di crescita, non vengono affrontate con la giusta attenzione portando le imprese partecipanti al conseguimento di svantaggi e perdita di valore.

Per le suddette ragioni, in questo elaborato ho concentrato l'attenzione sulle principali caratteristiche delle *M&A* ed in particolare su uno dei momenti più delicati di tali processi: la determinazione del valore aziendale. Questa è infatti una delle fasi più importanti dell'intero processo in quanto, una erronea valutazione può vanificare sin dal principio gli obiettivi ricercati portando alla distruzione del valore che si vuole raggiungere con l'operazione stessa.

A tal punto, ho analizzato i principali metodi di valutazione adottati nella prassi sottolineando i connotati che rendono una metodologia preferibile alle altre in funzione delle caratteristiche delle società coinvolte e del settore di appartenenza.

Successivamente, il mio lavoro di ricerca è stato applicato allo studio dell'operazione di acquisizione di Versace da parte di Micheal Kors avvenuta a settembre 2018. Il caso analizzato è un esempio pratico di come questo genere di operazioni venga utilizzato dalle imprese per implementare le proprie strategie di crescita sfruttando le occasioni che si presentano sul mercato.

L'operazione in questione ha infatti rappresentato per entrambe le società un'occasione per ottenere una crescita in termini di profittabilità raggiungibile grazie alle numerose sinergie derivanti dall'unione e dallo sfruttamento delle potenzialità di crescita, al tempo parzialmente inespresse, del *brand* italiano che già da tempo era alla ricerca di investitori che potessero supportare il suo sviluppo internazionale. È infatti giustificato da questi motivi e dagli obiettivi ottenibili nel lungo periodo l'elevato prezzo pagato dalla holding americana per la casa di moda italiana, il quale è stato oggetto di numerose discussioni.

Inoltre, dal lato Michael Kors questa acquisizione si è inserita in una strategia iniziata già qualche anno prima con l'acquisizione di Jimmy Choo, avente l'obiettivo di ridisegnare la

percezione del marchio americano come una vera e propria conglomerata del lusso alla quale, per queste ragioni, dal 1° gennaio 2019 è stato anche modificato il nome in Capri Holding Limited. In tal modo, l'azienda dello stilista newyorkese ha intenzione, attraverso lo sfruttamento delle sinergie (intese come *know-how,* competenze e risorse) con Versace e Jimmy Choo, di far entrare anche il proprio *brand* in quel mercato dell'abbigliamento di lusso che negli ultimi anni ha registrato una grande crescita.

Nel primo anno e mezzo di attività post-acquisizione la *holding* americana ha rispettato il programma pianificato per Versace investendo nell'apertura di nuovi negozi (passati da 200 a 208) e soprattutto potenziando i canali di vendita online attraverso i quali sono stati registrati fin da subito risultati incoraggianti. L'emergenza sanitaria legata alla diffusione del coronavirus nel mondo ha però rallentato tale percorso di crescita il quale, al momento è ovviamente legato agli effetti che questa pandemia genererà nel prossimo futuro. Nonostante ciò, l'amministratore delegato del gruppo John Idol si è dimostrato fortemente ottimista riguardo le prospettive future della *holding* dichiarando a più riprese che la società, grazie alla sua solidità finanziaria, riuscirà a superare questo momento di crisi garantendo il perseguimento delle strategie pianificate.

Il percorso di crescita iniziato da Michael Kors con questo piano di acquisizioni è sicuramente lungo e necessiterà di tempo e di un costante monitoraggio per avere successo. Nonostante ciò, è possibile concludere che tale strategia basata sull'acquisizione rappresenta l'alternativa migliore per il raggiungimento gli obiettivi citati e che, sebbene il settore del *fashion* sia caratterizzato da una grande dinamicità ed incertezza, l'aver creato una *holding* di tali dimensioni garantisce alle aziende che ne fanno parte anche una maggiore stabilità e solidità, soprattutto dal punto di vista finanziario.

Bibliografia

Amihud Y., Lev B. (1981), Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers, in «Bell Journal of Economics», vol. XII, n. 2, Autumn, pp. 605-17.

ASSOCIAZIONE PREITE, *Il diritto delle società*, a cura di U. Morera, G. Olivieri, M. Perassi, G. presti e F. Vella, Bologna, Il mulino, IV edizione, 2012.

BENFRATELLO L., Determinanti ed effetti delle fusioni e acquisizioni: un'analisi sulla base delle notifiche alle autorità antitrust, in "L'industria, Rivista di economia e politica industriale" 3/2001, pp. 469-500,

Berkshire Hathaway 1981 Annual Report, citato in Foster G., "*Comments on M&A Analysis and the Role of Investment Bankers",* in *Midland Corporate Finance Journal*, n. 1, pp. 36-38, 1983.

Brealey, Richard A. et al. *Principi di finanza aziendale*. Settima edizione. McGraw-Hill Education, Milano, 2015.

Bruni G. (1997), *Fusioni e scissioni. Profili economici, strategici e istituzionali*, Giuffrè, Milano.

CAROLI, (2015). *Gestione delle imprese internazionali.* III edizione. McGraw-Hill Education

COOLS K., ROOS A. (2005), "The Role of Alliances in Corporate Strategy", in *The Boston Consulting Group Report.*

Fontana F., Boccardelli P., *Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*. Milano: U. Hoepli, 2015.

GAGLIARDI G. (2013), *l'attività di M&A in Europa: situazione e prospettive,* in Amministrazione & Finanza 7/2013, pp.77-83.

Meglio, Olimpia. *Il processo di integrazione post-acquisizione: profilo teorico ed esperienze aziendali,* Padova: CEDAM, 2004.

RICHARD L. DAFT, (2017). *Organizzazione aziendale.* Daniene Baldizzoni e Raoul C. D. Nacamulli. Sesta edizione. Maggioli editore;

FONTANA, CAROLI, (2017). *Economia e gestione delle imprese.* V edizione. McGraw-Hill Education.

SICCA, (2001). *La gestione strategica dell'impresa.* Padova: CEDAM.

Studio Legale Adamo (2016), *"le operazioni di M&A e il diritto antitrust e delle concentrazioni".* G. Adamo, G. Pesce, M. Taglienti, R. Strangio, F. Marchetti.

Rispoli M. (2002), *Sviluppo dell'impresa e analisi strategica*, Il Mulino, Bologna

BORSA ITALIANA, “Guida alla Valutazione – Listing Guides”, 2004. N. Visciano, M Lagreca et al

Franceschi LF, Comi L (2015). *Modelli finanziari per la valutazione d'azienda*. EDUCatt.

Antonio Ricciardi. “La stima del capitale economico come base per il valore delle singole quote del capitale sociale”.

Guida M&A – Come valutare, acquistare e cedere un’azienda, 2012. AIFI - Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

Bravi, M. (2009). Incertezza nella valutazione degli investimenti immobiliari: la teoria delle opzioni reali (Real Options Theory).

Caiazza Rosa, 2011. “*Cross-Border M&A Determinanti e fattori critici di successo”.* G. Giappichelli editore, Torino.

Papetti Giorgio. “*NOTE E DISCUSSIONI: ALCUNE CONSIDERAZIONI SUL FENOMENO DI ‘MERGER & ACQUISITION*.’” Rivista internazionale di scienze sociali. 96.4 (1988): 715–726.

Panattoni Giacomo, 2013/2014. Tesi di laurea. “*Le operazioni di M&A per la creazione di valore: il caso Sofidel-LPC”*, Università di Pisa.

Rapporto Mergers & Acquisitions 2018, i *mega deal* infiammano il mercato. KPMG.

European M&A Report – 2019 Annual. PitchBook. KPMG, ACG, Liberty Global Transaction Solutions.

European M&A Report – Q1 2020 PitchBook. KPMG, ACG, Liberty Global Transaction Solutions.

Amos Ciabattoni, 1974. IL SISTEMA MODA. Editoriale Valentino.

Elisa Giacosa, 2011. L'economia delle aziende di abbigliamento. G. Giappichelli editore.

Fabrizio Mosca, 2014. Il mercato dei beni ad elevato valore simbolico. Università degli studi di Torino, campus di Management e di Economia. Anno Accademico 2014-2015.

Spallino, M., Bellante, F., & Lupo, G. (2014). Le peculiarità del mercato del lusso. ANNALI DELLA FACOLTÀ DI ECONOMIA. UNIVERSITÀ DI PALERMO, 2014, 17-23.

Nizzola Maurizio, 2014. Calcolare il valore di imprese e asset aziendali. Pubblicazione B2corporate.

Chloe Payer, 2018. "Crescita dell'industria della moda nel 2019. Accademia del lusso Mag, articolo del 21 dicembre 2018. http://www.adlmag.it/2018/12/21/crescita-dellindustria-della-moda-nel-2019/

https://home.kpmg/it/it/home/media/press-releases/2020/04/mercato-fusioni-acquisizioni-rapporto-kpmg-q1-2020.html

https://home.kpmg/it/it/home/media/press-releases/2019/07/fusioni-acquisizioni-mercato-italia-rapporto-kpmg.html

https://home.kpmg/it/it/home/media/press-releases/2020/01/fusioni-acquisizioni-italia-2019.html

https://www.bdo.it/it-it/news-it/2020/l%E2%80%99incertezza-ha-segnato-il-2019-del-mercato-m-a,-ma-si-guarda-al-futuro-con-cauto-ottimismo

https://www.ilsole24ore.com/art/fusioni-italia-2019-frenata-ma-2020-focus-private-equity-lusso-e-tlc-ACOkbZFB

https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/PitchBook_Q1_2020_European_MA_Report.pdf

https://www.agcm.it/competenze/tutela-della-concorrenza/operazioni-di-concentrazione/

http://www.treccani.it/enciclopedia/concorrenza-diritto-commerciale/

http://italiapoloniawbiznesie.it/it/2018/08/18/metodi-di-valutazione-aziendale/

https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/acquisizione-impresa.htm

https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/dividend-discount-model.html

https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/business_wire/news/2018-09-25_1251705293.html

https://www.repubblica.it/economia/2018/09/25/news/versace_michael_kors_compra_per_1_83_miliardi_di_euro-207320483/

https://www.repubblica.it/economia/rubriche/fashion-e-finance/2017/07/25/news/michael_kors_compra_jimmy_choo_per_1_mld-171574172/

http://www.republica.it/economia/rubriche/fashion-e-finance/2014/02/27/news/versace_blackstone-79754402/

https://www.lastampa.it/esteri/la-stampa-in-english/2018/10/01/news/kors-buys-medusa-1.34049193

https://www.lastampa.it/cultura/2018/09/25/news/la-medusa-passa-agli-americani-versace-vende-a-michael-kors-per-due-miliardi-1.34047686

http://s22.q4cdn.com/557169922/files/doc_financials/quarterly/2020/q1/Capri-Holdings-Limited-Announces-First-Quarter-Fiscal-2020-Results.pdf

http://s22.q4cdn.com/557169922/files/doc_financials/2020/q2/Capri-Holdings-Limited-Announces-Second-Quarter-Fiscal-2020-Results.pdf

http://s22.q4cdn.com/557169922/files/doc_financials/2020/q3/Capri-Holdings-Limited-Announces-Third-Quarter-Fiscal-2020-Results.pdf

http://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0001530721/6771cbc0-f746-4aa2-bfaa-9c427e2bc78c.pdf

http://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0001530721/901947d3-3053-4ea9-950f-bc740714d717.pdf

https://altagamma.it/img/osservatorio-2019/4-Comunicato_Altagamma_2019_Worldwide_Luxury_Market_Monitor.pdf

http://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0001530721/4a36a49d-4373-4629-875a-0ad54d79d565.pdf (Capri Holding Limited Annual Report 2018, published on May 29, 2019)

https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-11-02/michael-kors-upgraded-at-ubs-after-1-8-billion-stock-wipeout

Introduzione

Nel contesto economico attuale, fortemente globalizzato e caratterizzato dall'elevata dinamicità dei mercati, le imprese sono portate a dover fronteggiare continuamente nuove sfide per poter crescere, rimanere competitive e sopravvivere nel tempo. Le aziende, per poter reagire tempestivamente ai cambiamenti del mercato, sono quindi spinte ad aggiornare sempre più frequentemente le proprie strategie.

Per queste ragioni, in questo elaborato sarà analizzata una delle operazioni co cui le aziende perseguono il proprio obiettivo di crescita, nel tentativo di ottenere un vantaggio competitivo sui concorrenti: le operazioni di M&A.

Queste operazioni rappresentano al giorno d'oggi uno dei percorsi di crescita più frequentemente adottati dalle imprese per il raggiungimento dei propri obiettivi strategici. Ciò è dovuto principalmente alla caratteristica rapidità che contraddistingue le acquisizioni e le fusioni rispetto ai percorsi di crescita per linee interne, e che permette alle imprese di entrare in nuovi mercati o accedere a nuove tecnologie, innovazioni e competenze in modo rapido. Le acquisizioni però, oltre a numerosi vantaggi presentano anche diverse criticità che, se non affrontate con la giusta attenzione possono portare al conseguimento di svantaggi e perdita di valore. Per questi motivi, l'obiettivo di questo elaborato è quello di fornire una panoramica il più completa possibile sulle operazioni di M&A in modo da fornire al lettore un quadro completo che gli consenta di comprendere l'importanza e le ragioni per le quali queste operazioni vengono effettuate sempre più spesso evidenziando le finalità strategiche che portano le imprese ad acquisire operatori esterni per ottenere un vantaggio competitivo.

Capitolo Primo – Le operazioni di M&A

La crescita è generalmente considerata dalle imprese come un fattore critico per il successo nel lungo periodo nonostante non sia stato dimostrato empiricamente che un percorso di crescita (sia questo per linee interne o esterne) comporti necessariamente una maggiore profittabilità per le aziende. Questo perché optare per un percorso di crescita richiede una profonda comprensione di aspetti strategici, economici ed organizzativi durante l'attuazione che fa aumentare il rischio connesso al possibile insuccesso della strategia stessa. Ad ogni modo, qualora lo sviluppo dimensionale sia ritenuto necessario dall'impresa per l'attuazione della propria strategia, questa può conseguirlo attraverso due diversi percorsi: la crescita per linee interne e la crescita per linee esterne. La prima consiste nella realizzazione di nuove attività attraverso il ricorso ed il reinvestimento delle risorse (umane, finanziarie e tecnologiche) accumulate nel tempo dall'impresa, che questa possiede internamente e utilizza per favorire la crescita organica della società. La seconda modalità di crescita consiste nell'aumentare le proprie dimensioni esternamente creando valore in maniera sinergica, quantitativamente e qualitativamente superiore alla somma dei singoli valori delle imprese coinvolte. Questa, a differenza della prima che è più equilibrata, lenta e graduale, può rivelarsi più semplice e soprattutto più veloce anche se può comportare rilevanti problemi organizzativi relativi all'aggregazione tra aziende diverse che, se non affrontate correttamente possono portare alla crisi dell'intera struttura aziendale. Tra le operazioni di sviluppo per linee esterne vi sono le alleanze strategiche, gli accordi strategici e le operazioni di fusione e acquisizione le quali consistono in operazioni straordinarie attraverso cui un'impresa ottiene la capacità e le risorse necessarie per implementare una determinata strategia acquisendosi o fondendosi con un'altra impresa già avviata.

La fusione consente a due o più imprese di unirsi mediante la costituzione di una nuova società (fusione pura) o attraverso l'incorporazione in una nuova società di una o più altre (per unione), e rappresenta la forma più completa di aggregazione aziendale. Le acquisizioni, invece, consistono in operazioni che riflettono l'acquisto dietro corrispettivo di quote o azioni del capitale sociale di un'impresa da parte di un'altra società che ne garantiscano il controllo, o di un complesso o ramo aziendale, oppure di specifiche attività.

Abbiamo visto che le ragioni che spingono un'impresa ad acquisire o fondersi con un'altra società, sono legate alla possibilità di creare maggior valore attraverso lo sfruttamento delle sinergie generabili dall'operazione. le fonti di sinergie derivanti dalle acquisizioni, cioè le possibili fonti di valore aggiunto, possono essere diverse: le economie operative, le economie finanziarie, gli effetti fiscali, l'eliminazione delle inefficienze o l'incremento del potere di mercato. In generale, fusioni e acquisizioni possono essere classificate in tipologie differenti in funzione della caratteristica che si intende prendere in considerazione. Una prima distinzione può essere fatta tra le operazioni correlate, che riguardano imprese operanti nello stesso settore, e operazioni conglomerate che comprendono operazioni tra aziende provenienti da settori completamente diversi. Successivamente si possono distinguere le acquisizioni in funzione della percezione chela società *target* ha dell'operazione, portando questa a considerare l'operazione amichevole o ostile e, in caso, a adottare determinate misure di protezione per impedire o rallentare l'acquirente. Infine, è possibile distinguere le acquisizioni anche in base alla dimensione dell'attivo aziendale o del paese di appartenenza delle società partecipanti, dividendole in operazioni domestiche o *cross border.*

Quando si intraprende la scelta di effettuare un'operazione di *M&A* occorre però sempre tenere a mente che queste operazioni comportano rischi da non sottovalutare, e bisogno evitare di auto illudersi credendo che i risvolti positivi siano necessariamente più probabili

o maggiori di quelli negativi. Per questa ragione è importante, in fase di progettazione, avere chiari i potenziali vantaggi e svantaggi conseguibili con l'operazione, i quali sono strettamente connessi alle motivazioni retrostanti alla strategia di crescita scelta. Tra i primi vi è sicuramente la maggiore rapidità che caratterizza queste operazioni seguita da vantaggi sotto il profilo finanziario (riduzione del costo del capitale), operativo (conseguendo economie di scala, scopo, esperienza ed integrazione) e competitivo (minor rischio, in termini di costi e tempi necessari ad acquisire una quota di mercato sufficiente a garantire l'economicità dell'investimento). A questi si aggiungono i possibili vantaggi ottenibili sotto il profilo fiscale e quelli derivanti dagli eventuali incentivi che il legislatore può proporre a favore di tali operazioni. Di contro, occorre avere presenti anche gli svantaggi potenziali che le *M&A* comportano tra i quali vi sono: l'elevato costo dell'operazione (connesso anche al rischio di effettuare una valutazione non coerente con il reale valore della società acquisita), la perdita di flessibilità (legata alle maggiori difficoltà di gestione della nuova entità), ed infine gli svantaggi connessi alle difficoltà di integrazione tra le diverse realtà aziendali. Infine, occorre tenere presente anche le conseguenze indirette che le operazioni di *M&A* hanno sul mercato e sui *competitor* dello stesso settore. Infatti, le fusioni e le acquisizioni generano un cambiamento nel livello di concorrenza del settore portando a volte ad una modifica strutturare del mercato che comporta riflessi (generalmente negativi a causa dello svilimento della concorrenza) sia sui concorrenti che sui consumatori. È per queste ragioni che le moderne legislazioni antitrust si strutturano attraverso divieti e condizioni per regolare quelle operazioni che comportano un'alterazione nel corretto funzionamento del mercato.

Capitolo secondo – Il processo di acquisizione ed i metodi di valutazione

Le acquisizioni, escludendo le differenze di specie, seguono generalmente un processo per stadi la cui struttura può essere divisa in quattro fasi fondamentali: selezione, valutazione, negoziazione e integrazione. Tale suddivisione, nella realtà, va intesa solo dal punto di vista concettuale in quanto l'efficiente attuazione del progetto di acquisizione è determinata dalla continua interazione tra i diversi stadi. La selezione consiste in diverse attività di ricerca ed analisi preventiva il cui obiettivo è quello di individuare un numero di candidati potenziali congruo tale da poter effettuare un confronto tra le aziende e poter quindi scegliere quella più adatta alla propria strategia. Una volta individuata la società obiettivo, la fase di valutazione che la riguarda continua attraverso le operazioni finalizzate alla stima del valore generale attribuibile all'azienda *target*. In questa fase vengono analizzate anche le modalità di finanziamento e di strutturazione dell'intera operazione consentendo all'acquirente, tramite le informazioni finora raccolte, di effettuare una prima valutazione di massima sulla quale definire un intervallo di prezzo ragionevole attorno al quale impostare la trattativa. Al termine di questa prima fase di contatti tra le imprese coinvolte si giunge alla redazione di una lettera di intenti, la quale rappresenta lo strumento legale con cui vengono preventivamente fissati i criteri per lo svolgimento della negoziazione. Questa ha formalmente inizio con il processo di *due diligence* che investiga aspetti di diversa natura: economica, strategica, amministrativa, ambientale commerciale e legale, e permette all'acquirente di poter pervenire alla determinazione del valore, e di conseguenza del prezzo da attribuire all'azienda obiettivo dell'acquisizione. Infine, il processo di acquisizione si conclude con la fase di integrazione tra le realtà coinvolte nell'operazione. Questa può essere portata a termine con successo solo nel rispetto dell'identità culturale dell'acquisita

attraverso un processo da attuare mediante lo scambio di esperienze e conoscenze all'insegna della collaborazione.

Le situazioni più comuni in cui si rende necessario calcolare il valore aziendale sono generalmente: le operazioni di fusione e acquisizione, i processi di quotazione nei mercati finanziari, l'investimento nel capitale di rischio di società non quotate e le valutazioni effettuate per finalità interne. Il processo valutativo è un esercizio tramite il quale si tenta di assegnare un valore oggi ad un certo *asset* o azienda. L'espletamento di tale processo richiede l'utilizzo di diverse metodologie le quali differiscono tra loro e vengono applicate in funzione delle specificità dei singoli casi. In generale, è possibile dividerle in: metodi finanziari, metodi di mercato, metodi patrimoniali, metodi reddituali e metodi misti. Tra i primi, i più noti sono il *Discounted Cash Flow Model e il Dividend Discoun Model*, i quali si basano sull'assunto che il valore di un'azienda sia pari alla somma dei valori attualizzati rispettivamente, dei flussi di cassa operativi e dei dividendi che da essa ci si attende ai quali viene sommato il *terminal value* rappresentativo del valore del complesso aziendale al termine dell'orizzonte temporale preso in considerazione. I metodi di mercato comprendono il metodo dei multipli di mercato e quello dei multipli di transazioni comparabili. Il primo presuppone che il valore di una società possa essere determinato assumendo come riferimento le informazioni fornite dal mercato per società con caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione attraverso l'applicazione di multipli di società comparabili ad alcuni aggregati patrimoniali, economici o finanziari dell'azienda oggetto di valutazione. I secondi sono simili ai precedenti, con la differenza che i dati utilizzati per la valutazione sono derivati dal rapporto tra valori impliciti di transazioni che hanno avuto ad oggetto società ritenute comparabili e le grandezze economico-patrimoniali della stessa.

Nei metodi patrimoniali la valutazione d'azienda si fonda sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale d'impresa. Tale metodo è però poco utilizzato al giorno d'oggi in quanto non tiene conto né dei flussi attesi né dei rischi. Secondo i metodi reddituali invece, il valore di un'azienda è proporzionato alla sua capacità di produrre reddito nel futuro ed è calcolato sommando il valore attuale dei flussi reddituali attesi e del *terminal value*, in maniera non dissimile rispetto al *DCF* che lo ha progressivamente superato in quanto tale approccio presenta delle limitazioni nell'esprimere all'interno delle componenti reddituali alcune variabili aziendali imprescindibili quali gli investimenti, le politiche fiscali e quelle di bilancio. Infine, i metodi misti rappresentano una sintesi dei metodi patrimoniali e reddituali che cerca di colmarne le lacune caratteristiche. Tra questi l'*EVA (Economic Value Added)* è di particolare interesse e consiste nel calcolare il "valore economico aggiunto" dal profitto operativo al netto delle imposte al quale viene decurtato il costo espressivo della remunerazione del capitale investito. Attraverso la somma degli EVA futuri attualizzati e del valore attuale del capitale investito netto si determina l'*Enterprise Value* della società oggetto di analisi che, in tal modo, comprende sia gli aspetti patrimoniali che quelli reddituali.

Capitolo terzo – Andamento del mercato M&A

Da sempre la possibilità di realizzare aggregazioni con altre entità ha rappresentato per le società un'opportunità al livello economico, finanziario e commerciale, avente alla base le stesse motivazioni che ispirano i manager al giorno d'oggi ad effettuare operazioni di finanza straordinaria.

La nascita delle M&A risale infatti al periodo dal 1895 al 1904 caratterizzato dal fenomeno indicato come "*The Great Merger Movement*" il quale ha consentito a piccole aziende con

mercati ristretti operanti negli Stati Uniti, di unirsi con aziende simili per creare istituzioni potenti in grado di dominare i mercati. Queste operazioni hanno avuto uno sviluppo incostante nel tempo, tanto da indurre gli economisti ad effettuare ricerche longitudinali sulla natura ciclica dei processi M&A, i quali hanno consentito di individuare diversi periodi definiti "*merger waves*" di più intenso utilizzo delle M&A solitamente correlati alla natura positiva del ciclo economico contingente.

A partire dal 1900 gli storici e gli studiosi del settore hanno identificato sei distinte *merger waves* ciascuna delle quali con caratteristiche uniche che hanno caratterizzato lo sviluppo di questo fenomeno negli Stati Uniti. La prima ondata, nota anche con il nome *merger for monopoly*, risale al periodo 1987-1904 e fu generata dalla caduta delle barriere territoriali presenti nel mercato americano successiva allo sviluppo del sistema ferroviario. La seconda ondata iniziò durante la prima guerra mondiale e portò alla nascita di oligopoli che diminuirono il potere di acquisto dei monopoli generati falla prima ondata. La terza *merger wave* (1965-1969) coinvolse, a differenza delle precedenti, aziende operanti in settori diversi tra loro sviluppando per la prima volta le operazioni a livello conglomerale. Successivamente, la quarta ondata di operazioni M&A ebbe inizio nel 1981 e fu caratterizzata dagli *hostile takeovers* che coinvolsero aziende di più grandi dimensioni rispetto al passato, anche attraverso un utilizzo maggiore del debito con un maggior coinvolgimento del settore bancario. La quinta *merger wave* (1990-2000) è stata caratterizzata invece da operazioni di carattere transfrontaliero avendo come protagoniste, oltre alle imprese statunitensi, anche quelle europee. Infine, la sesta ed ultima ondata che ha avuto inizio nel 2002 ed è durata fino all'avvento della crisi dei mutui *subprime* del 2008. Questa fu caratterizzata principalmente dalla conclusione di *deal* di grandi dimensioni, coinvolgendo imprese di paesi diversi in risposta alla maggiore integrazione dei mercati e

del ruolo crescente degli investitori istituzionali nonché degli operatori provenienti dai paesi a sviluppo emergente che nelle ondate precedenti erano rimasti fuori dalla competizione globale.

Le condizioni economiche stabili, i bassi tassi d'interesse e un mercato del credito favorevole negli ultimi anni, hanno contribuito a dare impulso all'attività M&A, la quale si sta affermando sempre di più come strumento per rimanere competitivi e per ampliare capacità e mercati di riferimento. Il 2019 ha registrato un aumento nella tendenza all'utilizzo delle operazioni di M&A in linea con la crescita degli anni precedenti registrando controvalori che si aggirano attorno ai 3.500 miliardi di dollari circa (aumento che ha coinvolto le operazioni domestiche, le *cross border,* e l'attività generata dagli investitori finanziari e *private equity*). Il 2020, nonostante l'emergenza legata alla diffusione della pandemia *COVID-19,* ha registrato nel primo trimestre ottimi risultati dovuti principalmente al fatto che la maggior parte delle operazioni chiuse nel periodo sono state negoziate l'anno precedente quando le prospettive per il 2020 erano incoraggianti. Infatti, già dalla fine di marzo si sono iniziati a vedere le prime flessioni nel numero di operazioni concluse dovute alle restrizioni che gran parte dei paesi europei e non ha adottato per rallentare il contagio. Nonostante questo, però, la prevedibile discesa dei prezzi degli *asset* potrebbe generare diverse opportunità per gli investitori finanziari o industriali che abbiamo dimostrato solidità.

Capitolo quarto – L'acquisizione di Versace da parte di Michael Kors

Il 25 settembre 2018 la *holding* Michael Kors Ltd ha annunciato l'acquisizione dell'azienda di moda italiana Versace per la cifra di 2 miliardi di dollari (circa 1,8 miliardi di euro). Il gruppo dello stilista americano ha rilevato con questa operazione la totalità delle azioni della

holging controllante GiVi che appartenevano per l'80% alla famiglia Versace (divise tra Santo, Donatella e Allegra Beck Versace) e per il restante 20 % al fondo di investimento Blackstone Group, che a seguito dell'acquisizione è definitivamente uscito dall'investimento.

Le motivazioni alla base della scelta di acquisire la celebre casa di moda italiana sono riconducibili principalmente alle grandi potenzialità di crescita di Versace che la holding americana ritiene di poter valorizzare attraverso i propri investimenti e attraverso lo sfruttamento delle sinergie ottenibili con gli altri *brand* del proprio portafoglio. Michael Kors mira ad aumentare il fatturato di Versace nel lungo periodo fino a 2 miliardi di dollari (dai circa 800 milioni attuali) aumentando il numero delle *boutique*, accelerando il commercio *online* e sviluppando l'omnicanalità del *brand.* Oltre all'aumento di fatturato (obiettivo fissato ad 8 miliardi di dollari nel lungo periodo), gli altri vantaggi che Kors si attende dall'operazione sono riconducibili all'espansione nel polo del lusso ed alla diversificazione del portafoglio geografico, la quale ha l'obiettivo di aumentare la presenza sui mercati asiatici che stanno registrando una forte crescita. Inoltre, la convenienza per Michael Kors può essere riscontrata anche nel fatto che, tramite questa operazione, il gruppo fortemente presente nel mercato del lusso accessibile, può inserirsi rapidamente nel settore del lusso vero e proprio acquisendo una griffe con un elevato potenziale di crescita, unendo alla sua offerta (che poggia sulla pelletteria e sulla calzatura) un *brand* contraddistinto soprattutto dalla componente abbigliamento.

Infine, pesa la necessità per la holding americana di "smuovere" le acque a Wall Street in quanto, come per ogni gruppo quotato, anche Kors sa che ai mercati non bastano la qualità del design e della manifattura, o l'*appeal* delle nuove collezioni, in quanto gli investitori pretendono soprattutto un dato: il business in crescita e Kors, che da qualche anno registra

un fatturato stabile intorno ai 4,5 miliardi di dollari, con questa operazione ha scelto di dare respiro alle vendite non aumentando quelle del suo *brand*, ma acquisendone di nuove e con buone prospettive di crescita.

Nel complesso Michael Kors ha valutato Versace 2.005 milioni di dollari, il cui valore è stato stimato utilizzando diversi metodi, tra i quali anche l'approccio previsto dal metodo patrimoniale corretto per tenere conto del valore degli asset intangibili e dei flussi attesi dall'azienda a seguito della cessione. Tra le attività, le voci che hanno assunto maggior valore nella valutazione sono state l'avviamento, pari a 878 milioni di dollari, e il valore del *brand* che è stato valutato ben 948 milioni di dollari. La valutazione di quest'ultimo è stata effettuata utilizzando il metodo delle *royalties* come metodo di valutazione del reddito, attraverso il quale il valore del *brand* italiano è stato determinato tramite l'attualizzazione dei flussi di *royalties* futuri che il mercato è disposto a corrispondere al proprietario del marchio. È evidente come questo metodo comporti numerose assunzioni e stime soggettive che hanno influenzato la stima finale del *brand* italiano e quindi del prezzo di offerta, il quale ha suscitato la reazione immediata dei mercati che hanno giudicato eccessiva la cifra pagata rispetto alla bassa redditività dell'azienda, facendo registrare al titolo di Kors una riduzione del 7,42 % in un solo giorno. Nonostante ciò, si può sostenere che la valutazione del marchio effettuata dall'acquirente non sia stata poi così "folle" se si considerano le prospettive di crescita (raddoppio del fatturato di Versace nel lungo periodo) che la holding americana ha previsto di raggiungere attraverso le proprie strategie di investimento e lo sfruttamento delle sinergie operative derivanti dall'operazione.

In conclusione, è possibile affermare che hanno altrettanta ragione gli analisti di borsa, che guardano a breve termine, quanto gli "strateghi del *fashion"* che hanno invece una visione di medio-lungo termine. Questo perché, nonostante le rosee previsioni, essendo il settore

della moda caratterizzato da un elevata dinamicità, nulla assicura che le strategie progettate possano essere realmente implementate per ottenere gli obiettivi prefissati. Al tempo stesso, però, occorre sottolineare che la valutazione di un *brand* basata esclusivamente su suoi fondamentali finanziari non è giusta in assoluto.

Conclusioni

Nello svolgimento di questo elaborato si è messo in evidenza l'importanza che al giorno d'oggi hanno le operazioni di *M&A* come strumento di crescita utile alle imprese per ottenere un vantaggio competitivo. Negli ultimi venti anni, queste operazioni hanno visto una larga diffusione nelle politiche aziendali di imprese che si trovano a dover fronteggiare un contesto fortemente interconnesso e soggetto a cambiamenti, sempre più frequenti, che costringono le imprese a rispondere in maniera rapida e flessibile per potersi assicurare la sopravvivenza nel tempo.

Il lavoro di ricerca è stato applicato allo studio dell'operazione di acquisizione di Versace da parte di Micheal Kors avvenuta a settembre 2018. Il caso analizzato è un esempio pratico di come questo genere di operazioni venga utilizzato dalle imprese per implementare le proprie strategie di crescita sfruttando le occasioni che si presentano sul mercato. L'operazione in questione ha infatti rappresentato per entrambe le società un'occasione per ottenere una crescita in termini di profittabilità raggiungibile grazie alle numerose sinergie derivanti dall'unione e dallo sfruttamento delle potenzialità di crescita, al tempo parzialmente inespresse, del *brand* italiano.

Il percorso di crescita iniziato da Michael Kors con questo piano di acquisizioni è sicuramente lungo e necessiterà di tempo e di un costante monitoraggio per avere successo. Nonostante ciò, è possibile concludere che tale strategia basata sull'acquisizione rappresenta

l’alternativa migliore per il raggiungimento gli obiettivi citati e che, sebbene il settore del *fashion* sia caratterizzato da una grande dinamicità ed incertezza, l’aver creato una *holding* di tali dimensioni garantisce alle aziende che ne fanno parte anche una maggiore stabilità e solidità, soprattutto dal punto di vista finanziario.