



Dipartimento: Impresa e management

Cattedra: Operazioni straordinarie e valutazione d'azienda

**Mergers & Acquisitions: inquadramento generale, possibili  
risvolti futuri post Covid-19**

Prof. Eugenio Pinto

RELATORE

Prof. Musco Gianluca

CORRELATORE

705131

Acunzo Mauro

Anno Accademico:2019/2020

## Sommario

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>4</b>
<b>CAPITOLO I</b> .....	<b>6</b>
<b>1.1 LE OPERAZIONI STRAORDINARIE</b> .....	<b>6</b>
<b>1.2 LA CRESCITA AZIENDALE</b> .....	<b>8</b>
<b>1.3 INTRODUZIONE ALLE OPERAZIONI DI M&amp;A</b> .....	<b>11</b>
<b>1.3.1 L'ACQUISIZIONE</b> .....	<b>13</b>
<b>1.3.2 LA FUSIONE</b> .....	<b>16</b>
<b>1.4 TIPOLOGIE DI M&amp;A</b> .....	<b>18</b>
<b>1.5 LE PRINCIPALI MOTIVAZIONI</b> .....	<b>24</b>
<b>1.5.1 MOTIVAZIONI IN BASE ALLA TIPOLOGIA DI INVESTITORI</b> ....	<b>29</b>
<b>1.5.2 MOTIVAZIONI A CEDERE LE AZIENDE</b> .....	<b>30</b>
<b>1.5.3 BRAMOSIA DEL MANAGEMENT</b> .....	<b>32</b>
<b>1.5.4 SOLLECITAZIONI ESTERNE</b> .....	<b>33</b>
<b>1.5.5 MARKET TIMING</b> .....	<b>34</b>
<b>1.5.6 ACQUISIZIONI SENZA INTEGRAZIONE</b> .....	<b>34</b>
<b>1.6 EVOLUZIONE DEL MERCATO DELLE MERGERS AND ACQUISITIONS</b> .....	<b>36</b>
<b>CAPITOLO II</b> .....	<b>50</b>
<b>2.1 IL PROCESSO DI M&amp;A</b> .....	<b>50</b>
<b>2.2 IL PROCESSO BUY SIDE</b> .....	<b>54</b>
<b>2.2.1 L'ANALISI STRATEGICA</b> .....	<b>54</b>
<b>2.2.2 IDENTIFICAZIONE DI POTENZIALI TARGET</b> .....	<b>57</b>
<b>2.2.3 LA NEGOZIAZIONE</b> .....	<b>61</b>
<b>2.3 IL PROCESSO SELL SIDE</b> .....	<b>67</b>
<b>2.4 LA FASE DI DUE DILIGENCE</b> .....	<b>73</b>
<b>2.5 IL PROCESSO DI INTEGRAZIONE</b> .....	<b>81</b>
<b>2.6 VALUTAZIONE DI UN'OPERAZIONE DI M&amp;A</b> .....	<b>86</b>

<b>2.6.1 APPROCCIO SU FLUSSI DI RISULTATO.....</b>	<b>89</b>
<b>2.6.2 APPROCCIO DI MERCATO. MULTIPLI E TRANSAZIONI COMPARABILI.....</b>	<b>96</b>
<b><i>CAPITOLO III.....</i></b>	<b><i>101</i></b>
<b><i>QUALE RUOLO PER LE OPERAZIONI DI M&amp;A PER IL DOPO COVID-19.</i></b>	<b><i>101</i></b>
<b>3.1 INTRODUZIONE .....</b>	<b>101</b>
<b>3.2 UN'ANALISI DAL PASSATO: LA CRISI DEL 2008 .....</b>	<b>102</b>
<b>3.2.1 LE RISPOSTE DEGLI OPERATORI ISTITUZIONALI.....</b>	<b>110</b>
<b>3.2.2 EFFETTI SULLE OPERAZIONI DI M&amp;A .....</b>	<b>114</b>
<b>3.3 LA RIPRESA DELLE ATTIVITA' DI M&amp;A.....</b>	<b>121</b>
<b>3.5 L'ESPOSIZIONE DELLA PANDEMIA DA COVID-19.....</b>	<b>130</b>
<b>3.6 DALLA CRISI SANITARIA ALLA CRISI ECONOMICA .....</b>	<b>134</b>
<b>3.7 IL RUOLO DELLE OPERAZIONI DI M&amp;A .....</b>	<b>142</b>
<b>3.8 TIPOLOGIE DI OPERAZIONI AUSPICABILI.....</b>	<b>145</b>
<b>3.9 QUALI EFFETTI SULLE VALUTAZIONI D'AZIENDA .....</b>	<b>151</b>
<b>3.9.1 DUE DILIGENCE AI TEMPI DEL COVID-19 .....</b>	<b>155</b>
<b>3.10 LA STATICITA' NON È UN'OPZIONE .....</b>	<b>160</b>
<b><i>CONCLUSIONE.....</i></b>	<b><i>162</i></b>
<b><i>BIBLIOGRAFIA .....</i></b>	<b><i>164</i></b>

## INTRODUZIONE

L'imperativo delle aziende è quello di generare ricchezza e di crescere all'interno del mercato in cui si opera, assicurandosi la sopravvivenza, continuità a lungo termine e condizioni di equilibrio duraturo. La crescita e la creazione di valore sono difatti, da sempre, fattori cardine per il successo di un'impresa.

I continui mutamenti dei mercati, la loro velocità di evoluzione, la competizione internazionale sempre più incidente nella vita delle singole aziende, hanno spinto quest'ultime alla ricerca di una strategia con cui fronteggiare tale evoluzione e tale concorrenza ed assicurarsi la sopravvivenza.

All'interno di tale dinamica si è riscontrato un crescente interesse da parte del mondo della finanza per le operazioni di Mergers and Acquisitions (M&A), le quali vengono considerate come strumenti di crescita aziendale tra i più efficaci e capaci di rendere l'azienda sempre più competitiva a livello globale.

Le fusioni e acquisizioni si qualificano infatti come una parte vitale di qualsiasi economia sana, costringendo le aziende ad utilizzare le proprie risorse in modo efficiente, consentendo alle più forti di crescere e alle più deboli di essere inghiottite.

L'andamento dell'attività di M&A è inoltre un indicatore predittivo del tasso di fiducia dei mercati. Non sorprende dunque che nelle crisi di fiducia verso il sistema economico le operazioni di M&A subiscano una battuta di arresto.

Crisi di fiducia che in questo momento sta attraversando il mercato mondiale a causa della pandemia da Covid-19, che ha proiettato ombre inquietanti per il prossimo futuro. La ripresa economica prospettata già nel 2021 è correlata ad una serie di fattori di difficile individuazione, primo fra tutti l'evolversi della pandemia stessa.

È ovvio che in questa fase tutti siamo dominati dagli stessi dubbi: quanto durerà? Vi sarà un ritorno alla normalità già nel prossimo domani? Ci troviamo all'inizio di una recessione globale?

Tale elaborato è finalizzato ad intercettare possibili evoluzioni e problematiche del mercato dell'M&A nella fase post Covid-19, offrendo al lettore una panoramica ed un inquadramento generale delle operazioni di M&A.

A tal fine, il primo capitolo è strutturato in modo da rendere al lettore noto le principali motivazioni che muovono le imprese nell'attuazione di tali operazioni e le principali tipologie di operazioni che la letteratura e il mercato riconoscono, offrendo un resoconto dell'evoluzione del mercato nel corso degli anni.

Nel secondo capitolo, l'attenzione si concentrerà sul ripercorrere le fasi in cui si articola il processo di M&A, analizzato in ottica sia buy side che sell side, con un focus sulle principali metodologie di determinazione del capitale economico d'azienda.

Il terzo ed ultimo capitolo, sarà invece riferito al possibile scenario evolutivo del mercato, mettendo in luce le difficoltà di valutazione delle imprese dettate dal carattere straordinario della pandemia da Covid-19, intercettando possibili analogie con la recente crisi finanziaria dei subprime.

# CAPITOLO I

## 1.1 LE OPERAZIONI STRAORDINARIE

Con il termine «operazione straordinaria» si fa riferimento ad un'ampia classe di operazioni volte a riconfigurare la struttura aziendale, le risorse patrimoniali, i profili gestionali e organizzativi, gli assetti di governo e le risorse umane. Il termine “straordinarie” sta ad indicare l'eccezionalità dell'operazione rispetto all'attività caratteristica ed il fatto che essa incide profondamente sulla vita aziendale.

Le logiche sottostanti alle operazioni straordinarie possono essere raggruppate nelle seguenti macro-categorie:

- 1) riassetto organizzativo;
- 2) concentrazione;
- 3) riduzione del rischio aziendale;
- 4) creazione/organizzazione di un gruppo;
- 5) miglioramento del merito creditizio;
- 6) passaggio generazionale;
- 7) disinvestimento da parte della proprietà;
- 8) tax planning;
- 9) possibile quotazione in borsa;
- 10) altre motivazioni.

Nell'ultima categoria, di carattere residuale, confluiscono quelle motivazioni di importanza più limitata, ma che talvolta si rivelano decisive ai fini della scelta, come ad esempio la formalizzazione di un'offerta palesemente più conveniente rispetto alla situazione reale del mercato, l'assenza di un leader per l'azienda, evitare le procedure concorsuali, oppure in taluni casi dietro un'operazione straordinaria si possono celare ragioni di opportunismo da parte del management che esulano dalla sana e prudente gestione economica dell'impresa (“moral hazard”)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Salvadeo, S., & Tedeschi, G. (2012). *Le operazioni straordinarie e la gestione dei processi di acquisizione*. IPSOA Gruppo Wolters Kluwer.

Nella vita di un'azienda, di qualunque dimensione o di mercato a cui essa appartenga, possono sempre sorgere dei bisogni di adattamento alle esigenze strategiche o organizzative, realizzate mediante particolari operazioni caratterizzate da aspetti peculiari tra loro, le quali consentono di pervenire a modificazioni permanenti nella struttura societaria di un'azienda.

Le principali operazioni attraverso cui si articola la finanza straordinaria sono le seguenti:

- fusione
- scissione
- conferimento d'azienda
- acquisizione/cessione d'azienda o di ramo d'azienda
- affitto
- liquidazione.

L'azienda, segnatamente l'impresa, tende a generare nuova ricchezza, a creare valore. Le scelte strategiche sono funzionali a tale finalità, raccordando l'impresa con l'ambiente nel quale agisce. Le operazioni straordinarie sono dunque uno degli strumenti idonei a creare valore e costituiscono quindi espedienti con cui assicurare lo sviluppo aziendale ovvero ricercare ridimensionamenti strategici e flessibilità, ma sempre al fine di migliorare la posizione competitiva e di generare valore<sup>2</sup>.

I continui mutamenti dei mercati, la loro velocità di evoluzione, la competizione internazionale sempre più incidente nella vita delle singole aziende, hanno spinto il mercato internazionale alla ricerca di una strategia con cui fronteggiare tale evoluzione e tale concorrenza.

All'interno di tale dinamica si è riscontrato un crescente interesse da parte del mondo della finanza per le operazioni di Mergers and Acquisition (M&A), le quali vengono considerate come strumenti di crescita aziendale tra i più efficaci e capaci di rendere l'azienda sempre più competitiva a livello globale.

---

<sup>2</sup> Potito, L. (2016). *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*. G Giappichelli Editore.

## 1.2 LA CRESCITA AZIENDALE

L'imperativo delle aziende è quello di generare ricchezza e di crescere all'interno del mercato in cui si opera, assicurandosi la sopravvivenza e continuità a lungo termine e condizioni di equilibrio duraturo.

I processi di crescita, traendo spunto dall'analisi di Ansoff<sup>3</sup>, possono essere realizzati seguendo diverse direttrici.

In primis, si possono espandere i volumi di vendita, giacché s'intravede l'esistenza di spazi non ancora sfruttati, di potenzialità presenti nella domanda di mercato, senza alterare sostanzialmente i prodotti offerti e operando nei medesimi segmenti di mercato, conseguendo economie di scala e incrementando la propria quota di mercato. Un'altra modalità di crescita all'interno dei medesimi mercati è l'allargamento ed il rinnovo della gamma della propria offerta, differenziandola dalla concorrenza, sollecitando la domanda a espandersi.

La crescita può essere realizzata mediante l'ingresso in nuovi mercati (intesi come area geografica) con gli attuali prodotti a disposizione dell'azienda, al fine di espandersi in nuovi territori e prospettare altre utilizzazioni dei propri prodotti.

Oppure si rinnova e si sviluppa la gamma dei prodotti e, insieme, si cerca l'inserimento in nuovi mercati, attuando programmi di diversificazione di vario tipo, e conseguendo economie di raggio d'azione e di scopo.

I sentieri di crescita a disposizione delle imprese per la creazione di valore seguono due principali strade: la crescita per vie interne e la crescita per vie esterne.

Lo sviluppo per linee interne, o crescita organica, consiste infatti nel cosiddetto "sviluppo in proprio", ovvero attuando un processo di sviluppo di unità esistenti e di ampliamento della produttività. Lo sviluppo di nuove attività avviene facendo leva sul know how, sulle capacità manageriali, sulle risorse finanziarie, umane e tecnologiche già in possesso dell'azienda, e rispecchia puntualmente le caratteristiche e le esigenze manifestate dalla società stessa. Il processo di crescita interna ha l'indubbio vantaggio di svolgersi in modo ordinato e coerente con la gestione caratteristica dell'impresa,

---

<sup>3</sup> Ansoff H.I., (1968) Strategia aziendale, Etas Compass, Milano.



consentendo lo sviluppo dell'impresa nei modi e nei tempi più congeniali alla propria origine e alla propria storia, riducendo il rischio di mettere in gioco l'identità profonda dell'impresa. Difatti la crescita per via interna permette di non modificare la compagine aziendale, ma incontra gli ostacoli tipici della gestione d'impresa quali l'alta necessità di risorse liquide, l'incertezza dei risultati e tempi di realizzazione elevati.

Premesso ciò, nella vita di un'impresa non sempre si può crescere per vie interne, o perché non si dispone di sufficienti risorse manageriali e finanziarie da impiegare per la crescita per linee interne, o perché vi sono fattori caratterizzanti del mercato, come la saturazione dello stesso o la presenza di una debole domanda, che rendono la crescita per vie interne impossibile.

Tuttavia, la crescita per le aziende diventa anche sinonimo di sopravvivenza di fronte ai repentini cambiamenti del mercato e l'accesa concorrenza globale. Tant'è che la frase "la crescita è indispensabile per un'impresa", è la maggiormente sentita durante gli incontri tra manager e responsabili aziendali. È per questo che anche quando l'azienda è manchevole delle risorse necessarie per attuare una crescita per via interna, si realizzano operazioni alternative di crescita, guardando all'esterno.

La crescita esterna si realizza per mezzo di operazioni di acquisizioni e fusioni (M&A), alleanze strategiche, joint venture o di altre combinazioni interaziendali di imprese già operanti all'interno del mercato, il cui fine è quello di sfruttare le sinergie scaturite dalla nuova realtà.

Le operazioni di M&A si possono quindi definire come processi di crescita esterna attraverso i quali un'impresa ottiene la capacità e le risorse necessarie per implementare una determinata strategia, unendosi ad un'altra impresa già avviata. È per questo che uno dei vantaggi di crescere mediante un'operazione di M&A è sicuramente la velocità con cui si realizza tale crescita. L'immediatezza è quasi sempre un fattore particolarmente decisivo per il successo; si pensi, per esempio, ai casi di prodotti dal breve ciclo di vita, o a quelle situazioni congiunturali di straordinario favore presenti in alcuni segmenti o settori, che occorre cogliere tempestivamente. La rapidità con cui si conducono molte operazioni di sviluppo produce anche l'effetto di

sorprendere i concorrenti,<sup>4</sup> così come la possibilità di individuare sul mercato aziende sottovalutate che possono costruire un ottimo investimento. Inoltre, ulteriori vantaggi sono: il minor rischio in termini di costo, la maggior possibilità di ottenere finanziamenti, vantaggi fiscali, razionalizzazione della struttura societaria nel caso di fusioni realizzate da società appartenenti allo stesso gruppo, minor costo per l'acquisto di una struttura funzionante rispetto alla creazione ex novo. In alcuni casi la crescita attraverso acquisizioni è l'unico modo per entrare in mercati nei quali le barriere all'ingresso sono insuperabili, o che richiedono la disponibilità di requisiti di legge o di fatto, ovvero di altre condizioni specifiche, che siano estremamente difficili da procurare, se non a prezzo di investimenti eccessivamente onerosi, o addirittura insostenibili.

Inoltre, le operazioni di M&A hanno il vantaggio di eliminare i rischi normalmente connessi a ogni iniziativa o attività che s'intende per la prima volta intraprendere; rischi propri, sia della fase di formulazione dei relativi progetti e piani, sia del momento attuativo.

La scelta tra crescita interna e crescita esterna equivale sostanzialmente a una scelta di "make or buy", dove occorre aver ben chiari i vantaggi e gli svantaggi che l'alternativa presenta. Occorre considerare che gli investimenti in impianti e macchinari, effettuati per il potenziamento interno di un'impresa, avvengono in genere con acquisti in mercati piuttosto attivi e con prezzi ben determinati, mentre l'acquisizione di una società richiede una trattativa lunga e a volte molto difficile, che potrebbe far aumentare il prezzo ben oltre il normale valore di mercato. Un ulteriore aspetto da non sottovalutare riguarda la difficoltà di integrazione nella struttura aziendale, di gran lunga più impegnativa nel caso di un'acquisizione che nel caso di un'espansione interna. Tutti questi aspetti devono essere oggetto dell'analisi del management, che deve aver ben chiari i termini del problema per procedere a una scelta che crei un vantaggio strategico di lungo periodo.<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> Potito, L. (2016). Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese. G Giappichelli Editore.

<sup>5</sup> Pegoraro, M. S. A. (2009). Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo.

Nonostante fusioni e acquisizioni siano raggruppate nello stesso ramo delle strategie di crescita per linee esterne, e nonostante queste siano – la maggior parte delle volte – trattate insieme tramite il termine M&A, si tratta di due operazioni di finanza straordinaria che differiscono ampiamente l'una dall'altra.

### **1.3 INTRODUZIONE ALLE OPERAZIONI DI M&A**

L'espressione fusioni e acquisizioni viene spesso utilizzata nella pratica, perché si traduce quella corrispondente inglese Mergers and Acquisitions (M&A), dove però il riferimento è essenzialmente agli aspetti organizzativi e sostanziali delle operazioni di integrazione, prescindendo dalle forme giuridiche con cui si realizzano. Inoltre, nei paesi anglosassoni il discorso comune relativo a fusioni e acquisizioni è giustificato dal fatto che in tali paesi è assai più frequente operare acquisti di aziende direttamente mediante fusioni, dando cioè come corrispettivo azioni, anziché mezzi liquidi<sup>6</sup>.

Le operazioni di M&A, come detto, sono operazioni di crescita per linea esterna che rientrano nell'ambito della finanza straordinaria, finalizzate a riprogettare la struttura dell'impresa razionalizzandone gli assetti organizzativi e la posizione competitiva, nonché a riprogettare le caratteristiche delle risorse umane.

Grazie all'attività di M&A le imprese possono ottenere vantaggi competitivi conseguendo anche economie di scala e di scopo oltre la possibilità di raggiungere quella massa critica, per le imprese minori per esempio, necessaria a operare su più mercati sia dal punto di vista settoriale che geografico.

Tali operazioni sono caratterizzate da elementi di eccezionalità e unicità, ed assolvono lo scopo di creazione di valore aziendale tramite l'implementazione di azioni che portano alla modificazione irreversibile dell'assetto societario e operativo dell'impresa.

---

<sup>6</sup> Potito, L. (2016). *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*. G Giappichelli Editore.

L'aspetto di unicità si riferisce alla caratteristica intrinseca di non replicabilità di una fusione piuttosto che di un'acquisizione. L'eccezionalità di tali operazioni, invece, fa riferimento alla frequenza con cui esse si verificano. Infatti, il solo processo che porta alla conclusione della trattativa richiede, generalmente, non meno di sei mesi. Inoltre, molteplici sono le conseguenze che tali operazioni portano sia in termini di struttura aziendale che di impatto sul mercato, sugli stakeholder e sul tessuto economico di riferimento<sup>7</sup>.

Inoltre le operazioni di M&A non solo possono garantire una crescita delle aziende, ma possono essere utilizzate per risolvere la crisi in cui versa un'impresa, tant'è che a partire dalla crisi finanziaria del 2008, si è riscontrato un aumento delle operazioni "distressed", ovvero di operazioni straordinarie messe in pratica da aziende in crisi, le quali per risolvere le problematiche interne, hanno visto nelle operazioni di M&A un modo per risolvere la crisi e assicurarsi la continuità aziendale.

Come accaduto nel post crisi del 2008, anche per la crisi relativa al corona virus si è riscontrato una diminuzione delle operazioni di mergers and acquisition, a causa delle incertezze legate agli scenari politici nazionali e ai dati macroeconomici che segnalano un forte rallentamento della crescita per il 2019.

Tuttavia, sviluppare una strategia di M&A potrà essere allo stesso tempo uno degli strumenti per far fronte il più velocemente possibile a perdite di quote di mercato o per acquistarne di nuove. Inoltre la carenza di liquidità, la volontà di rimanere nei propri mercati core tralasciando quelli che diventano meno prioritari, e la prevedibile discesa dei prezzi (dovuta anche al calo dell'enterprise value), rappresenterà un'opportunità per operatori industriali virtuosi e investitori di natura finanziaria. Ma anche la base per processi di consolidamento in molti settori produttivi.<sup>8</sup>

Le fusioni e acquisizioni rappresentano un ambiente frenetico e altamente complesso in cui le transazioni offrono opportunità uniche con un rischio considerevole. Le transazioni di fusioni e acquisizioni in tutto il mondo comportano miliardi di dollari

---

<sup>7</sup> Dallochio, M., Lucchini, G., & Scarpelli, M. (2015). Mergers & acquisitions.

<sup>8</sup> Sole 24 ore spazio a M&A "distressed" e ristrutturazioni <https://www.ilsole24ore.com/art/spazio-ma-distressed-e-ristrutturazioni-ADt9sSN>

che possono avere un impatto notevole sulle economie nazionali e globali. Le fusioni e acquisizioni sono una parte vitale di qualsiasi economia sana, perché costringono le aziende a utilizzare le proprie risorse in modo efficiente e consentono alle aziende forti di crescere e alle società più deboli di essere inghiottite.<sup>9</sup>

Volendo effettuare un'analisi delle acquisizioni e fusioni in dettaglio, è opportuno proporre innanzitutto una distinzione fra le due operazioni.

### **1.3.1 L'ACQUISIZIONE**

Il termine acquisizione (acquisition) individua il processo tramite il quale una società, la bidder, acquisisce una porzione maggioritaria o comunque di controllo di un'altra società (solitamente) chiamata target. La strada delle acquisizioni è la strada più breve e più rapida per una crescita dimensionale e, di conseguenza, per una crescita di competitività. Difatti tramite un'acquisizione l'impresa ha rapidamente l'opportunità di moltiplicare patrimoni e fatturato e di accelerare il processo di creazione di valore. La letteratura è solita distinguere tra acquisizioni orizzontali, verticali e conglomerali. Le acquisizioni orizzontali si caratterizzano per la volontà della buyer di ampliare la posizione occupata nel settore e nel business di riferimento, acquisendo la quota di mercato del seller. Inoltre, le maggiori capacità di produzione/vendita realizzabili consentono di raggiungere incrementi di fatturato proporzionalmente superiori agli incrementi dei costi fissi, determinati inevitabilmente dal rafforzamento degli assetti tecnici e commerciali e delle strutture richieste dai nuovi contesti competitivi, rendendo così possibile il conseguimento di economie di scala.

In mercati che dilatano le proprie dimensioni anche abbattendo i tradizionali confini, dove l'accesa concorrenza pone continuamente in gioco il ruolo e gli spazi operativi delle aziende esistenti e i rischi di essere oggetto di conquista diventano più evidenti, l'acquisizione con altre aziende operanti nei medesimi o in continui segmenti di

---

<sup>9</sup> Baker, H. K., & Kiyamaz, H. (Eds.). (2011). *The art of capital restructuring: Creating shareholder value through mergers and acquisitions* (Vol. 14). John Wiley & Sons.

mercato assicura il consolidamento delle posizioni raggiunte e pone le premesse per sviluppo futuri.

Se una acquisizione orizzontale fa sì che l'impresa combinata subisca un aumento del potere di mercato che avrà effetti anticoncorrenziali, la concentrazione può essere opposta per motivi antitrust<sup>10</sup>.

Riferendoci invece alle acquisizioni verticali, intendiamo il processo di acquisto di una società volto ad allargare i propri confini operativi incorporando attività a monte o a valle: verso i mercati dei propri fornitori o verso quello degli acquirenti dei propri prodotti.

L'obiettivo fondamentale in questo tipo di acquisizione è l'assunzione del diretto controllo delle forniture dei materiali occorrenti, ovvero del collocamento dei propri prodotti, ottenendo economie di costo.

Dopo un'acquisizione verticale, il buyer può vantare un controllo maggiore su alcuni elementi della filiera produttiva, rafforzare l'autonomia nei settori in cui agisce, internalizzare le esternalità, diminuire gli sperperi ed i rischi, contrastare in modo più efficace l'ingresso o l'azione di altre imprese e aumentare il potere di mercato.

Un'altra formula di acquisizione è quella conglomerale, in questo caso si tratta di un tipo di acquisizione che avviene tra due aziende operanti in business differenti.

Difatti siamo in presenza di un'acquisizione conglomerale quando le società non sono concorrenti e non vi è tra le stesse un rapporto di "buyer-seller".<sup>11</sup>

Questo tipo di acquisizione permette al buyer di diversificare la produzione e il mercato di riferimento.

La diversificazione delle attività svolte e dei mercati in cui si opera conduce a diversificare anche i rischi, mettendosi in condizione di sopportare più facilmente, compensandone gli effetti, congiunture sfavorevoli che difficilmente possono colpire tutti i settori nei quali l'impresa "conglomerata" si è impegnata.

---

<sup>10</sup> Gaughan, P. A. (2010). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. John Wiley & Sons.

Se l'operazione di tipo conglomerale ha successo si possono conseguire, oltre alle economie di scala, rilevanti economie di scopo, attraverso l'utilizzazione in più ambiti di una stessa risorsa, sia fra quelle materiali che intangibili.

Al pari della fusione, ad un'acquisizione si giunge dopo un processo piuttosto articolato, che consta di un periodo preparatorio tanto più lungo e impegnativo quanto più l'operazione si presenta difficile e complessa. Esso inizia nel momento in cui, individuato l'obiettivo strategico da raggiungere, ci si predispone a progettare l'operazione e quindi termina con l'atto finale con cui quest'ultima riceve definitiva formalizzazione (il cosiddetto closing).<sup>12</sup> Tra le tecniche di acquisto comunemente in uso, è opportuno segnalare:

- la permuta: modalità di acquisto di rami aziendali e di immobilizzazioni, tecniche o finanziarie, che prevede un corrispettivo rappresentato da altre immobilizzazioni, anch'esse tecniche o finanziarie.
- leveraged buyout: tecnica di acquisto complessa, con la quale il controllo di una società viene ottenuto facendo leva prevalentemente su finanziamenti, e contando, per il rimborso, su risorse della stessa società bersaglio.
- rastrellamento (o ramassage o warehousing): tale operazione si caratterizza per l'acquisto sistematico e continuativo nei mercati borsistici di piccole partite di azione di una società obiettivo. Con tali acquisti si vuole pervenire in maniera riservata a conquistare il possesso di una significativa quota del capitale della società. Una volta ottenuto tale possesso, si può anche lanciare un'OPA.
- Offerta pubblica di acquisto (OPA): è un'operazione che si effettua quando il capitale di una società è assai frazionato, tanto che possa considerarsi diffuso tra il pubblico in misura rilevante; riguarda perciò tipicamente titoli quotati. Con essa s'invitano tutti i possessori di azioni della società obiettivo a cedere le proprie azioni.
- Offerta pubblica di scambio (OPS) e offerta pubblica di acquisto e di scambio (OPAS): si tratta di OPA in cui il corrispettivo che viene offerto a coloro che intendono

---

<sup>12</sup> Potito, L. (2016). *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*. G Giappichelli Editore

cedere è rappresentato, rispettivamente in misura totale o parziale, da titoli della società offerente, e non da denaro.

### **1.3.2 LA FUSIONE**

La fusione (merger) è lo strumento tecnico-giuridico che consente l'integrazione fra due o più aziende, nel senso che queste, che appartenevano a soggetti giuridici diversi, si ritrovano aggregate in un unico sistema aziendale di più ampie dimensioni, appartenente all'unico soggetto giuridico risultante al termine dell'operazione.

Tale operazione può essere realizzata in due diversi modi: mediante la costituzione di una nuova società, che prende il posto di tutte le società che si fondono (fusione in senso stretto); oppure mediante assorbimento in una società preesistente di una o più altre società (fusione per incorporazione).

La fusione in senso stretto è detta anche per concentrazione, ed è meno frequente. In genere viene posta in atto nei casi in cui esiste una uguaglianza di fatto, sul piano economico-tecnico, tra le società partecipanti e s'intende dare rilievo a tale uguaglianza. Ma è chiaro che comporta maggiori problemi, di natura organizzativa soprattutto, dovendo tutte le società subire un rallentamento, nel loro corrente funzionamento.

La seconda modalità, ovvero la fusione per incorporazione, è quella più seguita, essendo più semplice e meno onerosa sul piano pratico. E anche perché in genere, c'è sempre una delle società partecipanti che per effetto del proprio assetto patrimoniale, per volume di attività, per storia, per posizione occupata sul mercato o per immagine, ha di fatto un ruolo di preminenza, ed è essa ad assumere l'iniziativa dell'operazione e a occuparsi di integrare e amalgamare i sistemi aziendali partecipanti alla fusione<sup>13</sup>.

La fusione determina perciò la riduzione ad unità dei patrimoni delle singole società e la confluenza dei rispettivi soci in un'unica struttura organizzativa, che continua l'attività di tutte le società preesistenti, mentre queste ultime, salvo una nella fusione

---

<sup>13</sup> Potito, L. (2016). *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*. G Giappichelli Editore



per incorporazione, si estinguono. Tuttavia, l'estinzione non comporta una definizione dei rapporti con i terzi e fra i soci. Infatti, la società incorporante o che risulta dalla fusione, assume i diritti e gli obblighi delle società partecipanti alla fusione, proseguendo in tutti i loro rapporti, anche processuali, anteriori alla fusione (art. 2504-bis 1° comma).

Poiché è regolata da precise disposizioni di legge, la fusione pur affondando le sue radici in ragioni economiche, non può attuarsi se non nei casi e secondo i modi e i tempi previsti dalle norme.

Difatti, il procedimento di fusione è molto complesso e articolato, prevedendo una serie di step intervallati da precisi lassi temporali.

Secondo quanto disposto dal Codice Civile (art. 2501 c.c.) in materia di fusione, per procedere alla fusione bisogna inizialmente stipulare il progetto di fusione, nel quale sono fissate le condizioni e le modalità dell'operazione da sottoporre all'approvazione dell'assemblea. Tale progetto deve avere identico contenuto per tutte le società partecipanti alla fusione, e deve essere pubblicato mediante iscrizione nel registro delle imprese del luogo ove hanno sede le società partecipanti alla fusione.

La documentazione informativa si correda della redazione preventiva di altri tre documenti: la situazione patrimoniale, la relazione degli amministratori, la relazione degli esperti.

La fusione viene decisa da ciascuna delle società che vi partecipano mediante l'approvazione del relativo progetto (art. 2502).

Con la stipulazione dell'atto di fusione (art. 2504) si conclude il procedimento di fusione. L'atto deve essere sempre redatto per atto pubblico, e deve essere iscritto nel registro delle imprese dei luoghi ove è posta la sede di tutte le società partecipanti alla fusione e di quello della società risultante dalla fusione. Dall'ultima iscrizione nel registro delle imprese decorrono gli effetti della fusione. Si produce perciò l'unificazione soggettiva e patrimoniale delle diverse società<sup>14</sup>.

---

<sup>14</sup> Campobasso, G. F., & Campobasso, M. (2014). *Manuale di diritto commerciale*

Le principali strategie di sviluppo che si realizzano con l'integrazione sono di tipo: orizzontale, verticale e conglomerale. Di cui a riguardo si è già parlato precedentemente a proposito dell'acquisizione.

Può essere utile dare una nozione di fusione "mascherata", nella quale di fatto vi è un effettivo compratore, come v'è un venditore, ma anziché porre in atto un'operazione di acquisizione, viene perfezionata una di fusione, in seguito alla quale la parte alienante sarà liquidata grazie ad opzioni put, o con vendite in borsa, se la società risulta collocata su un mercato regolamentato<sup>15</sup>.

## 1.4 TIPOLOGIE DI M&A

Volendo effettuare una classificazione delle tipologie di M&A che la letteratura e il mercato riconosce, oltre a quanto già visto per la classificazione tra acquisizioni orizzontali, verticali e conglomerali, che vale anche per le fusioni, una prima classificazione da evidenziare è quella relativa alla finalità dell'operazione.

In un articolo del 2001<sup>16</sup> Bower identifica cinque principali tipologie di M&A (figura 1) basate sulle tipologie di sinergie ricercate dalle aziende.

1. "The Overcapacity M&A": generalmente si verificano in settori maturi e capital-intensive, dove si ha eccesso di capacità produttiva. L'acquirente in questo caso ha come obiettivo un suo concorrente: acquisendolo potrà razionalizzare i costi, guadagnare quote di mercato e rendere più efficienti le "operation". Questo tipo di operazione si verifica ad esempio nei settori dell'automotive, del petrolchimico e quello dell'acciaio.

2. "The Geographic roll-up M&A": l'obiettivo di questa operazione è quello di abbassare i costi operativi e di incrementare il valore per i propri clienti, ottenendo economie di scala e di scopo. Generalmente questo tipo di M&A si verifica durante la fase iniziale del ciclo di vita di un settore, ed è per lo più caratterizzata dalla presenza

---

<sup>15</sup> D'albora, M; Tartaglia E. (2011). M&A Mergers & Acquisitions

<sup>16</sup> Bower, J. L. (2001). Not all M&As are alike: And that matters.

di un acquirente di grandi dimensioni e un'impresa di piccole dimensioni, la quale riceve la possibilità di un più facile accesso al capitale, mirando così a diventare leader di settore.

3. “The industry convergence M&A”: questo tipo di M&A ha lo scopo di realizzare delle potenziali sinergie ottenibili da segmenti di mercato apparentemente diversi. Tant'è vero che la finalità di tali operazioni è di ideare un nuovo business attraverso la convergenza di distinti settori.

4. “The M&A as R&D”: questo tipo di di M&A vede la potenziale acquisizione, o fusione, come una valida alternativa all'attività di ricerca e sviluppo. È tipica di settori in cui la velocità è tutto, dove il know how sui prodotti e servizi è strategico e indispensabile per competere. È un'operazione di M&A tipica dei settori IT e bio-tech.

5. “The product of market extension M&A”: è una tipologia di M&A il cui fine è di estendere la gamma di prodotti e/o il mercato geografico di riferimento. Tra gli obiettivi perseguibili vi sono quelli legati a politiche di diversificazione e di internazionalizzazione.

Figura 1

	The overcapacity M&A	The geographic roll-up M&A	The product or market extension M&A	The M&A as R&D	The industry convergence M&A
Example	Chemical Bank buys Manufacturers Hanover and Chase; Daimler-Benz acquires Chrysler	Banc One buys scores of local banks in the 1980s.	Quaker Oats buys Snapple.	Cisco acquires 62 companies.	Viacom buys Paramount and Blockbuster; AT&T buys NCR, McCaw, and TCI.
Strategic objectives	The acquiring company (part of an industry with excess capacity) will eliminate capacity, gain market share, and create a more efficient operation.	A successful company expands geographically; operating units remain local.	Acquisitions extend a company's product line or its international coverage.	Acquisitions are used in lieu of in-house R&D to build a market position quickly.	A company bets that a new industry is emerging and tries to establish a position by culling resources from existing industries whose boundaries are eroding.
Major concerns	You can't run a merged company until you've rationalized it, so decide what to eliminate quickly.	Members of the acquired group may welcome your streamlined processes. If they don't, you can afford to ease them in slowly.	Know what you're buying; the farther you get from home, the harder it is to be sure. Expect cultural and governmental differences to interfere with integration.	Build industrial-strength evaluation processes so that you buy first-class businesses. This category allows no time for slow assimilation, so cultural due diligence is a must.	Give the acquired company a wide berth. Integration should be driven by specific opportunities to create value, not by a perceived need to create a symmetrical organization.

Fonte: Bower, J. L. (2001). Not all M&As are alike: And that matters.

In relazione a quest'ultima tipologia di M&A, vi è da evidenziare come la letteratura abbia constatato che non pare esservi una relazione tra diversificazione e creazione di valore.

Questo perché l'obiettivo prefissato in questa tipologia di M&A, ovvero quello della diversificazione, grazie alla quale le aziende possono raggiungere nuovi ambiti competitivi e sinergie di tipo finanziario, è altamente correlato alla rischiosità che si incontra a voler entrare in nuovi business o mercati (figura 2).

Figura 2

		Markets	
		Current	New
Products	Current	Lower growth/lower risk	Higher growth/higher risk (related diversification)
	New	Higher growth/higher risk (related diversification)	Highest growth/highest risk (unrelated diversification)

Fonte: DePamphilis, D. (2019). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. Academic Press.

Da notare che la diversificazione può permettere all'azienda di spostare le sue principali linee di prodotto o mercati di riferimento verso quelli che hanno maggiori prospettive di crescita,<sup>17</sup> e che quindi in caso di successo si aprirebbe la possibilità ad un'alta crescita aziendale, sfruttando appunto le sinergie acquisite o la crescita del nuovo mercato.

Inoltre, vi sono possibilità di successo nel caso in cui la diversificazione porti ad avere alta correlazione, in termini di attività aziendale, tra la target e l'acquirente, oppure se essa favorisce il trasferimento delle competenze tra le varie divisioni aziendali, o se aiuta a raggiungere una determinata massa critica per affrontare la concorrenza. Altro aspetto da non sottovalutare è che la diversificazione può avere maggiori probabilità di successo se i manager saranno adeguatamente motivati e premiati<sup>18</sup>.

<sup>17</sup> De Pamphilis, D. (2019). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. Academic Press.

<sup>18</sup> Dallochio, M., Lucchini, G., & Scarpelli, M. (2015). *Mergers & acquisitions*.

Un'ulteriore tipologia di M&A da inserire all'interno della categoria delle sinergie ricercate da un'azienda, è quella delle "distressed M&A".

Come già anticipato precedentemente, tali operazioni sono sempre più frequenti a partire dalla crisi finanziaria del 2008 e tale tipologia di M&A non potrà che aumentare a causa della recente crisi causata dal Covid-19.

Con il termine distressed M&A si fa generalmente riferimento ad una transazione, per lo più acquisizione/fusione, che ha come società target una realtà che si trova in un momento di particolare difficoltà, che può essere causato sia da fattori endogeni, come stress finanziario o problematicità industriali, sia da fattori esogeni come quelli riconducibili al settore di riferimento o a criticità di livello macroeconomico.

Nello specifico, una società target in un'operazione del genere è tipicamente una realtà che non è in grado di far fronte alle sue passività.

Diviene dunque fondamentale per l'impresa l'attuazione di un'operazione di fusione, con cui si permette l'ingresso di un nuovo socio o la cessione di una parte, anche totalitaria, del pacchetto azionario al fine di reperire capitali per ricomporre la crisi e assicurarsi la continuità aziendale.

La soluzione più rapida in termini temporali è la cessione dei propri assets (indipendentemente dalla natura) ad un prezzo inferiore rispetto a quello reale in modo da ottenere in termini brevi liquidità per far fronte alle proprie passività; pertanto le acquisizioni sono le operazioni che prevalgono all'interno delle diverse opportunità offerte dal distressed M&A.

Avendo l'impresa necessità di vendere, attira l'attenzione sia di altri competitor, il cui fine è di rafforzare il loro posizionamento sul mercato, sia di fondi d'investimento specializzati in operazioni del genere, sia di imprese conglomerali il cui fine è attuare un'operazione di diversificazione attraverso il distressed asset dell'impresa. Inoltre, è da notare come la valutazione di aziende distressed è un argomento complesso in cui molte ipotesi e metodologie tradizionali di misurazione del valore non funzionano.<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> Buttignon, F. (2015). Distressed firm valuation: Reorganization plan and going-concern capital value. *Available at SSRN 2567651*.

Oltre che in base alle sinergie ricercate dalle imprese, le operazioni di M&A possono essere classificate in base al tipo di acquisizione (ovvero se amichevole o ostile), in base alle dimensioni delle imprese oggetto dell'operazione, ed infine in base al paese di appartenenza.

La differenza sostanziale che intercorre tra le acquisizioni amichevoli (friendly takeovers, in cui si prevede un accordo condiviso tra le parti) ed acquisizioni ostili (hostile takeovers), è che con la "hostile takeovers" l'operazione viene portata avanti nonostante i dissensi manifestati dal management della società target. L'acquisizione ostile è attuata da soggetti esterni all'impresa, che raccolgono sul mercato quote rilevanti di azioni, fino a detenere la maggioranza relativa delle stesse, a discapito del gruppo proprietario precedente contrario all'acquisizione da parte di questi soggetti esterni. Tutto ciò porta alla conseguenza che il prezzo viene determinato dal mercato, mentre con l'acquisizione amichevole, il prezzo è frutto dell'estrema sintesi del processo di negoziazione.

Difatti, gli offerenti non graditi sono spesso percepiti come una minaccia per almeno alcune delle parti interessate nelle società target, il che porta a estese reazioni difensive da parte della direzione dell'azienda target. Al contrario, le acquisizioni amichevoli sono spesso viste per creare sinergie che migliorano sia l'offerente che il bersaglio.

In realtà la differenza tra acquisizione ostile ed amichevole potrebbe essere meno marcata di come una descrizione analitica ci possa far credere.

L'ostilità viene generalmente percepita quando un'offerta viene aggressivamente rifiutata dall'azienda target. Di conseguenza, la percezione dell'ostilità è strettamente legata ai negoziati di acquisizione, che nella fase iniziale della trattativa, sono lungi dall'essere completati.

Spesso le imprese si impegnano in trattative riservate prima che vi sia un annuncio pubblico di un'offerta o l'intenzione di fare un'offerta. In alcuni casi, il primo annuncio pubblico riguarda una negoziazione conclusa con successo, che viene quindi percepita come amichevole dal mercato, anche se i negoziati privati nella fase iniziale in realtà sarebbero sembrati ostili se fossero stati rivelati al pubblico così come si sono svolti.

In altri casi, i negoziati privati si interrompono e una delle parti decide di rendere pubbliche le informazioni sulla potenziale offerta ritenendo che migliorerebbe la sua posizione di contrattazione. Ad esempio, gli offerenti potrebbero scegliere di rivelare le loro intenzioni al fine di esercitare pressione sugli azionisti della target. Allo stesso modo, il management della società target, potrebbe rivelare un tentativo di acquisizione per attrarre offerenti alternativi.

Poiché gli annunci pubblici di tentativi di acquisizione fanno parte delle strategie di negoziazione, il problema della distinzione tra transazioni ostili e amichevoli è complesso. Inoltre, come in ogni negoziazione, la percezione del processo può cambiare nel tempo man mano che le circostanze cambiano. Molte transazioni che sembrano ostili inizialmente danno luogo ad accordi o negoziati amichevoli<sup>20</sup>.

Per quanto riguarda la classificazione in base alle dimensioni dell'impresa oggetto dell'operazione, la letteratura è solita distinguere tra "large M&A", in riferimento ad un'operazione di fusione o di acquisizione in cui partecipi almeno un soggetto che abbia un valore dell'attivo superiore ad un miliardo di euro, a cui si contrappone la "small M&A", che invece riguarda quelle operazioni di fusioni e acquisizione caratterizzate da soggetti che hanno tutti un valore complessivo delle voci dell'attivo inferiore al miliardo di euro.

Quando invece classifichiamo le operazioni di M&A in base al paese di appartenenza delle società coinvolte nell'operazione, distinguiamo tra: "M&A Tradizionali e Conglomerati Domestici": riferendoci ad operazioni di M&A che coinvolgono soggetti appartenenti allo stesso paese d'origine; ed "M&A Tradizionali e Conglomerati Cross-Border": riferendoci ad operazioni di M&A che coinvolgono soggetti appartenenti a paesi d'origine differenti ed operando quindi in mercati geografici distinti.

Le M&A cross-border sono definite come "transazioni in cui assets di aziende che appartengono a paesi differenti sono combinate per dar vita ad una nuova entità". L'acquisizione di imprese estere preesistenti sul mercato consente all'acquirente di

---

<sup>20</sup> Schwert, G. W. (2000). Hostility in takeovers: in the eyes of the beholder?. *The Journal of Finance*, 55(6), 2599-2640.

impossessarsi di risorse, conoscenze, tecnologie, sblocchi sul mercato e vantaggi locali che prima erano dell'acquisita.

Ovviamente il fenomeno delle operazioni cross-border è direttamente connesso con lo sviluppo della globalizzazione, alle politiche di apertura adottata da sempre più governi, nella dimensione globale raggiunta dalle multinazionali; ma giocano un ruolo importante anche la crescita ininterrotta della tecnologia informatica e delle comunicazioni che ha facilitato l'integrazione economica abbattendo le barriere tempo-spazio<sup>21</sup>.

Concettualmente, le operazioni cross border avvengono per le stesse ragioni di quelle domestiche: due imprese si fonderanno quando la loro combinazione, secondo la percezione dei manager, aumenta il valore delle stesse. Tuttavia, rispetto ad operare all'interno dei confini nazionali, bisogna considerare una serie di elementi aggiuntivi che possono impedire o facilitare le fusioni. Ad esempio, differenze culturali o geografiche possono aumentare i costi della combinazione di due imprese.

Le differenze relative alla governance tra i paesi possono motivare una fusione se l'impresa combinata ha una migliore protezione per gli azionisti dell'impresa target a causa di standard di governance più elevati rispetto al paese dell'impresa acquirente. Forse ancora più importante, l'integrazione imperfetta dei mercati dei capitali tra i paesi può portare a una fusione in cui un acquirente di valore più elevato acquista un obiettivo relativamente poco costoso a seguito delle variazioni dei tassi di cambio o delle valutazioni del mercato azionario in valuta locale<sup>22</sup>.

## **1.5 LE PRINCIPALI MOTIVAZIONI**

L'obiettivo comune riscontrabile nella stragrande maggioranza delle operazioni di M&A è individuabile nella volontà di ottenere un aumento importante delle dimensioni dell'attività, di procurarsi nuove risorse e competenze e valorizzare quelle che già si

---

<sup>21</sup> Caiazza, R. (2011). *Cross-border M&A. Determinanti e fattori critici di successo* (Vol. 43). G Giappichelli Editore.

<sup>22</sup> Erel, I., Liao, R. C., & Weisbach, M. S. (2012). Determinants of cross-border mergers and acquisitions. *The Journal of finance*, 67(3), 1045-1082.



posseggono, di catturare nuovi valori, di conquistare, di conservare o di rafforzare un vantaggio competitivo<sup>23</sup>.

Tali ragioni, trovano la loro radice in corrette strategie di crescita che, come abbiamo già detto precedentemente, si realizzano attraverso la crescita per via esterna, che permette alle imprese, appunto di incrementare il loro sviluppo dimensionale. Inoltre, abbiamo già avuto modo di appurare come uno dei fattori principali sia quello temporale: le operazioni di M&A consentono alle imprese di raggiungere obiettivi di aumento di quote di mercato, accesso a canali distributivi in tempi più brevi rispetto alla soluzione interna.

Il motivo di fondo quindi è certamente la ricerca di modalità più rapide per ottenere vantaggi competitivi, quali ad esempio quote di mercato, e know-how che richiederebbero un considerevole lasso di tempo se sviluppati autonomamente. La rapidità di rafforzarsi in un mercato, di offrire nuovi servizi e prodotti, di acquisire ed integrare competenze distintive è ormai divenuta uno degli elementi chiave della strategia delle aziende, il tempo pertanto risulta essere uno dei driver chiave di una acquisizione. Ad esempio, si potrebbe voler entrare in un Mercato in cui si commercializza un prodotto innovativo senza avere la capacità di sviluppare un prodotto “in house” abbastanza velocemente per catturarne il valore economico e strategico. In quest’ultimo caso acquisire una piccola impresa con un prodotto innovativo già in fase di sviluppo può diventare la scelta più efficiente da intraprendere. Nel caso in cui invece si voglia accedere a nuove aree geografiche, potrebbero volerci molti anni per sviluppare una forza vendita locale, ma pochi mesi sarebbero necessari per acquisirla da un’altra entità.

Oltre all’obiettivo temporale, un altro obiettivo generalizzabile a tutte le operazioni di M&A è la creazione di valore, nel senso che la combinazione di due o più aziende ha successo se riesce a creare un valore superiore a quello che esse avrebbero potuto realizzare restando separate.

---

<sup>23</sup> Potito, L. (2016). Le operazioni straordinarie nell’economia delle imprese. G Giappichelli Editore

Ed è proprio la creazione di valore a rappresentare l'obiettivo principale nel compimento di un'operazione di M&A.

La creazione di valore di un'azienda si genera allorché i rendimenti che essa è in grado di esprimere sono superiori a quanto costa remunerare congruamente i capitali (mezzi propri e di terzi) ottenuti e impiegati per ottenere quei rendimenti.

In vista di tale risultato, le operazioni di M&A si compiono per due ragioni fondamentali: per accrescere il potere di mercato e per conseguire incrementi di efficienza.

Il maggior potere di mercato è presupposto per conservare le posizioni raggiunte, potenziarle, accrescere il controllo sul mercato stesso, impedire nuovi ingressi nel settore, contrastare i concorrenti, ed è mezzo per incrementare i ricavi.

Gli incrementi di efficienza producono riduzioni di costo. Questi si collegano a tutte le economie che le maggiori dimensioni consentono, in ogni area e in ogni funzione aziendale. Difatti anche l'area finanziaria trae giovamento dallo sviluppo dimensionale, in quanto l'azienda riuscirà ad ottenere maggior credito, e/o ad ottenerlo a condizioni migliori.

Le operazioni di M&A concorrono alla crescita del valore anche grazie all'abbassamento del livello del rischio aziendale che riescono a determinare.

Infine, con effetti positivi su entrambi gli obiettivi principali richiamati (potere di mercato; incrementi di efficienza), le acquisizioni e le fusioni offrono l'opportunità di potenziare e integrare le risorse di cui si dispone, nonché di arricchire e rivalutare il patrimonio di conoscenze, attraverso il combinarsi di esperienze e competenze differenti.

Sono dunque diversi i motivi per cui realizzare un'operazione di M&A.

La letteratura è solita distinguere le motivazioni oggettive (ovvero che non dipendono dalla "vision" del management) in 5 gruppi: strategiche, economiche, finanziarie, fiscali e speculative.

Le motivazioni strategiche fanno riferimento al posizionamento competitivo che caratterizzerebbe la società risultante da un'operazione di fusione o acquisizione. In questo ambito, le principali sinergie create possono trarre origine dall'aumento della

quota di mercato e dal miglioramento del posizionamento competitivo, dall'entrata in nuovi settori di attività o addirittura in nuovi mercati; dalla ri-focalizzazione del core business; dall'acquisizione di un fornitore importante o di un cliente chiave, integrando la filiera produttiva; dal miglioramento della propria immagine e della propria reputazione<sup>24</sup>.

Altre motivazioni che rientrano nel gruppo strategico sono l'elevazione delle barriere all'ingresso, l'acquisizione di talenti ed il consolidamento del brand.<sup>25</sup>

Le motivazioni economiche riguardano invece la diminuzione di costi che le operazioni di M&A possono generare. Tale riduzione, avviene attraverso lo sfruttamento delle economie di scala, delle economie di esperienza, e dalla possibilità di avvantaggiarsi delle cosiddette economie di scopo, realizzando la finalità dello sviluppo dimensionale. Le economie di scala (quelle tecnologiche e quelle di gestione) sono in grado di ridurre il costo unitario medio derivante dall'aumento della produzione/vendita. Le economie di esperienza, invece, aumentano l'efficienza e la specializzazione del fattore lavoro, abbassando i costi operativi a seguito della razionalizzazione di attività, processi e funzioni. Ed infine le economie di scopo (anche dette di gamma) sfruttano la funzionalità reciproca delle risorse, del know how e delle competenze delle aziende che partecipano all'operazione rendono possibile una significativa crescita dell'efficienza produttiva<sup>26</sup>.

Le motivazioni finanziarie riguardano i vantaggi direttamente correlati alle modificate possibilità di reperimento e/o investimento delle risorse finanziarie di cui può beneficiare la società risultante dall'operazione di M&A. Queste operazioni possono consentire la realizzazione di investimenti futuri che precedentemente erano al di fuori della portata del buyer e possono rappresentare la migliore opportunità di liquidazione del proprio investimento per i proprietari dell'impresa target. L'entrata di nuovi azionisti, in grado di apportare ulteriore capitale di rischio necessario, rappresenta dunque un'ulteriore fonte di creazione di valore. Inoltre, le operazioni di M&A

---

<sup>24</sup> Satta, G. (2017). *Strategie di crescita mediante acquisizioni nelle imprese high tech*. G Giappichelli Editore.

<sup>25</sup> D'albora, M; Tartaglia E. (2011). *M&A Mergers & Acquisitions*

<sup>26</sup> Mocciano Li Destri, A., & Picone, P. (2009). *La valutazione delle sinergie nelle operazioni di M&A*.

concorrono alla crescita del valore anche grazie all'abbassamento del livello di rischio aziendale.

L'abbassamento, difatti, comporta a sua volta la riduzione del tasso di remunerazione dei capitali occorrenti all'impresa per coprire il proprio fabbisogno finanziario, sia di quelli forniti dai terzi, sia dei mezzi propri<sup>27</sup>.

Altro gruppo di motivazioni, è quello relativo ai benefici fiscali che un'operazione di M&A può apportare.

In un'economia sempre più globalizzata e internazionale, la pianificazione fiscale risulta una variabile di estrema importanza.

Attraverso il c.d. «tax planning», infatti, un'impresa strutturata ed efficiente riesce ad ottimizzare l'incidenza del carico fiscale gravante sui redditi prodotti, sfruttando al meglio le opportunità concesse dall'ordinamento tributario nazionale e internazionale, espressamente previste dai rispettivi legislatori, muovendosi ovviamente nell'ambito della legalità<sup>28</sup>. Basti pensare alla possibilità di usufruire delle perdite pregresse di quella che era la società target/incorporata, per ridurre l'onere tributario complessivo della società acquirente/incorporante. È importante, inoltre, sottolineare come possedere liquidità in eccesso, oltre a procurare motivazioni di carattere finanziario al compimento di operazioni di M&A può consentire al buyer di ridurre la base imponibile, alleggerendo in questo modo il proprio carico fiscale. Ovviamente le accresciute dimensioni societarie possono generare ulteriori benefici fiscali, che danno la possibilità alla nuova compagine societaria di avere un rapporto di indebitamento (mezzi di terzi/mezzi propri) più elevato e, di conseguenza, di usufruire della deducibilità degli interessi passivi dal reddito imponibile in termini maggiori.

Infine, per quanto riguarda le motivazioni speculative, dobbiamo analizzare anche la possibilità che un'acquisizione aziendale sia realizzata con il solo fine speculativo, piuttosto che realizzata in ottica di lungo periodo. Potrebbero esserci differenze significative nelle aspettative del valore attuale tra gli azionisti correnti e potenziali

---

<sup>27</sup> Potito, L. (2016). *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*. G Giappichelli Editore

<sup>28</sup> Salvadeo, S., & Tedeschi, G. (2012). *Le operazioni straordinarie e la gestione dei processi di acquisizione*. IPSOA Gruppo Wolters Kluwer.

azionisti interessati ad acquistare la società. In particolare, periodi con grandi fluttuazioni economiche possono produrre queste differenze<sup>29</sup>.

### **1.5.1 MOTIVAZIONI IN BASE ALLA TIPOLOGIA DI INVESTITORI**

L'ultimo gruppo di motivazioni (le motivazioni speculative), ci fa riflettere circa quanto possano essere differenti gli obiettivi, i vincoli, i contesti aziendali di riferimento.

Si rende dunque necessario analizzare le differenti tipologie di investitori che concorrono alla realizzazione di operazioni di M&A.

In generale si possono distinguere due principali categorie di investitori:

- Investitori industriali: sono soggetti attivi nelle più diverse aree dell'industria e dei servizi. Approcciano i processi di finanza straordinaria guidati solitamente da logiche strategiche. Il loro intento, infatti, è quello di accrescere il valore dell'impresa nel medio-lungo termine.
- Investitori finanziari: in questa categoria rientrano tutti quei soggetti che nascono per gestire patrimoni attraverso investimenti nel capitale di rischio di società. Tra essi si annoverano: fondi comuni di investimento (venture capital, private equity, hedge fund) banche, finanziarie e holding di partecipazioni. Gli investitori finanziari effettuano operazioni di M&A con l'obiettivo di creare i più alti ritorni possibili sui capitali investiti da una pluralità di soggetti spesso grazie alla realizzazione di un capital gain.

Queste due categorie di soggetti sono caratterizzate da diversi obiettivi e modalità di intervento.

Gli obiettivi in fase di investimento (buy-side) per gli investitori industriali, sono di carattere strategico, tipicamente riconducibili allo sviluppo di sinergie,

---

<sup>29</sup> Ali-Yrkkö, J. (2002). *Mergers and acquisitions: Reason and results* (No. 792). ETLA Discussion papers.

all'ampliamento della gamma di prodotto, all'ingresso in nuovi settori e alla crescita del vantaggio competitivo.

Viceversa, per gli investitori finanziari gli obiettivi in fase di investimento sono riconducibili alla ricerca di interessanti ritorni sul capitale al momento della cessione delle quote di partecipazione. La selezione dell'investimento è dunque focalizzata su valutazioni legate all'investimento necessario per l'ingresso nel capitale, nell'evoluzione del valore della società e possibile valore di cessione della partecipazione al termine del periodo di investimento (exit).

Le stesse motivazioni animano gli investitori finanziari nella fase di disinvestimento (sell-side). La decisione di disinvestire è basata su riflessioni legate ai ritorni sul capitale investito e all'holding period della partecipazione. Difatti l'investitore finanziario è un'azionista temporaneo nella società.

Diverse sono, invece, le motivazioni prese dagli investitori industriali. La decisione di disinvestimento è spesso legata a situazioni contingenti, quali ad esempio la mancanza di liquidità o problemi di successione, ed è comunque collegata ad una volontà di abbandonare l'attività. Mentre è più frequente per le società quotate, o public company, che la decisione di disinvestire sia dovuta al fatto che si considera un ramo aziendale o una partecipata non strategica, ovvero per far fronte a necessità finanziarie<sup>30</sup>.

## **1.5.2 MOTIVAZIONI A CEDERE LE AZIENDE**

Non sono rari i casi in cui il processo di M&A venga attivato dai soci di una impresa, che decidono di porre sul mercato una quota di partecipazione che può variare da una minoranza alla totalità del capitale sociale.

Come si analizzava nel paragrafo precedente, le cessioni di aziende possono anch'esse corrispondere a precisi e razionali programmi strategici generatori o di recupero di valore. Le motivazioni a cedere intere aziende o rami aziendali possono essere giustificate da una loro debole posizione competitiva, dall'essere generatrici di perdite

---

<sup>30</sup> Dallocchio, M., Lucchini, G., & Scarpelli, M. (2015). Mergers & acquisitions.

o dal non essere più compatibili con il business del cedente. Una società quotata o una public company (e in ogni caso una qualsiasi azienda di grandi dimensioni) può trovare conveniente cedere determinate sezioni o unità, in quanto divenute non più strategicamente inquadrabili nel contesto generale, o non più accordabili con i nuovi orientamenti prescelti.

La cessione d'azienda può essere attuata abbandonando prontamente segmenti o aree d'affari prospettanti un declino, al fine di investire in altri che, viceversa, manifestano un potenziale di crescita. In questo caso, la cessione deve essere effettuata tempestivamente, ossia quando si intravedono i primi segnali di decadimento del settore, al fine di trarne il massimo vantaggio.

Talvolta la motivazione del cedente è realizzare liquidità di cui fortemente ha bisogno l'impresa per ridurre un insostenibile indebitamento o per poter effettuare altri investimenti non procrastinabili o, anche, per esigenze legate a ragioni estranee all'impresa<sup>31</sup>.

Ulteriori motivazioni possono osservarsi se si guarda ad imprenditori medio piccoli. Il cedente può trovarsi a voler cedere semplicemente per motivi personali, come ad esempio aver perso ogni energia decisionale; egli potrebbe anche riconoscersi ormai perdente nei rapporti competitivi e ritenere che solo affidando ad altri la proprietà e la gestione dell'azienda possa tentare di salvaguardare il nome e il patrimonio conquistati negli anni.

Può verificarsi inoltre, che vi siano insanabili contrasti tra i soci di un'impresa, che rendano la gestione della stessa impossibile, o priva di un indirizzo unitario.

Nei casi in cui l'impresa si trovi in crisi, oltre quanto già evidenziato precedentemente relativo al "distressed" M&A, può avvenire che la motivazione a cedere provenga dai creditori sociali.

Il peso che i creditori hanno sugli azionisti, specialmente nei casi dove la crisi è particolarmente radicata, porta questi ultimi a cercare potenziali investitori o acquirenti.

---

<sup>31</sup> Potito, L. (2016). Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese. G Giappichelli Editore

La vendita degli asset, infatti rappresenta senza dubbio la soluzione che può garantire alla società in difficoltà, in un arco di tempo relativamente breve, liquidità da utilizzare per saldare i debiti di diversa natura.

Da un punto di vista sell-side di solito si preferiscono operazioni di cessione di quote, in modo da non doversi sobbarcare il peso del debito anche dopo l'operazione.

### **1.5.3 BRAMOSIA DEL MANAGEMENT**

Altra motivazione può essere ricercata analizzando gli incentivi ai managers.

La crescita delle dimensioni aziendali è apportatrice di maggior prestigio, potere e di più elevati compensi. Difatti, questi vantaggi sono spesso positivamente correlati alle maggiori dimensioni dell'azienda e al tasso di crescita delle vendite. Perseguendo ciò, i managers favorirebbero le operazioni di acquisizione e fusione (le quali ovviamente costituiscono mezzi di crescita molto più rapidi rispetto all'espansione interna), che nel lungo termine andrebbero a ridurre, se non ad inficiare, il valore del complesso aziendale. In questa tematica si parla di over-diversificazione e over-enfatizzazione sugli obiettivi di crescita o più semplicemente di cattive decisioni d'acquisto<sup>32</sup>.

Sullo sfondo di tale motivazione, vi è il problema di agenzia (agency problem), che viene a crearsi allorquando la proprietà e la gestione dell'azienda vengono separate.<sup>33</sup>

In siffatta situazione i manager potrebbero massimizzare la propria ricchezza a discapito degli azionisti. Ricercando appunto i propri interessi, i managers potrebbero far crescere l'impresa oltre il "size" ottimale; quando questa crescita si rileva sproporzionata per le capacità dell'impresa, nasce il conflitto di interesse tra manager e shareholders<sup>34</sup>.

---

<sup>32</sup> Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions?. *The Journal of Finance*, 45(1), 31-48.

<sup>33</sup> : DePamphilis, D. (2019). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. Academic Press.

<sup>34</sup> Ali-Yrkkö, Jyrki (2002) : Mergers and acquisitions: Reason and results, ETLA Discussion Papers, No. 792, The Research Institute of the Finnish Economy (ETLA), Helsinki



In aggiunta, può anche essere presente nell'animo dei managers il proposito di rendere, con le operazioni di M&A, più difficile l'eventualità che si pongano in atto scalate delle proprie imprese, con la probabile conseguenza di perderne il controllo.

#### **1.5.4 SOLLECITAZIONI ESTERNE**

Può accadere che i manager, o imprenditori aziendali, decidano di mettere in atto delle operazioni di M&A, senza un'avveduta e razionale valutazione della convenienza e soprattutto degli esiti dell'operazione, solo perché soggiacciono a sollecitazioni da parte di intermediari presenti sul mercato (banche d'affari per esempio), i quali sono poi i soli soggetti che creano valore, ma per sé stessi.

Anche spinte politiche o semplicemente emotive possono spiegare talvolta le acquisizioni. Alcuni responsabili di imprese giungono a drammatizzare nel loro animo il timore di essere superati dai concorrenti nelle dimensioni delle strutture gestite o nell'offerta dei prodotti. Altri intendono semplicemente conformarsi a un diffuso comportamento orientato verso le operazioni di M&A, che in certi periodi si va affermando nel settore di appartenenza (come nel caso della III ondata di M&A).

Per le imprese quotate tale pressione può essere tanto forte da non concedere margini per una realizzazione di un piano di aggregazione che sia organico e gestito in maniera coerente in tutte le sue fasi.

Le ragioni emotive ora ricordate, se finiscono per costituire l'unica motivazione o semplicemente prevalgono sugli interessi dell'azienda in sé e sulle finalità di preservarne e/o di accrescerne il valore, conducono presto o tardi a rilevare tutte le conseguenze negative tipiche di uno sviluppo patologico e perseguito in modo distorto. E lo stesso può affermarsi per gli acquisti che vengono attuati senza alcuna prospettiva strategicamente vincente, ma soltanto per assicurare una temporanea sopravvivenza a imprese non più in grado di competere efficacemente sul mercato.

Convogliare il bisogno e le pressioni per la crescita, assecondando il buon senso ed una visione strategica di fondo, appare dunque la scelta migliore nel caso in cui si abbiano le risorse per operare sul fronte M&A.

### **1.5.5 MARKET TIMING**

Un ulteriore fattore rilevante ha a che fare con il market timing. In alcune fasi di andamento particolarmente favorevole degli affari, di espansione economica (come avvenne prima della crisi finanziaria iniziata nel 2007), o in occasione di eventi straordinari (per esempio, una dismissione di un certo rilievo), le imprese tendono ad essere particolarmente attive sul fronte delle operazioni di acquisizione e fusione. Questo avviene perché si sono venute a creare liquidità eccedenti le correnti necessità e che non si è ritenuto conveniente tenere disinvestite, magari conservandole in vista di uno sviluppo futuro dell'attività fino ad allora condotta, oppure può accadere che i managers credano di essere in possesso di azioni sopravvalutate, decidendo di scambiarle con degli assets reali. Inoltre, vi può essere la possibilità che in alcuni momenti sul mercato si presentino allettanti occasioni di acquisto, che si ritiene insensato lasciar perdere. In tutti questi casi non è l'avvertito bisogno di un processo di crescita che spinge all'acquisto, quanto piuttosto la particolare convenienza o la facilità di concludere un acquisto, che spingono poi a prospettare un'opportunità di crescita, invertendo dunque le fasi logiche che dovrebbero essere seguite in decisioni di questo tipo.

### **1.5.6 ACQUISIZIONI SENZA INTEGRAZIONE**

Le acquisizioni che consistono nel passaggio di partecipazioni, rappresentanti la totalità del capitale della cedente o quote di maggioranza, sono quelle nelle quali il processo di integrazione può successivamente avvenire o meno.

L'acquisizione senza integrazione è tipicamente presente negli acquisti di natura speculativa e finanziaria, in cui la finalità dell'acquisto è quella di procedere a una successiva rivendita delle imprese acquisite.

In alcuni casi, le motivazioni del compimento dell'operazione non sono riferibili ai casi precedentemente analizzati, bensì al conseguire la proprietà totale o il controllo di un'impresa, alla quale s'intende lasciare ampia autonomia. Di regola l'acquisto avviene da parte di una holding che attraverso di esso intende arricchire e migliorare il proprio portafoglio di partecipazioni. Tale portafoglio si accresce e migliora proprio attraverso nuove acquisizioni: di unità strategiche di affari, di rami aziendali, di linee di prodotto, di marchi e così via.

Altre volte, l'acquisto è già in partenza finalizzato a conservare l'autonomia dell'impresa acquisita, indipendentemente dal fatto che l'acquirente sia o meno una holding, in quanto si perviene al convincimento che i vantaggi competitivi possano essere danneggiati per effetto dell'integrazione. Ciò può accadere anche in relazione alla salvaguardia dell'identità e dell'immagine delle singole aziende.

Non sono da sottovalutare, le motivazioni relative al conseguimento di "economie di integrazione manageriale", nelle quali si realizzano i benefici a seguito di una sostituzione del top management della target con i dirigenti dell'acquirente, i quali sono in grado di gestire l'impresa acquisita con competenze ritenute più appropriate alle potenzialità che a tale impresa si riconoscono e che sono all'origine della decisione di acquisto<sup>35</sup>.

Non è inusuale inoltre, che la motivazione sottostante all'acquisto sia l'eliminazione di un concorrente: assorbendo una realtà concorrente, l'impresa rafforza la sua presenza sul mercato, avendo anche la possibilità di sostenere il "pricing", prima insidiato dall'azienda acquisita. Così come non di rado la motivazione è riferibile all'elevazione della barriera d'ingresso: vi sono settori, dove la barriera d'ingresso è bassa, con la possibilità di affollamento di dealers. Acquisire un'altra azienda può

---

<sup>35</sup> Potito, L. (2016). *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*. G Giappichelli Editore

significare portare sù il livello della barriera e rendere difficile l'ingresso a nuovi operatori (newcomers)<sup>36</sup>.

## **1.6 EVOLUZIONE DEL MERCATO DELLE MERGERS AND ACQUISITIONS**

Nel corso degli ultimi anni, le fusioni e le acquisizioni realizzatesi hanno raggiunto risultati sorprendenti, soprattutto perchè avvenute nonostante il perdurare della crisi finanziaria. Difatti l'attività di M&A rappresenta un elemento chiave della strategia d'impresa per creare valore, mantenere e ottenere vantaggi competitivi.

L'intensa attività del mercato delle Mergers & Acquisitions registratasi dopo la crisi finanziaria del 2008, ha indotto diversi esperti ad ipotizzare una nuova ondata di M&A. Tuttavia, l'arrivo della recente crisi causata dal Covid-19 potrebbe rivelare tale ipotesi incerta, essendosi il mercato delle M&A allineato alla recessione economica.

Prima di evidenziare l'andamento del suddetto mercato negli ultimi anni, mi sembra doveroso effettuare un excursus storico relativo al mercato delle Mergers & Acquisitions, concentrando l'analisi agli anni più recenti nell'ultimo capitolo.

L'attività di M&A si manifesta a "ondate" casuali, le quali dimostrano di non avere alcuna regolarità sia in termini di durata che di dimensione<sup>37</sup>. Ciò ha portato alla formulazione delle "mergers waves". Quando appunto in gergo si parla di merger waves, si usa distinguere tra cinque o sei ondate di acquisizioni e fusioni, a seconda degli autori. La durata, così come i fattori scatenanti, di un'ondata tendono ad essere specifici per ogni periodo, mentre la fine delle varie M&A waves è storicamente dovuta o a guerre imminenti o all'inizio di una fase recessiva del ciclo economico.

Ad oggi non esiste una teoria universalmente accettata riguardo le varie ondate susseguitesi nel tempo, seppur si riscontri la presenza di fattori specifici d'impresa che

---

<sup>36</sup> D'albora, M; Tartaglia E. (2011). *M&A Mergers & Acquisitions*

<sup>37</sup> Bruner, R. F., & Perella, J. R. (2004). *Applied mergers and acquisitions* (Vol. 173). John Wiley & Sons.

la innescano, con industrie differenti che incrementano la loro attività nel settore in specifici periodi e a seconda dell'appartenenza.

Secondo DePamphilis<sup>38</sup>, con il termine *mergers waves* si fa riferimento principalmente a due filoni di pensiero.

Il primo vede nelle *merger waves* la reazione delle imprese a shock che possono accadere nei settori in cui operano, come ad esempio: la deregolamentazione, l'emergere di nuove tecnologie, la nascita di nuovi canali di distribuzione o di prodotti sostitutivi, oppure un aumento sostenuto dei prezzi delle materie prime.

Il secondo filone di pensiero si basa sulla sopravvalutazione delle azioni che i manager utilizzano per acquisire attività di imprese sottovalutate.

L'evidenza empirica, tuttavia, sembra propendere di più per la prima teoria, quella degli shock dei settori.<sup>39</sup>

Bruner, individua oltre a queste due teorie, altre motivazioni che potrebbero giustificare la formazione delle *merger waves*, tra le quali: l'orgoglio dei manager, l'ossessione di seguire l'andamento dei mercati, i costi di agenzia e, infine, la tendenza alla creazione di monopoli o oligopoli collusivi.

#### - PRIMA ONDATA 1896-1903

La prima ondata, avvenuta tra il 1896 e il 1903 è stata caratterizzata per lo più da fusioni orizzontali (figura 3 e figura 4). In questo primo ciclo – strettamente legato allo sviluppo di nuovi settori come l'elettricità, la chimica, il petrolio e i trasporti – il panorama è stato dominato da operazioni di tipo orizzontale, favorite dal periodo di crescita economica e di abbondanza di capitali. Questa fase ha rappresentato essenzialmente il riflesso della rivoluzione industriale, che ha permesso lo sfruttamento delle economie di scala. Questa ondata è stata anche definita “*merger for monopoly*”, in quanto è stata caratterizzata dal consolidamento delle grandi imprese nel settore manifatturiero ed estrattivo, con la costruzione di grandi monopoli e di grandissime

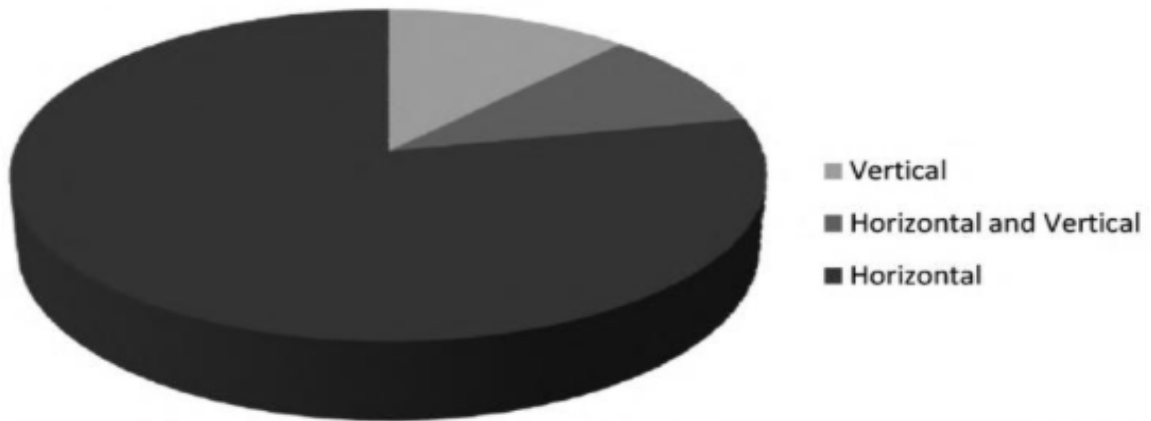
---

<sup>38</sup> DePamphilis, D. (2019). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. Academic Press

<sup>39</sup> Dallochio, M., Lucchini, G., & Scarpelli, M. (2015). *Mergers & acquisitions*.

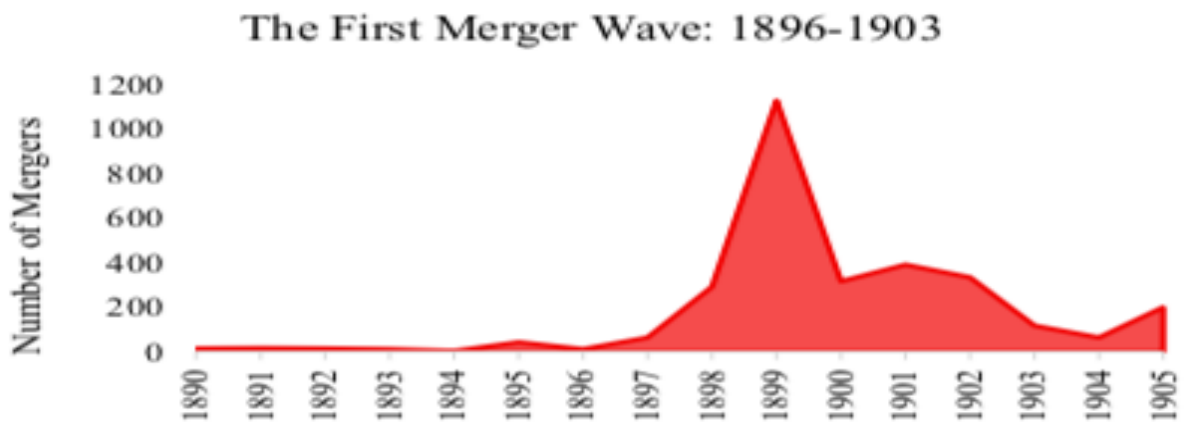
imprese industriali, come la General Electric, Standard Oil, American Tobacco e DuPont<sup>40</sup>.

Figura 3



Fonte: Nelson, 1959 and Neil Flighstein, *The Trasformation of Corporate Control* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 1990), p 72.

Figura 4



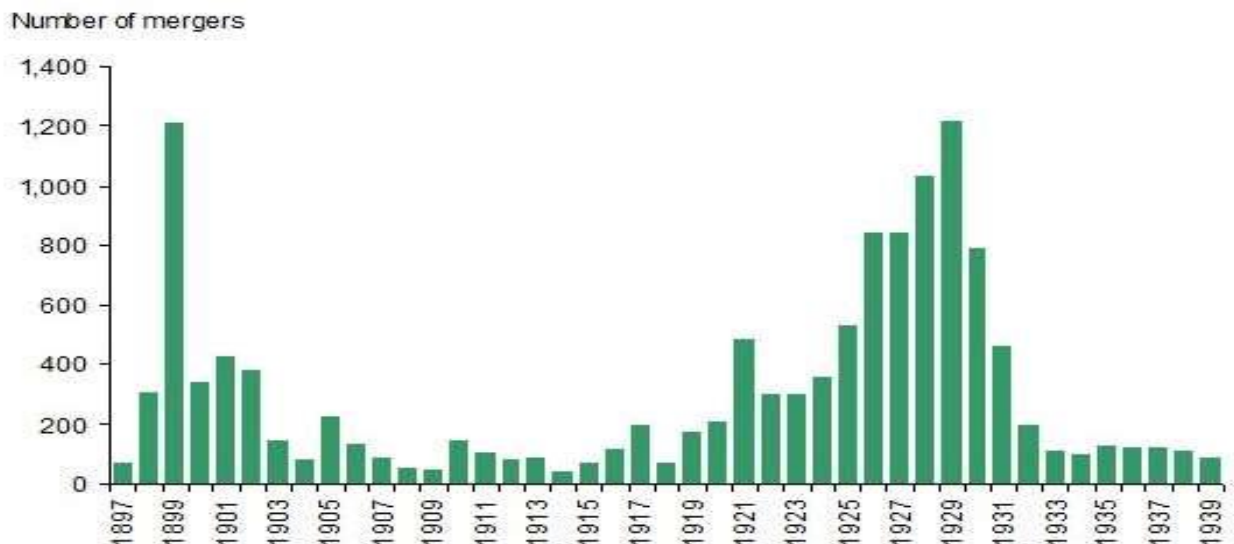
Fonte: Ching, Katherine, "What Drives Merger Waves? A Study of the Seven Historical Merger Waves in the U.S." (2019). Scripps Senior Theses. 1294.

- SECONDA ONDATA 1916-1929

<sup>40</sup> Gaughan, P. A. (2010). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. John Wiley & Sons.

La seconda ondata è iniziata nel 1916 e ha avuto conclusione il celebre “black Thursday” del 29 ottobre 1929. La seconda “merger wave” è stata contraddistinta da un consolidamento delle operazioni intraprese nell’onda precedente. La finalità essenziale era il rafforzamento degli oligopoli (per questo motivo si parla di merger for oligopoly), indeboliti durante la Prima Guerra Mondiale, con lo sviluppo di operazioni (di fusione ed acquisizione) soprattutto verticali, attraverso le quali sono nate holding companies come General Motors e IBM. Quindi così come la prima ondata è stata caratterizzata dalle operazioni di M&A di tipo orizzontale, in questa seconda le operazioni verticali e conglomerali sono state prevalenti.

Figura 5 Numero di M&A nella prima e seconda ondata



Fonte: (The Economist, 2012)

#### - TERZA ONDATA 1965-1969

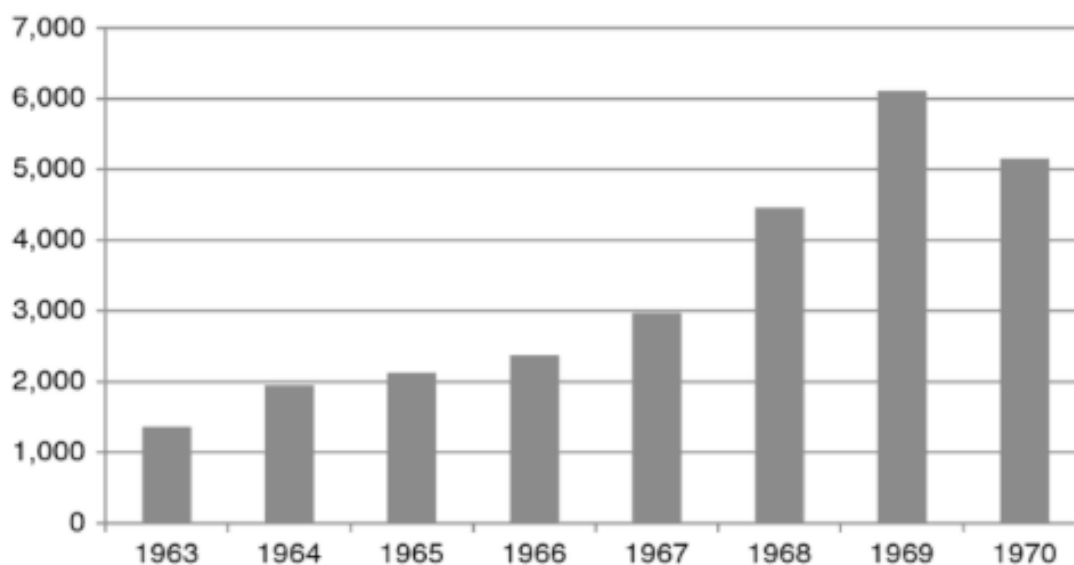
Il boom economico degli anni Sessanta, caratterizzato da una notevole prosperità economica, ha dato avvio alla terza ondata, tant’è che si è registrato il più alto numero di operazioni di M&A nella storia americana. La tipologia più frequentemente praticata era di tipo conglomerale, ciò in conseguenza del fatto che in quel periodo storico la maggior parte delle grandi corporations aveva scoperto l’importanza della diversificazione dei business, che portava ad una riduzione del rischio complessivo e una maggior volatilità del cash flow e a una risposta alle forti restrizioni antitrust nei

confronti delle operazioni di M&A verticali ed orizzontali. In aggiunta, le acquisizioni finanziate da azioni, erano sembrate un modo "indolore" per aumentare l'utile per azione senza incorrere in maggiori oneri fiscali. Per questo motivo, gli acquisti finanziati con azioni avevano un vantaggio rispetto alle transazioni in contanti, soggette a tassazione<sup>41</sup>.

In Europa invece, furono attuate principalmente operazioni orizzontali.

Nonostante l'evoluzione del sistema economico mondiale e la ferrea volontà delle imprese nell'implementare strategie di diversificazione, la maggior parte delle acquisizioni conglomerali registrò risultati fortemente negativi, non raggiungendo mai quelli prefissati e desiderati. Per questa ragione alla fine degli anni '60 la spinta alla conglomerizzazione cessò. La fine della terza ondata di M&A può essere anche notata dal "decline" dell'indice P/E (Rapporto prezzo-utili) (figura 7). Inoltre, la performance negativa registrata dalle operazioni conglomerali ha dato avvio ai takeovers ostili degli anni '80<sup>42</sup>.

Figura 6: Terza ondata di M&A



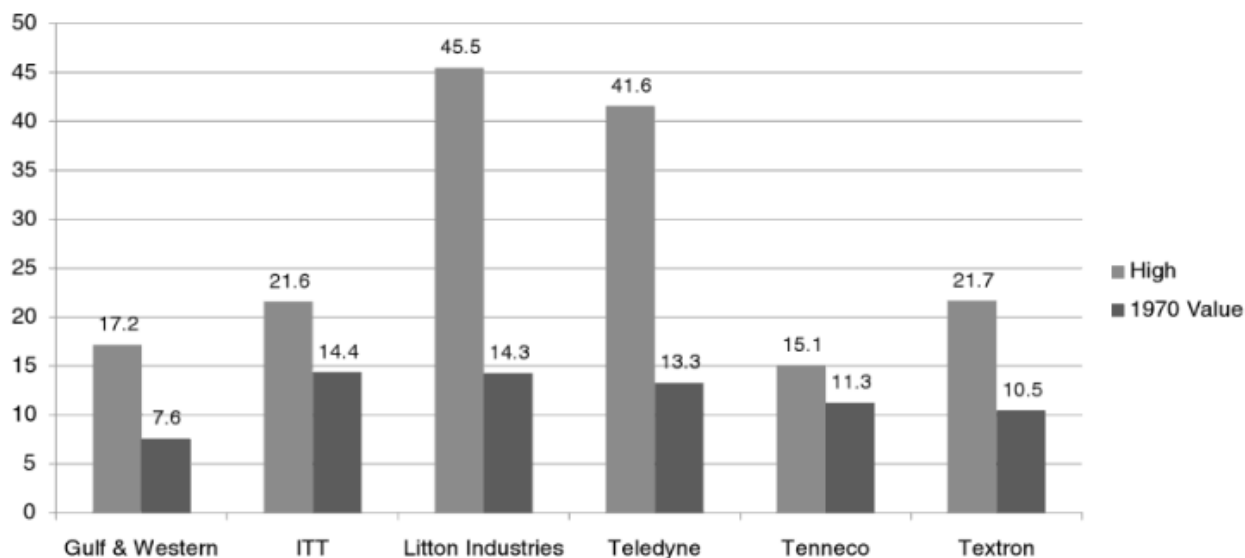
Fonte: Gaughan, P. A. (2010). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. John Wiley & Sons.

<sup>41</sup> Gaughan, P. A. (2010). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. John Wiley & Sons.

<sup>42</sup> Caiazza, R. (2011). *Cross-border M&A. Determinanti e fattori critici di successo* (Vol. 43). G Giappichelli Editore.



Figura 7:P/E ratio 1960, 1970:



Fonte: Peter O. Steiner, *Mergers: Motives, Effect and Policies* (Ann Arbor: University of Michigan Press, 1975), p.104

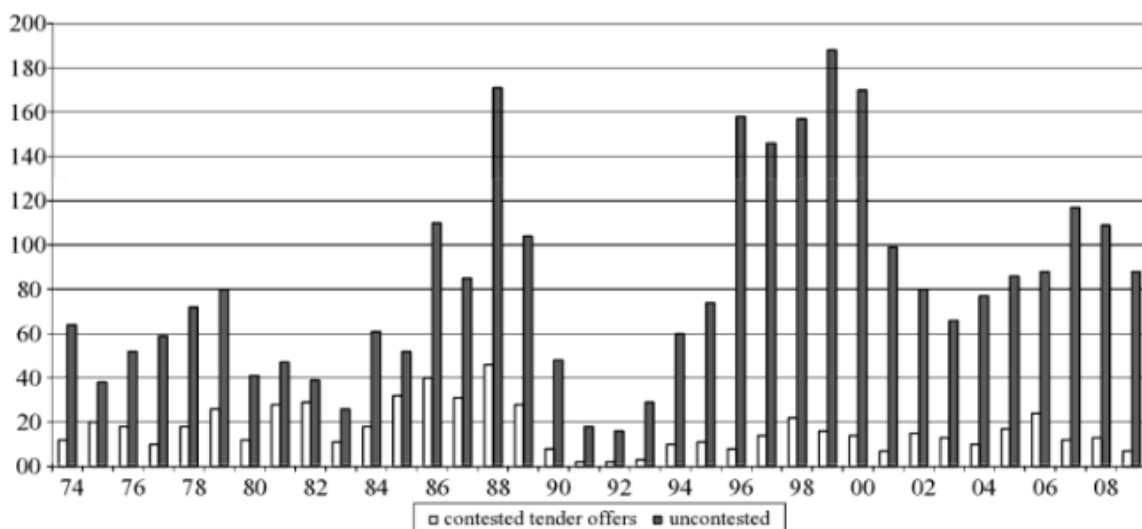
#### - QUARTA ONDATA 1981-1989

Durante questo periodo si pongono le basi per eliminare le inefficienze derivanti dall'opzione 'conglomerale', messa in atto tra il 1965 e il 1969. Durante questo periodo storico la maggior parte delle operazioni di M&A era rappresentata da take-over ostili, (figura 8), frutto dei risultati negativi registrati nella fase precedente, in cui l'industria americana ha vissuto un periodo di crisi, dovuto al drastico calo della domanda e influenzata anche da operazioni di carattere speculativo, attuate da parte dei cosiddetti corporate raider. Una particolarità è data dalla dimensione media delle transazioni, in questa ondata molto più elevata.

Le fusioni della quarta ondata furono prevalentemente congeneri e più grandi rispetto a quelle dei periodi precedenti, collocandosi nel range del miliardo di Dollari e caratterizzandosi per un ampio utilizzo del debito (leveraged takeovers), che permise anche ad imprese di piccole dimensioni di mirare all'acquisto di società maggiori. A Wall Street divenne di uso comune il termine leveraged buy-out (LBO), operazione che consente l'acquisto delle azioni di una società quotata da parte di investitori (o di manager, denominandosi in tal caso management buyout, MBO), con finanziamenti concessi in larga parte da banche di investimento e garantiti spesso dai beni stessi della società target (figura 9).

Durante questa fase le operazioni di fusione e di acquisizione hanno iniziato ad avere un ruolo importante anche sul territorio europeo. I settori maggiormente toccati da tale ondata furono in primis il settore dell'ICT (Information and Communication Technology) e dei media, seguiti più tardi dal settore petrolifero, della chimica e dei beni di lusso. Di qui le imprese hanno iniziato una serie di interventi di ristrutturazione – come i disinvestimenti da quelle aree strategiche d'affari distanti dal core business – e anche l'utilizzo della liquidità per consolidare una o poche aree strategiche d'affari<sup>43</sup>. Dopo il 1989, soprattutto a causa di un'altra crisi del mercato azionario, il volume e l'intensità delle operazioni di M&A vanno scemando e anche la quarta ondata di M&A può dirsi conclusa.

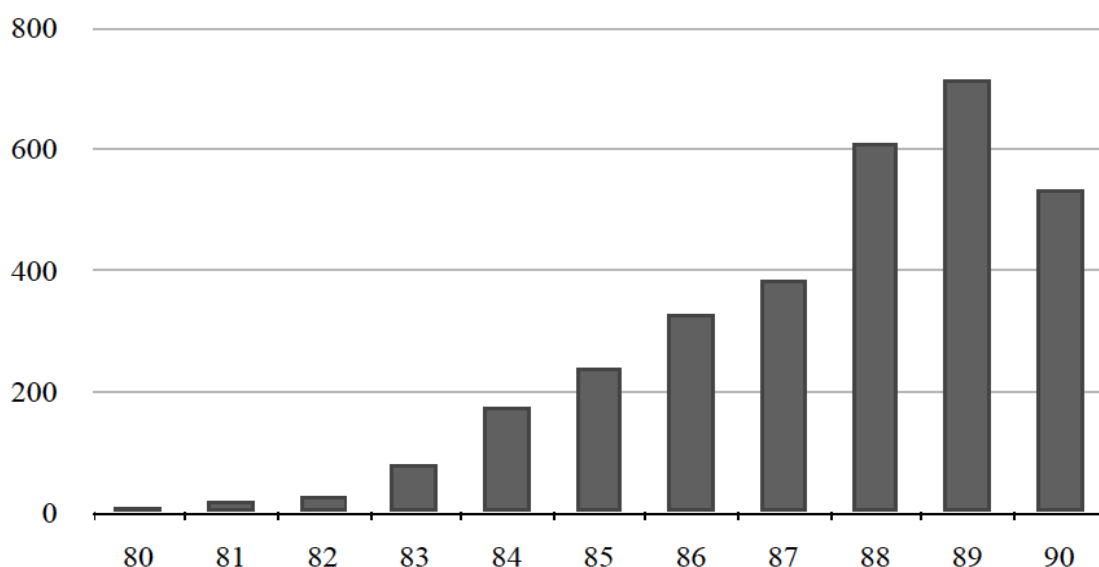
Figura 8: presenza di operazioni ostili (contested)



<sup>43</sup> Caiazza, R. (2011). *Cross-border M&A. Determinanti e fattori critici di successo* (Vol. 43). G Giappichelli Editore.

Fonte: Gaughan, P. A. (2010). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. John Wiley & Sons.

Figura 9: Numero di LBO a livello mondiale tra il 1980 e il 1990



Fonte: Gaughan, P. A. (2010). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. John Wiley & Sons.

#### QUINTA ONDATA 1992-2000

Questa ondata è stata caratterizzata dallo sviluppo dell'internazionalizzazione, legato al processo di globalizzazione, che porta ad un'apertura dei mercati e alla deregolamentazione, aprendo gli ex monopoli nazionali alla concorrenza internazionale.<sup>44</sup> La globalizzazione dei mercati favorisce l'aumento numerico dei deals cross-border: per restare al passo con la crescita globale, le varie organizzazioni ricercano al di fuori dei confini domestici imprese target cui proporre acquisizioni e/o fusioni (figura 10). Si assiste in questo periodo alla stipula di alcuni 'mega deals' che sarebbero stati impensabili nei periodi precedenti. Difatti questo periodo viene ricordato come l'ondata della "Megamerger", proprio per l'altissimo numero di operazioni avvenute e per l'origine di aziende di dimensioni globali, legate anche al fenomeno delle privatizzazioni. Appartengono inoltre a questa ondata grosse operazioni quali McDonnell Douglas, Chrysler e Daimler Benz, che, oltre ad interessare

<sup>44</sup> Kleinert, J., & Klodt, H. (2002). *Causes and consequences of merger waves* (No. 1092). Kiel Working Paper.

imprese di dimensioni globali, rimangono imprese per il valore con cui sono stati raggiunti gli accordi (quasi la totalità dei maggiori accordi societari di tutti i tempi sono stati raggiunti in questa ondata). Ben sei delle dieci maggiori operazioni di M&A di tutti i tempi si sono concluse nel suddetto periodo, in particolare tra il 1998 e il 2001 (tabella1).

In questo periodo la natura delle fusioni è prevalentemente amichevole (friendly takeovers), mentre la fonte principe cui attingere per finanziare le acquisizioni è l'equity. Le attività di M&A prendono piede anche nell'Europa continentale, laddove si raggiungono le soglie quantitative ed il dinamismo sperimentati nel mercato statunitense.

Durante la quinta ondata le operazioni di M&A sono divenute lo strumento più rapido e semplice per la realizzazione di strategie di crescita, grazie alla globalizzazione dei mercati, alla forte innovazione tecnologica e al ciclo di vita dei prodotti sempre più breve<sup>45</sup>.

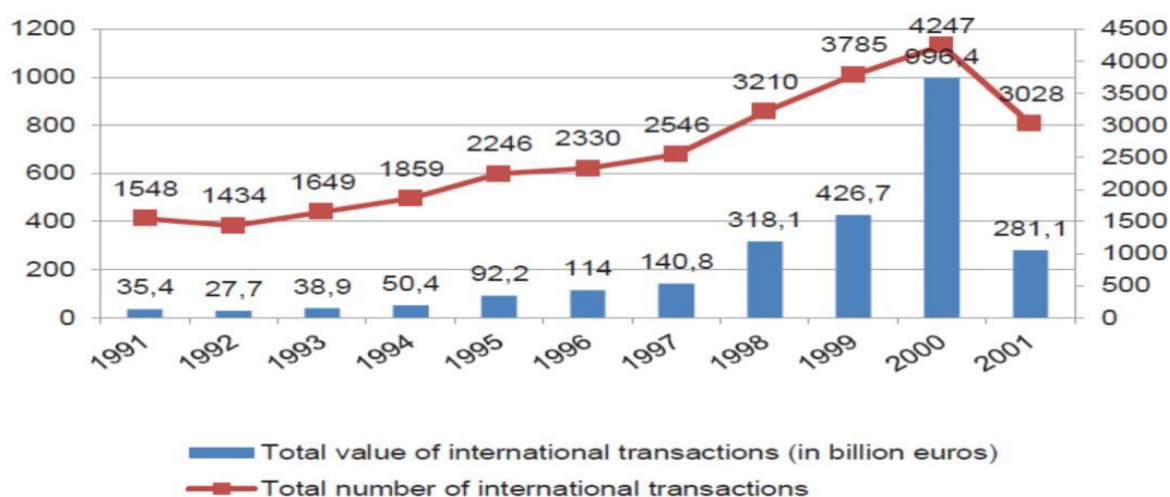
L'inizio del nuovo millennio, lo scoppio della bolla dot-cum, la caduta del NASDAQ e l'inasprimento degli standard bancari sull'emissione di credito, hanno portato alla fine della quinta ondata di M&A<sup>46</sup>.

---

<sup>45</sup> Gaughan, P. A. (2010). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. John Wiley & Sons

<sup>46</sup> Hill, C. A., & Solomon, S. D. (Eds.). (2016). *Research Handbook on Mergers and Acquisitions*. Edward Elgar Publishing.

Figura 10: evoluzione del numero e del valore delle M&A a livello internazionale nel periodo 1991-2001



Fonte:

(adattamento da Commissione Europea, 'Fusions et Acquisitions', Economie Européene, Supplément A, DGAEF)

Tabella 1: The 10 largest M&A deals of all time

Rank	Year	Bidder	Target	Industry	Value (bil USD)
1	2000	Vodafone AirTouch Plc (UK)	Mannesmann AG (Germany)	TLC	202.8
2	2001	America Online Inc (USA)	Time Warner (USA)	Media & Entertainment	164.7
3	2008	Altria Group Inc (USA)	Philip Morris Intl Inc (USA)	Tobacco	107.6
4	2007	RFS Holdings BV (Netherlands)	ABN-AMRO Holding NV (Netherlands)	Banks	98.2
5	2000	Pfizer Inc (USA)	Warner-Lambert Co (USA)	Pharma	89.2
6	1999	Exxon Corp (USA)	Mobil Corp (USA)	Oil & Gas	78.9
7	2000	Glaxo Wellcome Plc (UK)	SmithKline Beecham Plc (UK)	Pharma	76.0
8	2005	Royal Dutch Petroleum Co (Netherlands)	Shell Transport & Trading Co Plc (UK)	Oil & Gas	74.6
9	2006	AT&T Inc (USA)	BellSouth Corp (USA)	TLC	72.7
10	1998	Travelers Group Inc (USA)	Citicorp (USA)	Banks, Insurance	72.6

Fonte: Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA)

## SESTA ONDATA 2003-2007

La sesta ondata (2003-2007) ha avuto come sfondo l'affermarsi della globalizzazione, dei derivati, la ripresa del leverage e l'esplosione del fenomeno private equity.

Il picco massimo per le operazioni di M&A a livello globale è stato proprio nel 2007, quando il numero totale di offerte annunciate in tutto il mondo ha raggiunto quota 50.000.

Tale ondata è stata caratterizzata dalle cosiddette operazioni di M&A di natura cross-border o mega-mergers di tipo orizzontali, infatti queste operazioni sono state la risposta all'integrazione dei mercati, all'esigenza di consolidare il core business tramite l'unione con i propri competitor, alla maggiore dimensione delle operazioni, al sempre più crescente ruolo degli investitori istituzionali e all'ingresso di operatori provenienti da paesi in via di sviluppo, che nelle precedenti ondate erano rimasti fuori dalla competizione globale perché emergenti, come la Cina, l'India ed il Brasile.<sup>47</sup>

Vi fu un sensibile aumento degli accordi cross border anche in Europa e in Asia coinvolgendo diversi settori quali l'energetico, il finanziario, il farmaceutico, l'high-tech, e le telecomunicazioni.

Nel luglio del 2007 ha inizio la crisi finanziaria e le radici sono da ritrovare nello scoppio della bolla speculativa del settore immobiliare negli Stati Uniti con le società coinvolte direttamente nella costruzione delle abitazioni e nella concessione dei mutui. La crisi ha continuato a manifestarsi in tutta la sua gravità nel corso del 2008, toccando l'apice a settembre con il fallimento dell'investment bank Lehman Brothers, che ha di fatto dato il via alla crisi finanziaria.

Si sono interrotte e rallentate varie attività su molti comparti del mercato finanziario statunitense, seguito a ruota dall'Europa occidentale, causando un significativo rallentamento dei processi di M&A fra le imprese. La crisi finanziaria infatti ha avuto delle ripercussioni sulle attività di M&A ed ha continuato ad avere un effetto negativo sul mercato e sulla riduzione del valore delle operazioni.

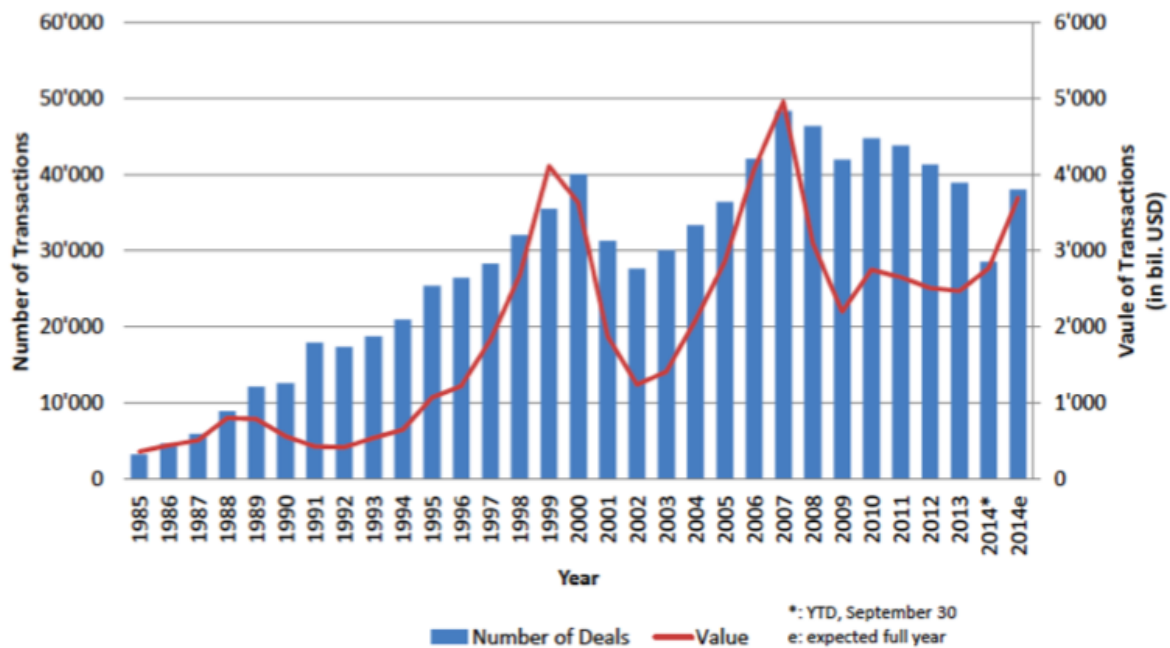
Tale crisi ha chiuso definitivamente la sesta ed ultima merger wave.

---

<sup>47</sup> Hill, C. A., & Solomon, S. D. (Eds.). (2016). *Research Handbook on Mergers and Acquisitions*. Edward Elgar Publishing.

È utile fare un confronto tra questa recessione e quelle precedenti, ovvero quella del 2002 e del 1992. Nel 2002 le offerte annunciate scesero ben al di sotto di 30.000, tuttavia, nei cinque anni successivi, si è verificato un incredibile aumento in termini di operazioni annunciate. Lo stesso si può dire per la recessione del 1992, cui seguono ben otto anni consecutivi di crescita per quanto riguarda il numero di operazioni concluse.<sup>48</sup>

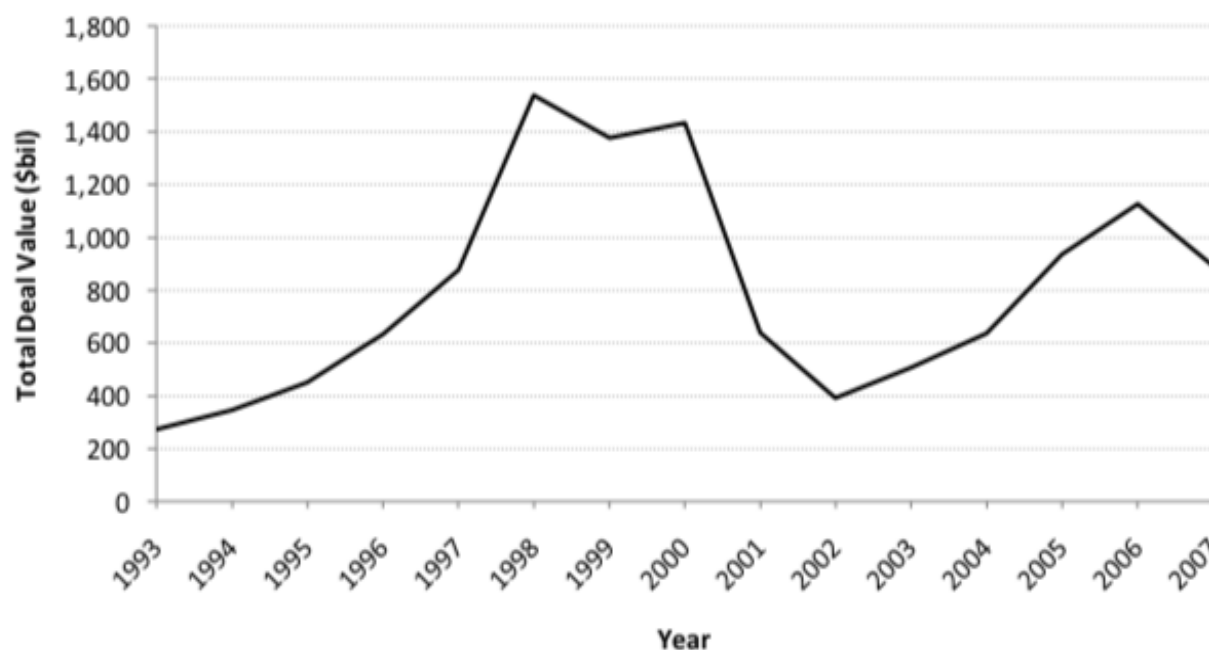
Figura 11: Announced Mergers and Acquisitions: Worldwide, 1985-2014e



Fonte: Thomson Financial, Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) analysis

<sup>48</sup> Dallochio, M., Lucchini, G., & Scarpelli, M. (2015). Mergers & acquisitions

Figura 12: Numero di M&A nella quinta e sesta ondata



Fonte: Alexandridis, G., Mavrovitis, C. F., & Travlos, N. G. (2012). How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave. *The European Journal of Finance*, 18(8), 663-688.

Tabella 2: caratteristiche delle mergers waves

<b>ONDATA</b>	<b>PERIODO</b>	<b>CARATTERISTICHE</b>
PRIMA ONDATA	1896-1903	“Merger for monopoly” consolidamento grandi imprese. Fusioni orizzontali, periodo di crescita economica e abbondanza di capitali.
SECONDA ONDATA	1916-1929	“Merger for oligopoly” rafforzamento oligopoli indeboliti durante WW1. Operazioni verticali, mercato in espansione fino al 29’.
TERZA ONDATA	1965-1969	Boom economico, operazioni di tipo conglomerale, diversificando i business.
QUARTA ONDATA	1981-1989	M&A di natura prettamente finanziaria, utilizzo LBO, take-over ostili.
QUINTA ONDATA	1992-2000	Ondata caratterizzata da “mega-mergers”, legata al fenomeno delle



		privatizzazioni. Prevalgono operazioni di riassetto strategico.
SESTA ONDATA	2003-2007	Globalizzazione, integrazione dei mercati, ripresa leva finanziaria e esplosione del fenomeno “private equity”. M&A di natura cross border o megamergers di tipo orizzontale.

Fonte: elaborazione propria

## CAPITOLO II

### 2.1 IL PROCESSO DI M&A

Nel precedente capitolo, abbiamo più volte segnalato quanto sia indispensabile la crescita per un'impresa e come le operazioni di M&A si caratterizzino per essere una modalità di crescita dagli indiscussi vantaggi in termini di velocità.

Ovviamente tale finalità delle operazioni di “mergers and acquisitions”, potrà essere raggiunta implementando un processo quanto più analitico per dare forma all'idea iniziale di espansione ed essere in grado di selezionare ed avviare i primi contatti con le target ritenute più interessanti e competitive.

Ogni operazione di M&A deve risultare direttamente da un complesso processo valutativo, decisionale e negoziale.

Molti sono infatti i passi da compiere per giungere al cosiddetto “closing”, che deve riflettere le reali intenzioni delle parti coinvolte.

In primis, un'operazione di M&A che voglia avere successo deve prima di ogni cosa ricevere un'adeguata elaborazione strategica. L'analisi, partendo dall'individuazione del fabbisogno di crescita e della via più efficace per soddisfarlo, comporta una riflessione accurata sugli obiettivi da raggiungere e sulla decisione di acquisto/fusione che sia più coerente con essi, al fine di rendere ottenibile la creazione del massimo valore possibile.

Ogni fusione o acquisizione richiede una tesi ponderata sull'accordo, una spiegazione oggettiva di come l'accordo migliori la strategia principale dell'azienda. Una tesi chiara dell'accordo mostra dove siano i vantaggi e dove i rischi, chiarisce le fonti di valore e pericolo più importanti e indica la direzione delle azioni che bisognerebbe intraprendere per avere successo. Dovrebbe essere al centro dell'intero processo e rappresenta la differenza essenziale tra “disciplined and an undisciplined acquirer”<sup>49</sup>.

---

<sup>49</sup> Rouse, T., & Frame, T. (2009). The 10 steps to successful M&A integration. *Bain and Company Business Insights*.

In proposito, è anzitutto rilevante la consapevolezza e la valutazione delle competenze distintive di cui si dispone, per poi passare all'analisi del settore e dei "competitors" che vi agiscono e delle prevedibili sue evoluzioni, tenendo peraltro conto del ciclo di vita dei prodotti trattati e della propria posizione competitiva.

Si analizzano poi le conseguenze che in tale contesto la decisione comporterebbe e le sinergie e le economie che sarebbe possibile ottenere insieme, naturalmente, con i problemi e i rischi connessi.

Il processo appena descritto si conclude con una configurazione ideale dell'azienda o del ramo aziendale da acquisire e con una prima stima del costo globale da sostenere, allo scopo di valutarne la comparabilità con le risorse disponibili per l'operazione. La ricerca e la selezione dell'azienda target concludono il processo di preparazione, il quale è prevalentemente affidato alle risorse personali interne.

La fase successiva è dedicata alla negoziazione, dove altri fattori e altre competenze entrano in gioco. Fra i fattori, sono da ricordare l'abilità negoziale, la forza contrattuale, la capacità di effettuare stime attendibili del valore dell'azienda obiettivo, delle sue potenzialità e delle sue carenze e dei costi accessori e successivi da sostenere. Fra le altre competenze rientra il contributo sostanziale di "investment banks", consulenti e professionisti esterni portatori di esperienze diverse.

È chiaro che, sia il processo preparatorio, sia la fase della negoziazione, avranno durata più o meno lunga a seconda della complessità del disegno strategico impostato e perseguito e anche della disponibilità e dell'interesse della controparte<sup>50</sup>.

Come pure è da tenere presente che spesso i tempi ricevono un'accelerazione notevole, se sul mercato si prospettano opportunità da cogliere velocemente e che richiedono, pertanto, una rapida decisione. Se il progetto strategico e le motivazioni erano ben fondati, non è detto che le operazioni realizzate rapidamente per cogliere una favorevole occasione non possano avere successo, sebbene si presentino ovviamente più rischiose, anche per quanto concerne la successiva fase dell'integrazione.

---

<sup>50</sup> Potito, L. (2016). *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*. G Giappichelli Editore.

Così come non esiste una regola che dica che un accordo puramente opportunistico, realizzato per motivi speculativi o per pressioni esterne, non può essere positivo per l'impresa. Al di là della pura sinergia finanziaria, un accordo “trovato” può effettivamente avere senso a lungo termine per un acquirente e rivelarsi un ottimo investimento di capitali e risorse. Tuttavia, è scontato affermare che un'acquisizione effettuata senza una strategia sottostante è irta di rischi. Le acquisizioni più efficaci sono solitamente quelle che derivano da un'ampia strategia aziendale e quindi da una strategia di acquisizione. Sono anche quelle operazioni che hanno ottenuto ampio sostegno e partecipazione sia dal consiglio di amministrazione che dalla direzione esecutiva<sup>51</sup>.

È stato inoltre riscontrato che numerosi altri fattori, tra cui la due diligence delle aziende target, l'approccio di integrazione impiegato, la velocità dello sforzo di integrazione, la fidelizzazione e il coinvolgimento dei dipendenti chiave e l'adattamento culturale delle aziende combinate, influiscono sulla performance dell'operazione.

Figura 13: Pitfalls & Best Practices dell'elaborazione strategica

Pitfalls	BEST PRACTICES
Analisi e comprensione limitate delle capacità interne dell'azienda, mancata identificazione delle aree che beneficeranno dell'integrazione	Valutare e assegnare priorità alle capacità aziendali interne che possono essere integrate tramite M&A:
Analisi e comprensione limitate del potenziale consolidamento futuro del settore	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prodotti e servizi</li> <li>• Tecnologia</li> <li>• Processi operativi</li> <li>• Capitale umano</li> <li>• Brevetti</li> <li>• Ricerca e sviluppo</li> </ul>
Condurre M&A opportunistiche e non strategiche	Identificare il potenziale consolidamento tra i concorrenti
Non basare la due diligence e l'integrazione sull'intento strategico di ciascuna transazione	Utilizzare la strategia di M&A per promuovere la due diligence e l'integrazione

Fonte: tradotto da Galpin, T. J. (2014). *The complete guide to mergers and acquisitions: Process tools to support M&A integration at every level*. John Wiley & Sons.

<sup>51</sup> Frankel, M. E., & Forman, L. H. (2017). *Mergers and acquisitions basics: the key steps of acquisitions, divestitures, and investments*. John Wiley & Sons.

Come abbiamo visto nel precedente capitolo, diverse possono essere le motivazioni che portano un'impresa a compiere un'operazione di M&A. Così come è da segnalare che molteplici e diversi possono essere i fattori che contribuiscono a rendere peculiare ciascun processo di M&A. La varietà di tali fattori può contribuire a innalzare notevolmente la complessità del processo e le tempistiche di completamento. I principali aspetti da considerare sono:

- Le caratteristiche delle imprese coinvolte: è indubbio che gli obiettivi e le modalità operative di un investitore finanziario siano differenti da quelle di un investitore industriale<sup>52</sup>; così come l'approccio al "deal" di un grande gruppo industriale è fortemente dissimile da quello di una piccola o media impresa.
- La classificazione dell'operazione: è importante comprendere quali quote di partecipazione alla società target siano oggetto di trattativa, quindi se si tratta di un'operazione di maggioranza/minoranza; se altresì si parla di una joint-venture tra società o ancora di operazioni di cessione di azienda, spin-off, carve out, ecc...
- La contestualizzazione dell'operazione: la definizione cioè delle caratteristiche, le opportunità e le minacce tipiche del settore o della nicchia di riferimento; l'individuazione di eventuali restrizioni temporali, sia che esse siano poste dall'acquirente, dal venditore, dal contesto normativo, o altro condizionamento esterno; la comprensione delle esigenze poste dagli stakeholder che a vario titolo si relazionano con le società coinvolte e le influenze che possono avere sull'esito dell'operazione.
- Le risorse economiche coinvolte: valgono in questo senso considerazioni opposte al variare del soggetto che promuove il processo. Nel caso in cui l'iniziativa sia attivata dalla parte venditrice, questa valuterà il ritorno atteso della cessione delle quote di partecipazione al capitale. All'opposto, nel caso sia il potenziale acquirente ad avviare il processo, sarà necessario riflettere sulle risorse economiche che essa possiede o è capace di reperire per la transazione, anche alla luce delle modalità di pagamento che si ritiene possibile attivare.

---

<sup>52</sup> Al riguardo vedere paragrafo 1.5.1 MOTIVAZIONI IN BASE ALLA TIPOLOGIA DI INVESTITORI

- Le implicazioni legali e fiscali: influenzano numerosi fattori, dalla validazione della struttura societaria e contrattuale da adottare, al prezzo che si è disposti a riconoscere, alle modalità e i termini di pagamento. Tali implicazioni possono, in taluni casi, compromettere la decisione di investimento.

Tali considerazioni sono valide sia in fase di avvio, quanto in ogni momento dello sviluppo stesso della transazione. È necessario che questi fattori siano costantemente tenuti in considerazione per capire quali siano i limiti di azione e le opportunità che possono essere colte, soprattutto quando si tratta di definire la struttura della transazione o le strategie negoziali.

Piuttosto che un singolo processo di M&A, è corretto parlare di due differenti processi che si sviluppano in maniera parallela concludendosi con il closing.

Questo perché tanto nella decisione di avvio di un processo, quanto nello sviluppo dello stesso, la società potenzialmente acquirente (bidder) e la società oggetto di investimento (target) devono necessariamente mettere in moto una serie di meccanismi che portano alla migliore tutela possibile dei propri interessi e alla corretta valutazione della decisione di acquisto/cessione<sup>53</sup>.

## **2.2 IL PROCESSO BUY SIDE**

### **2.2.1 L'ANALISI STRATEGICA**

Ogni processo di acquisizione prende origine dall'identificazione di un bisogno o di un'opportunità strategica per la bidder e la decisione di valutare un'acquisizione come possibile rimedio.

Opinione abbastanza comune è che un'azienda sia ben gestita mantenendo e adattando costantemente una strategia che fornisce un tema e una direzione dominanti per l'azienda. La strategia aiuta a dirigere una varietà di gruppi e attività in modo efficiente e sincronizzato e coordina le aziende con più linee di business.

---

<sup>53</sup> Dallochio, M., Lucchini, G., & Scarpelli, M. (2015). Mergers & acquisitions.

Se si ipotizza che una strategia aziendale sia un elemento importante per gestire un'impresa in modo efficace, ne consegue che qualsiasi transazione strategica deve derivare da quella strategia e aiutarla a guidarla. I “deals” sono alcune delle singole decisioni o azioni più impattanti che un'azienda possa intraprendere, quindi è particolarmente importante che si colleghino bene con la strategia aziendale. Ancora più importante, le transazioni strategiche sono uno degli strumenti più potenti per attuare la strategia aziendale e in particolare per creare un cambiamento epocale quando ciò è richiesto da una nuova direzione strategica. Prendiamo l'esempio dello sviluppo del prodotto. Se una nuova direzione strategica richiede lo sviluppo e il lancio di una nuova linea di prodotti, un'azienda può scegliere di guidare lo sviluppo in modo organico per un periodo di mesi o anni, oppure può scegliere di acquisire quella capacità in un colpo solo tramite un'acquisizione.

Quando le transazioni strategiche si adattano a una strategia aziendale, sono strumenti potenti. Quando non lo fanno, possono essere per lo meno una distrazione e, all'estremo, possono far deragliare completamente la direzione dell'azienda<sup>54</sup>.

È per questo che l'analisi strategica è una fase preliminare del processo di M&A. E' in questa fase che si devono identificare i bisogni e le opportunità interne, definendo con precisione i benefici di un'acquisizione rispetto ad altre alternative strategiche; le dinamiche di mercato, individuando eventuali trend diffusi che rendano particolarmente favorevole l'avvio di un processo di acquisizione/fusione; le risorse a disposizione/reperibili, andando a identificare eventuali fonti di finanziamento immediatamente disponibili ovvero capacità di indebitamento da sfruttare.

Le risorse finanziarie potenzialmente disponibili per l'acquirente includono quelle fornite da flussi di cassa generati internamente, in eccesso rispetto alle normali esigenze operative, oltre a fondi provenienti dai mercati azionari e del debito.

---

<sup>54</sup> Frankel, M. E., & Forman, L. H. (2017). *Mergers and acquisitions basics: the key steps of acquisitions, divestitures, and investments*. John Wiley & Sons.

La teoria finanziaria suggerisce che un'impresa acquirente sarà sempre in grado di attrarre finanziamenti sufficienti per un'acquisizione, se può dimostrare di poter “guadagnare” il suo costo del capitale.

In questa fase la tolleranza al rischio del management gioca un ruolo importante nel determinare ciò che l'acquirente ritiene di potersi permettere di spendere per una fusione o acquisizione. Di conseguenza, la gestione avversa al rischio può essere incline a impegnare solo una piccola parte delle risorse finanziarie totali potenzialmente disponibili per l'impresa.

Ci sono diversi tipi di rischio che devono essere valutati da qualsiasi team di senior management che sta prendendo in considerazione un'acquisizione, i quali influenzano il modo in cui il management si sente in merito alla convenienza di un'opportunità di acquisizione. Il modo in cui vengono percepiti questi rischi determinerà la quantità di risorse potenzialmente disponibili che la gestione sarà disposta a impegnare per effettuare un'acquisizione.

Tra tutti, annoveriamo il rischio operativo e il rischio finanziario.

Il primo riguarda la capacità dell'acquirente di gestire l'azienda acquisita. In generale, è percepito come più elevato per le operazioni di fusione e acquisizione in mercati non correlati all'attività principale dell'acquirente. La limitata comprensione da parte dei manager della società acquirente delle dinamiche competitive del nuovo mercato e del funzionamento interno dell'impresa target può influire negativamente sugli sforzi di integrazione post-fusione, nonché sulla gestione in corso delle società combinate.

Il rischio finanziario si riferisce alla volontà e alla capacità dell'acquirente di sfruttare una transazione, nonché la disponibilità degli azionisti ad accettare la diluizione dell'utile per azione a breve termine (EPS). Per mantenere un rating di credito specifico, la società acquirente deve mantenere determinati livelli di rapporti finanziari, come il rapporto tra il capitale di debito totale e la copertura degli interessi.<sup>55</sup>

---

<sup>55</sup> DePamphilis, D. (2019). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. Academic Press.



Al termine di questa fase la società giungerà alla definizione puntuale degli obiettivi da perseguire in termini di caratteristiche della target ideale: identificando tra l'altro il settore di attività (simile, a monte/ a valle, in un settore correlato rispetto alla target), i prodotti, la presenza geografica, le performance economico-finanziarie storiche e, in termini di tempistiche previste, definendo il timing ideale per procedere con un'eventuale transazione, tenendo in considerazione cicli di business, dinamiche di generazione di cassa e altri fattori contingenti.

Si noti, in ultimo, come le società target possano essere selezionate tramite il conferimento di incarichi a specialisti, come una società di consulenza esterna o attraverso l'advisor finanziario. Questa modalità risulta utile laddove le acquisizioni siano finalizzate all'ingresso in nuovi mercati (anche a fini di diversificazione) o nel caso in cui si ricerchino potenziali candidati in mercati geograficamente lontani o segmenti di mercato parzialmente inesplorati.

## **2.2.2 IDENTIFICAZIONE DI POTENZIALI TARGET**

Terminata l'analisi strategica, prende avvio la fase operativa attraverso l'identificazione di potenziali target.

L'analisi condotta dalla bidder, sovente con la collaborazione di un advisor finanziario, fa perno su quelle che sono state individuate come le caratteristiche fondamentali della target ideale e si sviluppa attraverso l'analisi delle società attive all'interno di un determinato settore o nicchia di riferimento, spesso entro una precisa area geografica.<sup>56</sup> In questa fase la bidder non ha ancora sviluppato rapporti con alcuna controparte per cui l'analisi è basata su dati pubblici quali bilanci, visure, articoli di giornale, ricerche di settore e simili.

L'individuazione dell'azienda target dovrebbe essere determinata da due prospettive: adattabilità strategica e adattabilità organizzativa.

---

<sup>56</sup> Dallochio, M., Lucchini, G., & Scarpelli, M. (2015). Mergers & acquisitions

L'adattamento strategico affronta le somiglianze con l'analisi strategica individuata nella fase precedente. A titolo di esempio, come abbiamo avuto modo di notare dal capitolo precedente, le operazioni di fusione e acquisizione orizzontali e le M&A verticali avvengono integrando l'impresa target che consente di raggiungere le sinergie identificate attraverso l'analisi strategica.

Quanto più l'impresa target è affine all'adattamento strategico, tanto più l'operazione di M&A potrà avere successo.

Al contrario, la presenza di differenze tra la target e la bidder su importanti elementi della strategia (come la propensione al rischio, l'enfasi del marketing e l'efficienza operativa) può risultare dannosa per le prestazioni a seguito di una fusione. Come abbiamo accennato nel capitolo precedente<sup>57</sup>, più un acquirente diversifica in attività non correlate, meno è probabile che l'operazione sia in grado di creare valore. Il successo difatti di un'operazione conglomerale è dato proprio dalla correlazione tra la bidder e la target in termini di attività aziendale e strategia.

L'adattamento organizzativo è invece caratterizzato da somiglianze tra culture aziendali, stili di top management, sistemi di ricompensa e valutazione, valori sposati e struttura organizzativa. Le differenze tra le culture aziendali durante la M&A sono state associate all'ansia della forza lavoro, a valutazioni negative delle controparti e all'etnocentrismo<sup>58</sup>. Nelle combinazioni di aziende con culture non correlate, una cultura organizzativa di solito domina l'altra e i dipendenti dell'azienda target sono spesso fatti sentire come cittadini di seconda classe nell'organizzazione appena costituita. Ciò si traduce spesso in una mancanza di collaborazione tra i dipendenti delle società partecipanti all'aggregazione.

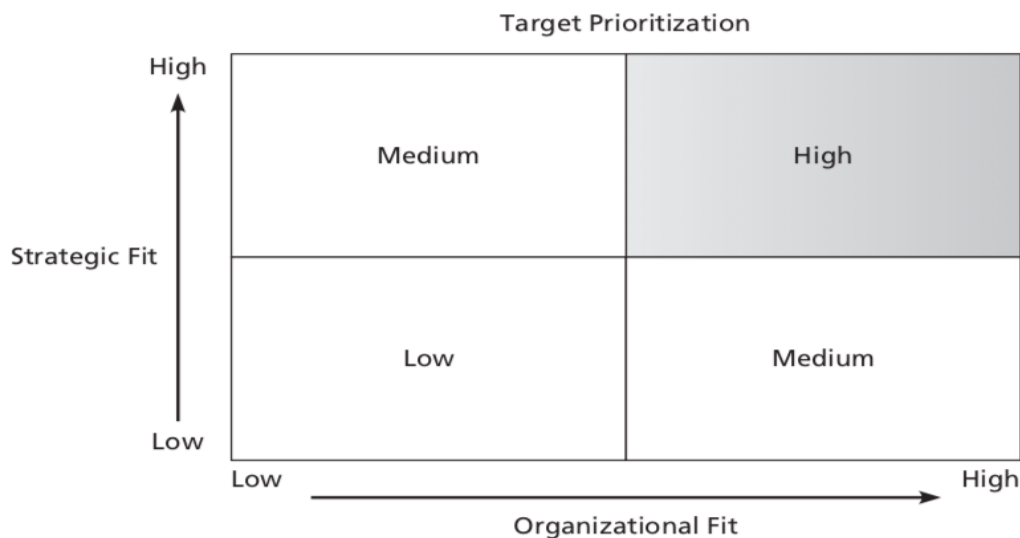
Tuttavia, quando il livello di correlazione è alto, vi è un migliore adattamento organizzativo e si riscontrano livelli più elevati di prestazioni delle transazioni.

---

<sup>57</sup> Paragrafo 1.4 TIPOLOGIE DI M&A

<sup>58</sup> Marks, M. L., & Mirvis, P. H. (2001). Making mergers and acquisitions work: Strategic and psychological preparation. *Academy of Management Perspectives*, 15(2), 80-92.

Figura 14: matrice utilizzata per classificare le aziende target in base all'adattamento strategico e organizzativo



Fonte: Galpin, T. J. (2014). *The complete guide to mergers and acquisitions: Process tools to support M&A integration at every level*. John Wiley & Sons.

Ovviamente i criteri strategici ed organizzativi sono confinati all'interno della dimensione della transazione, ovvero in termini di prezzo di acquisto massimo che un'impresa è disposta a pagare.

Al termine di questa fase esplorativa si giunge all'identificazione e alla mappatura di un numero piuttosto ampio di potenziali target, le quali vengono inserite all'interno di una graduatoria ordinata in base alla corrispondenza di quest'ultime con i parametri della target ideale già identificati, che vengono considerati quindi come parametri primari.

Successivamente, tale numero può essere ridotto effettuando uno "screening" attraverso l'inserimento di ulteriori parametri che si avvicinino a quelli identificati nell'analisi strategica, quali:

- Segmento di mercato: identifica un segmento target all'interno del settore;
- La ricerca di una particolare linea di prodotto: identifica una linea di prodotti specifica all'interno del segmento di mercato di destinazione;
- Redditività: il quale dovrebbe essere utilizzato in termini di rendimento percentuale sulle vendite, sugli assets o sul totale dell'investimento;

- Leva finanziaria: la società acquirente potrebbe non voler acquistare una società il cui pesante carico di debito potrebbe mettere a repentaglio i rapporti di leva finanziaria della società combinata;
- Quota di mercato: le aziende che hanno una quota di mercato sostanzialmente maggiore rispetto ai loro concorrenti spesso sono in grado di raggiungere posizioni a costi inferiori rispetto ai loro concorrenti a causa delle economie di scala e degli effetti della curva di esperienza;
- Comparabilità culturale.

Può accadere che la prima fase di analisi e selezione delle alternative strategiche di investimento si concluda con la redazione di un’“approach letter”, (blind profile o teaser), una documentazione sintetica nella quale la bidder riassume tipicamente:

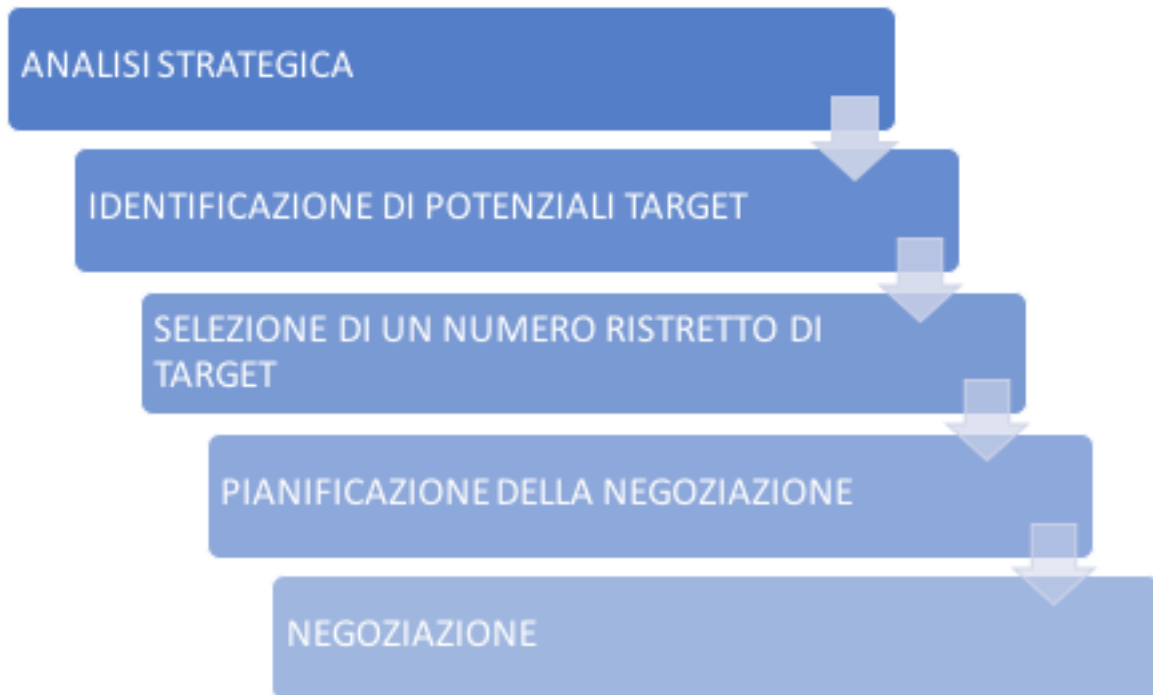
- le motivazioni alla base della ricerca di una soluzione di investimento;
- le prospettive offerte alla società target con l’acquisizione;
- le prospettive offerte ai soci della società target;
- i passi che intende compiere per il completamento della transazione<sup>59</sup>.

Tale documento sarà utilizzato nella fase successiva del processo per stabilire un primo contatto con ciascuna potenziale target con l’obiettivo di prospettare l’ipotesi di una transazione.

---

<sup>59</sup> Dallochio, M., Lucchini, G., & Scarpelli, M. (2015). Mergers & acquisitions

Figura 15: fasi del processo buy side



Fonte: elaborazione propria

### 2.2.3 LA NEGOZIAZIONE

Giova sottolineare che il primo contatto con una potenziale target deve sicuramente essere realizzato con particolare cura. Appunto questa comunicazione ha per sua natura effetti sia sugli azionisti che sul management della potenziale target che devono essere considerati e gestiti.

Un approccio mal condotto può dunque determinare l'immediato fallimento di tutte le prospettive di sviluppo della transazione. È per questo che per ciascuna target è necessario sviluppare una strategia di approccio, in cui il potenziale acquirente elabori una strategia di comunicazione a seconda dell'azienda da contattare, al fine di essere in grado di delineare le ragioni per cui l'impresa target dovrebbe prendere in considerazione una proposta di acquisizione.

Nel caso in cui il primo contatto abbia successo, le controparti procedono con uno scambio di opinioni sui reciproci obiettivi, giungendo eventualmente a identificare un terreno comune all'interno del quale potranno prendere avvio le trattative. In questa

fase è possibile operare anche un successivo screening, realizzando una short-list di società che hanno risposto positivamente alla prima sollecitazione di investimento, manifestando interesse.

Tipicamente, in questa fase iniziale, le parti dell'operazione di M&A possono sottoscrivere una serie di documenti legali, che possiamo definire come preliminari, quali ad esempio l'accordo di riservatezza, o un "term sheet", o una lettera di intenti.<sup>60</sup> Con l'accordo di riservatezza, chiamato anche accordo di non divulgazione ("non disclosure agreement"), si stabiliscono stringenti vincoli di segretezza tra le parti, dato che la documentazione in questa fase non sarà quella di pubblico dominio, ma riguarderà numerosi dati indispensabili alla comprensione dell'investimento, i quali, se resi al pubblico, potrebbero generare sensibili danni economici. Essendo la società potenzialmente acquirente ad essere beneficiaria di tutti i dati storici e le informazioni supplementari, tale accordo obbliga la bidder a utilizzare le informazioni ai soli fini della transazione. Parallelamente, la società target potrà richiedere dei documenti per valutare la credibilità finanziaria della bidder. Tale accordo ha in genere una durata determinata (tipicamente tra 1 e 2 anni), e può essere negoziato in modo indipendente o come parte della lettera d'intenti o del "term sheet".

Nelle operazioni contrattuali di maggiore entità, per prassi, le parti contraenti (e i loro avvocati) concordano un term sheet, cioè un documento che riassume i principali punti del negoziato da svolgere. Il term sheet non è un contratto, è un documento preparatorio del contratto, che contiene i principali punti che debbono essere gestiti<sup>61</sup>.

Può contenere ad esempio un intervallo del prezzo di acquisto, limitazioni all'uso dei dati e può essere inserita una disposizione che impedisca al venditore di condividere i termini della proposta con altri potenziali acquirenti con la speranza di istigare un'asta. Molte negoziazioni saltano il "term sheet" e passano direttamente alla contrattualizzazione di una lettera di intenti.

---

<sup>60</sup> DePamphilis, D. (2019). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. Academic Press.

<sup>61</sup> (<https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/term-sheet.html>)

La lettera di intenti (“letter of intent” o LOI) è un tipo di documento che si realizza quando i primi contatti tra il management della bidder e quello della target sono positivi; a differenza dell’accordo di riservatezza, non tutte le parti della transazione potrebbero richiedere una “LOI”. Inoltre, a tale documento si giungerà quando la bidder abbia acquisito tutti gli elementi per procedere all’identificazione di quella che ritiene essere la migliore opportunità di investimento. Con tale documento si formalizzano gli stati delle trattative e si stabiliscono i termini giudicati irrinunciabili per la conclusione della negoziazione, ad esempio può essere esplicitato il prezzo di acquisto come una specifica cifra in euro/dollari, come un intervallo o come un multiplo di alcune misure di valore, come l’“operating earnings” o utilizzando il “cash flow”. La lettera può individuare una tempistica massima per il compimento del processo o eventuali condizioni sospensive per lo stesso. A seconda di come è strutturata, la LOI può essere o meno legalmente vincolante; di solito è valida per un certo periodo di tempo e può vincolare la target ad un periodo di astinenza dal ricercare nuove offerte. La LOI può creare responsabilità legali se una delle parti viene successivamente accusata di non negoziare in “buona fede”. Questa è la base per molte cause intentate quando le transazioni vengono intraprese ma non completate a seguito di disaccordi che emergono durante trattative lunghe e spesso accese.

Tale documento, specifica anche i tipi di dati da scambiare nonché la durata e l’entità della due diligence. Potrebbe infatti prevedere come il potenziale acquirente dovrebbe accedere ai locali della target, la frequenza e la durata dell’accesso. La lettera di intenti cesserà di avere efficacia se l’acquirente e il venditore non raggiungono un accordo entro una certa data, obbligando la bidder a compiere dei passi indietro ed eventualmente a ricercare all’interno del paniere di imprese individuate precedentemente. Viceversa, se le negoziazioni hanno esito positivo, si giungerà al termine del processo mediante l’atto formale del closing.

Fatta questa premessa relativa ai documenti preliminari, è doveroso far notare che la fase di negoziazione è spesso l’aspetto più cruciale dell’intero processo di M&A. È una fase iterativa ed interattiva, che può essere suddivisa in ulteriori momenti, che possono iniziare in tempi diversi e tendono a sovrapporsi.

La negoziazione può portare a conclusioni sul prezzo, che possono essere divergenti da quanto previsto precedentemente dalla bidder, non avendo avuto l'accesso ai documenti riservati e non avendo condotto la due diligence. Difatti la due diligence inizia non appena la target è disposta a consentirne l'inizio e, se consentito, si estende per tutto il processo di negoziazione. È per questo che un primo momento della negoziazione è la fase di affinamento della valutazione preliminare a seguito delle nuove informazioni ricevute e attraverso la conduzione della due diligence.

Una terza attività è la strutturazione dell'accordo ("deal structuring"), che prevede di soddisfare le esigenze di entrambe le parti, affrontando questioni di rischio e rendimento. Tale fase rappresenta il momento più corposo della negoziazione, nella quale l'intera operazione prende forma attraverso il processo di allocazione dei flussi di cassa, del rischio e, quindi, dell'allocazione del valore tra le diverse parti dell'operazione.

Le decisioni prese durante il processo di strutturazione del deal influenzano l'intero processo di M&A, andando ad identificare il modo in cui viene determinata la proprietà, come vengono trasferite le risorse, come la governance della target è protetta e come il rischio viene ripartito tra le parti della transazione. Ovviamente, si determina in questa fase la forma di pagamento e/o il corrispettivo totale, che può consistere in un pagamento in contanti, o per azioni, o per una combinazione delle due opportunità; nonché se il pagamento sia fissato in un momento nel tempo, o pagabile in base al rendimento della società. La forma di pagamento influenzerà l'intera organizzazione post chiusura e riflette ciò che si sta acquisendo (quindi azioni o beni) e come tale le considerazioni fiscali, che dovranno essere valutate e discusse. Altre caratteristiche che vengono considerate includono il tipo, il numero e la complessità dei documenti richiesti per la chiusura, i tipi di approvazioni richieste e il tempo necessario per completare la transazione.

Tuttavia, a causa dell'elemento umano coinvolto nella negoziazione, la strutturazione del deal deve anche essere un processo di identificazione e soddisfazione del maggior numero possibile di obiettivi prioritari delle parti coinvolte nella transazione, in cui ciascuna parte determina la propria posizione negoziale iniziale, i rischi potenziali, le



opzioni per la gestione del rischio, i livelli di tolleranza al rischio e le condizioni in base alle quali ciascuna delle parti "abbandonerà" i negoziati. In pratica, la strutturazione riguarda la comprensione di potenziali fonti di disaccordo, come la forma di pagamento o le strutture legali, contabili e fiscali. Richiede inoltre la comprensione dei potenziali conflitti di interesse che possono influenzare l'esito delle trattative.

Difatti se è pur vero che la condizione necessaria affinché abbia successo l'operazione di M&A dipende soprattutto dall'analisi strategica, ovvero che vi sia la creazione di valore per la nuova entità; il buon esito della stessa è dato anche da altri fattori quali ad esempio l'obiettività e la correttezza delle informazioni.

La qualità delle informazioni risente anche del tipo di negoziazione, se amichevole o ostile; in quanto nelle trattative amichevoli i potenziali partner hanno accesso a maggiori informazioni su cui basare il prezzo dell'offerta, avendo accesso ad una conoscenza privata e disponibile in modo univoco. È per questo che quando il processo di negoziazione è trasparente, gli acquirenti evitano di pagare più del dovuto per le aziende, andando ad eliminare anche i problemi di integrazione imprevisti.

Difatti, la maggior parte delle ricerche sui negoziati <sup>62</sup>di M&A ha scoperto che le negoziazioni amichevoli sono un elemento chiave per una performance positiva di M&A.

Le offerte ostili, per loro stessa natura, producono negoziazioni ostili, creando un clima di sfiducia che rende gli sforzi di integrazione durante la fase successiva ancora più difficili di quando un accordo è amichevole.

Le transazioni ostili sono meglio costruite intorno a un'opportunità a breve termine per creare valore ristrutturando o scindendo l'azienda acquisita<sup>63</sup>.

L'attività finale del processo di negoziazione può prevedere il compimento di un piano di finanziamento, che consiste in un "controllo della realtà" per l'acquirente, definendo

---

<sup>62</sup>Come ad esempio Kristensen, H. (2000). Does fairness matter in corporate takeovers?. *Journal of Economic Psychology*, 21(1), 43-56.

<sup>63</sup> Galpin, T. J. (2014). *The complete guide to mergers and acquisitions: Process tools to support M&A integration at every level*. John Wiley & Sons.

l'importo massimo che l'acquirente può ragionevolmente aspettarsi di finanziare e, a sua volta, pagare per l'azienda target; o la formalizzazione di un'offerta non vincolante. Per quanto riguarda il piano finanziario, esso è composto dallo sviluppo dei rendiconti di bilancio, reddito e flusso di cassa per le imprese combinate.

A differenza delle proiezioni finanziarie del flusso di cassa effettuate per valutare l'obiettivo, queste dichiarazioni dovrebbero includere il costo previsto per il finanziamento dell'operazione<sup>64</sup>.

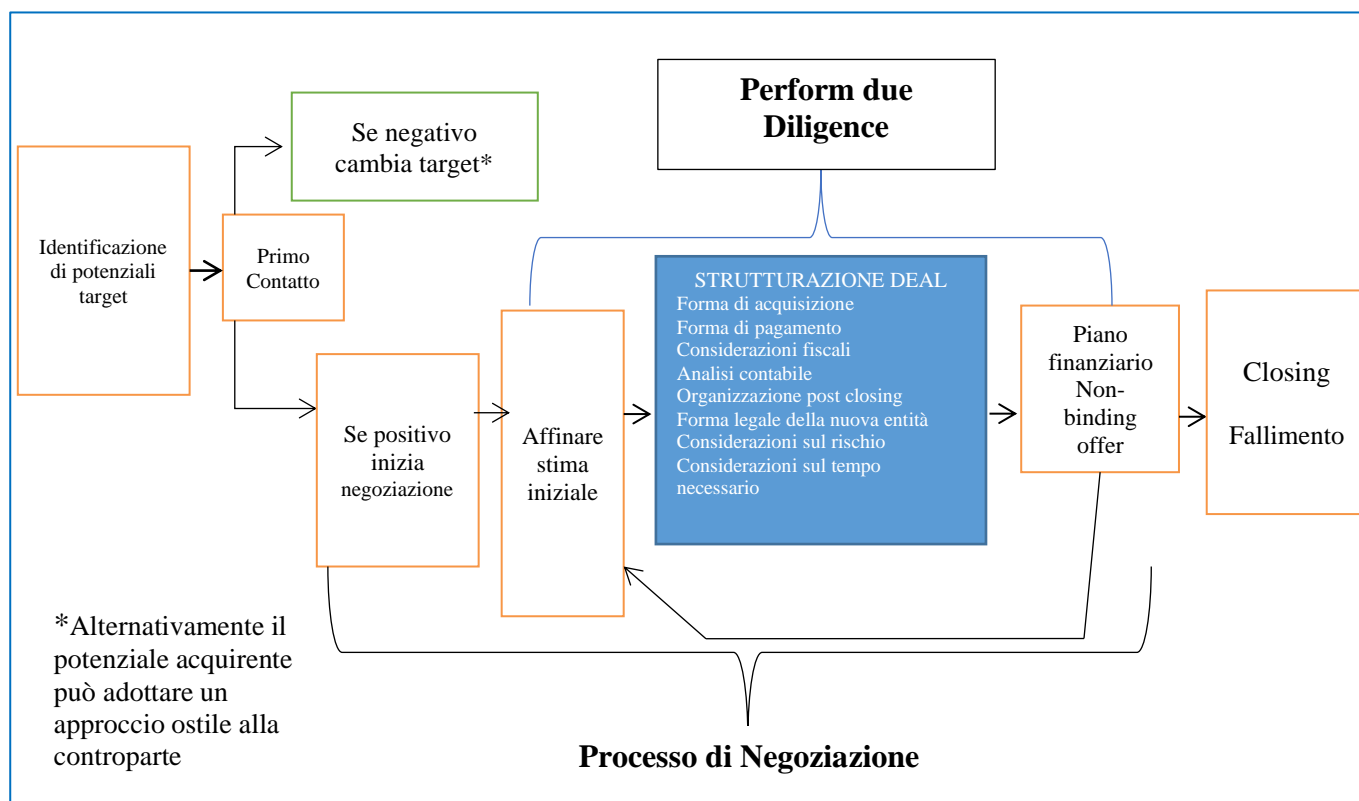
La formalizzazione di un'offerta non vincolante (“non-binding offer”) ha l'obiettivo di condividere tra le parti le condizioni essenziali dell'accordo che potrebbe essere sottoscritto. Il motivo per cui tale documento non è vincolante è che la bidder richiede di svolgere delle Due Diligence sulla target per poter confermare le proprie ipotesi e dunque la propria offerta, rendendola impegnativa. Eventuali rilievi espressi dalle Due Diligence saranno particolarmente utili per rivedere le valutazioni espresse nelle precedenti fasi ed eventualmente riflettere tali conclusioni nel prezzo già formulato nella “non-binding offer”.<sup>65</sup>

---

<sup>64</sup> DePamphilis, D. (2019). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. Academic Press

<sup>65</sup> Dallochio, M., Lucchini, G., & Scarpelli, M. (2015). *Mergers & acquisitions*

Figura 16: il processo di negoziazione



Fonte: tradotto da DePamphilis, D. (2019). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. Academic Press

## 2.3 IL PROCESSO SELL SIDE

Come abbiamo notato dal capitolo precedente, non sono poche le motivazioni a cedere le imprese, il cui processo di M&A può essere attivato dagli stessi soci.

Per quanto riguarda il processo negoziale, valgono le stesse considerazioni fatte per il processo buy-side, ciò che diverge sono le fasi precedenti, in quanto sono parzialmente diverse da quanto descritto nel caso in cui il deal sia promosso e ricercato dall'acquirente.

La vendita di una società, divisione, ramo d'azienda è un evento importante per i suoi proprietari (gli azionisti), management, dipendenti e altri stakeholder. È un processo intenso e dispendioso in termini di tempo con una posta in gioco elevata, che di solito dura diversi mesi. Di conseguenza, il venditore è in genere assistito da "sell-side

advisors” (al pari di quanto avviene per l’acquisto “buy-side” nella ricerca della target), per garantire che gli obiettivi chiave siano raggiunti.

Innanzitutto, prima di arrivare alla decisione di vendere il management della società avrà sicuramente valutato che la vendita sia la soluzione migliore, ma probabilmente non ha ancora valutato al meglio il tipo di vendita. Per valutare ciò, bisognerà definire una strategia che identifichi i principali obiettivi del deal, il prezzo che si vuole ricavare e le tempistiche per la realizzazione.

In molti casi, un “seller” compie (richiede) un'analisi finanziaria completa delle varie alternative strategiche a disposizione. Queste ultime includono la vendita di tutta o parte dell'attività, una ricapitalizzazione, un'offerta pubblica iniziale o la continuazione dello status quo.<sup>66</sup>

Una volta presa la decisione di vendere, il management dell’azienda o l’advisor sell-side, dovrà cercare di ottenere il mix ottimale di massimizzazione del valore, velocità di esecuzione e certezza del completamento, tra le altre considerazioni specifiche dell'operazione per la parte venditrice. Di conseguenza, è necessario identificare le priorità sin dall'inizio e creare un processo di vendita su misura.

Possiamo dire che questa fase rispecchia l’analisi strategica del processo buy-side, ma in questo caso all’interno della strategia, bisognerà individuare il tipo di approccio alla controparte, valutando l’opportunità di attivare un processo d’asta, ossia analizzando le offerte economiche di una pluralità di controparti, oppure optare per una trattativa riservata, in cui l’annuncio dell’avvio del processo è veicolato verso un ristretto numero di soggetti selezionati ad hoc.<sup>67</sup>

Tale valutazione dovrà essere fatta considerando i risvolti e quindi le conseguenze di un approccio rispetto ad un altro, considerando le necessità del “seller”.

Se ad esempio l’obiettivo primario di quest’ultimo è massimizzare il profitto, può prendere in considerazione l'idea di organizzare un'ampia asta, raggiungendo quanti più potenziali acquirenti possibili. Questo processo, relativamente neutrale nei

---

<sup>66</sup> Rosenbaum, J., & Pearl, J. (2013). *Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers and acquisitions* (Vol. 881). John Wiley & Sons.

<sup>67</sup> Dallochio, M., Lucchini, G., & Scarpelli, M. (2015). *Mergers & acquisitions*

confronti dei potenziali acquirenti, è progettato per massimizzare le dinamiche competitive e aumentare la probabilità di trovare l'unico acquirente disposto a offrire il miglior valore.

Allo stesso modo un approccio ad asta permette di avere un'accelerazione dei tempi, indicando una data entro la quale far pervenire le offerte.

Così come sarebbe preferibile istaurare la modalità dell'asta, se il venditore fosse ampiamente indifferente nei confronti della riservatezza. Considerando però i risvolti negativi che potrebbero venire dal mercato, o dagli stessi dipendenti e fornitori del seller, preoccupati di un possibile cambio di proprietà che possa alterare le proprie condizioni contrattuali.

In alternativa, se la velocità, la riservatezza, una particolare struttura della transazione e/o l'adattamento culturale sono una priorità per il venditore, allora un'asta mirata, in cui viene contattato solo un gruppo selezionato di potenziali acquirenti, o anche una vendita negoziata con una singola parte, potrebbe essere più appropriato<sup>68</sup>. Considerando anche la possibilità che qualora si decidesse di ritirarsi dalle trattative, con una negoziazione mirata non avviene un impatto sull'immagine e sulla reputazione dell'azienda, ponendosi al riparo anche da eventuali risposte negative del mercato, e considerando che possibili acquirenti siano sfiduciati dal dedicare tempo e risorse per un'asta in cui potrebbero avere una probabilità ridotta di “vincita”.

In generale, un'asta richiede più organizzazione, marketing e risorse iniziali rispetto a una vendita negoziata con una singola parte.

Esistono due tipi principali di aste:

- asta ampia: massimizza l'universo dei potenziali acquirenti contattati. Ciò può comportare il contatto di dozzine di potenziali offerenti, comprendenti sia acquirenti strategici (potenzialmente concorrenti diretti) sia sponsor finanziari. Lanciare una rete più ampia possibile massimizza le dinamiche competitive, aumentando così la probabilità di trovare la migliore offerta possibile. Questo

---

<sup>68</sup> Rosenbaum, J., & Pearl, J. (2013). *Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers and acquisitions* (Vol. 881). John Wiley & Sons.

tipo di processo in genere implica un'organizzazione e un marketing più difficile da realizzare, a causa del maggior numero di partecipanti nelle prime fasi del processo. È anche più difficile mantenere la riservatezza poiché il processo è suscettibile di divulgazione al pubblico (inclusi clienti, fornitori e concorrenti), il che, a sua volta, può aumentare il rischio di interruzione del processo.

- l'asta mirata: si concentra su pochi acquirenti chiaramente definiti che sono stati identificati come aventi una forte idoneità strategica e / o brama, così come la capacità finanziaria, di acquistare la target. Questo processo è più favorevole al mantenimento della riservatezza e alla riduzione al minimo delle interruzioni dell'attività. Allo stesso tempo, c'è un rischio maggiore di “lasciare soldi sul tavolo” escludendo un potenziale offerente che potrebbe essere disposto a pagare un prezzo più alto.

La selezione di un gruppo appropriato di potenziali acquirenti e la raccolta delle informazioni capaci di suscitare interesse, sono una parte fondamentale della fase di organizzazione e preparazione dell'operazione di M&A. All'estremo, l'omissione o l'inclusione di un potenziale acquirente può fare la differenza tra un'asta riuscita o fallita.

In un'ampia asta, l'elenco degli acquirenti include in genere un mix di acquirenti strategici e sponsor finanziari, i quali devono essere valutati in base a un'ampia gamma di criteri pertinenti alla probabilità e capacità di acquisire il seller a un valore accettabile. Tali criteri comprendono in genere la capacità finanziaria o "capacità di pagare", che nella maggior parte dei casi dipende dalle dimensioni, dalla solidità del bilancio, dall'accesso al capitale di debito e dalla propensione al rischio.

Altri fattori che giocano un ruolo importante nella valutazione di potenziali acquirenti sono l'adattamento culturale, il track record di M&A, il ruolo della direzione esistente in futuro, la posizione di mercato (comprese le preoccupazioni in materia di antitrust) e gli effetti sulle relazioni esistenti con clienti e fornitori<sup>69</sup>.

---

<sup>69</sup> Rosenbaum, J., & Pearl, J. (2013). *Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers and acquisitions* (Vol. 881). John Wiley & Sons

Quando si valutano invece i potenziali acquirenti considerati “sponsor finanziari”, i criteri chiave includono strategia/focus di investimento, competenza nel settore, dimensione del fondo, track record, adattamento al portafoglio di investimenti esistente, ciclo di vita del fondo e capacità di ottenere finanziamenti.

In molti casi, un acquirente strategico è in grado di pagare un prezzo più alto di uno sponsor grazie alla capacità di realizzare sinergie e ad un minor costo del capitale.

Giova di nuovo ricordare l'importanza degli advisors sell-side nella scelta dei potenziali acquirenti, essendo selezionati in gran parte sulla base della loro conoscenza del settore, comprese le loro relazioni con i potenziali acquirenti e le loro intuizioni.

Ulteriore differenza rispetto all'approccio buy side, è l'importanza di alcuni documenti che dovranno essere presentati ai potenziali acquirenti al fine di fornire una panoramica esaustiva dell'impresa e dei suoi punti di forza, capaci quindi di suscitare interesse, tant'è che sono dei veri e propri documenti di marketing ed inoltre rappresentano il primo approccio al potenziale acquirente.

I due principali documenti di marketing sono il teaser (o “blind profile”) e l'information memorandum (IM).

Il primo rappresenta un documento estremamente sintetico con un forte contenuto di marketing che include una panoramica dell'azienda, i tratti distintivi e le informazioni finanziarie di sintesi. Contiene anche le informazioni di contatto per fare in modo che le parti interessate possano rispondere. I teaser variano in termini di formato e contenuto in base al potenziale acquirente, al settore, al processo di vendita, al consulente e alle potenziali sensibilità del seller.

L'information memorandum rappresenta il “core” dell'attività di marketing. È un documento più corposo, che contiene una descrizione dettagliata della target, ed, in quanto tale, viene generalmente preceduto dall'accordo di riservatezza.

Solitamente contiene un riepilogo esecutivo, considerazioni sugli investimenti nonché sul settore del seller, dei suoi clienti e fornitori (spesso presentati su base anonima), operazioni, management e dipendenti. Una versione modificata dell'IM può essere preparata per acquirenti strategici designati, vale a dire concorrenti con i quali il venditore potrebbe essere preoccupato per la condivisione di determinate informazioni

sensibili, in quanto, al pari del teaser, può essere modificato strategicamente a seconda del tipo di acquirente, premettendo, semmai ce ne fosse bisogno, che eventuali incorrezioni verrebbero notate con l'intensa fase di due diligence.

L'importanza di sottoscrivere l'accordo di riservatezza prima della visione dell'information memorandum, è accentuata anche dal carattere finanziario di tale documento. Difatti, quest'ultimo presenta informazioni finanziarie storiche e previste, dati che costituiscono la base per l'analisi di valutazione preliminare eseguita dai potenziali acquirenti. In alcuni casi, fornisce ulteriori informazioni finanziarie per guidare gli acquirenti verso potenziali scenari di crescita, determinati dall'utilizzo del seller come piattaforma di crescita in modo che possano elaborare le loro offerte di conseguenza.

I potenziali acquirenti hanno in genere diverse settimane per esaminare l'information memorandum, studiare l'obiettivo e il suo settore e condurre un'analisi finanziaria preliminare prima di presentare le loro offerte preliminari. L'information memorandum rappresenta dunque il primo passo per la fase negoziale. A valle di questa fase sarà possibile procedere alla richiesta dell'invio della Lettera di Intenti (o LOI), ovvero di un documento che formalizzi in maniera dettagliata l'interesse del compratore, identificando struttura e termini dell'operazione e comprendendo quindi elementi quali: prezzo, modalità e tempi di pagamento e relativo finanziamento della transazione, struttura dell'operazione e soprattutto la modalità e tempistiche della due diligence e la "timetable" stimata per la conclusione dell'operazione.

Nel caso in cui il processo sia stato condotto in maniera efficace, fermo restando la bontà della società e dei suoi elementi di reale valore, il seller riuscirà a valutare più di una lettera di intenti e scegliere il migliore offerente.

In questo caso la scelta può essere formulata sulla base di diversi elementi tra cui:

- le prospettive di sviluppo offerte dall'acquirente alla società;
- il range di prezzo proposto;
- la probabilità di successo che si attribuisce alla transazione nel caso di scelta della controparte;



- le modalità di sviluppo della transazione <sup>70</sup>.

Figura 17: fasi del processo sell side



Fonte:elaborazione propria

## 2.4 LA FASE DI DUE DILIGENCE

Come abbiamo esaminato in entrambi i processi, una volta raggiunto l'accordo, al termine dell'ardua fase di negoziazione, esso rimane "sospeso", in attesa che sia condotta una fase investigativa, cosiddetta di due diligence, durante la quale il potenziale acquirente svolgerà, tramite un suo team di professionisti incaricati, tutte le analisi necessarie ad approfondire nel dettaglio e validare le informazioni ed i dati forniti in sede preliminare dal venditore.

È essenziale ribadire l'importanza dei professionisti incaricati di questa fase così delicata. In quest'epoca di maggiore controllo e preoccupazione per l'attendibilità dei bilanci e date le lunghezze con cui alcuni dirigenti e società si sono impegnati per fuorviare i propri investitori, è prudente ottenere i servizi dai professionisti che

<sup>70</sup> Dallochio, M., Lucchini, G., & Scarpelli, M. (2015). Mergers & acquisitions

conoscono il settore. Più complesso è il mondo in cui tutti facciamo affari, maggiore è l'importanza di capire il gioco e di essere preparati a giocare. Un acquirente che impiega il giusto mix di professionisti prima di firmare un accordo otterrà un'analisi più approfondita dei suoi rischi finanziari, operativi, gestionali e legali. Alla fine, l'asso nella manica dovrebbe essere la conoscenza che si ottiene da un processo di due diligence basato sulle best practices<sup>71</sup>.

Tale analisi è necessaria al fine di:

- analizzare lo stato attuale dell'azienda nonché la sua redditività storica e prospettica;
- analizzare la consistenza dell'attivo patrimoniale e al contempo valutarne la solidità finanziaria;
- anticipare le considerazioni di natura contabile, fiscale, legale o altro che potrebbero rappresentare un ostacolo al compimento delle trattative;
- identificare eventuali aggiustamenti di prezzo rispetto ai valori temporaneamente definiti in fase negoziale;
- identificare i rischi potenziali;
- identificare opportunità di sviluppo e miglioramento del contesto operativo della società;
- identificare in anticipo problemi legati alla futura integrazione tra le due realtà;
- evidenziare i punti di forza e debolezza a supporto del processo valutativo<sup>72</sup>.

È bene premettere che la due diligence, così come l'intero processo di M&A, è una fase che può sovrapporsi con le altre. Difatti essa dura durante tutta la fase di negoziazione e, solo una volta completata, si arriverà al closing.

La due diligence è un processo iterativo, che per evitare sorprese, deve essere definito utilizzando un approccio strutturato.

I dirigenti spesso percepiscono la due diligence come una funzione binaria, si fa o non si fa, come un affare occasionale, ma l'esperienza pratica suggerisce il contrario.

---

<sup>71</sup> Perry, J. S., & Herd, T. J. (2004). Reducing M&A risk through improved due diligence. *Strategy & Leadership*.

<sup>72</sup> Dallochio, M., Lucchini, G., & Scarpelli, M. (2015). *Mergers & acquisitions*

Per la sua natura di processo iterativo, la due diligence deve essere fatta e rifatta, a livelli di dettaglio sempre più approfonditi e da sempre più persone, man mano che l'accordo passa dall'astratto alla lettera di intenti, per finire infine all'accordo definitivo e alla piena integrazione. Pertanto, la dovuta diligence dovrebbe iniziare durante le prime fasi di contatto con la società target e dovrebbe continuare attraverso i negoziati e nella pianificazione dell'integrazione. È riconosciuto che le aziende mitigano sostanzialmente il rischio di fusione e acquisizione trattando la diligence e l'integrazione come un processo continuo<sup>73</sup>.

Per sua natura, la due diligence è un processo costoso ed estenuante, nonché altamente invadente, tanto che viene pattuita l'estensione e la durata della stessa attraverso la negoziazione.

Ovviamente l'acquirente desidera tutto il tempo necessario per completare la fase di due diligence, al fine di appurare al miglior modo il prezzo più giusto. Difatti, la due diligence raramente funziona a vantaggio del venditore, poiché l'acquirente rischia di scoprire elementi da utilizzare per contrattare al ribasso il prezzo<sup>74</sup>.

Quest'ultimo utilizza la due diligence per convalidare le ipotesi alla base della valutazione. Gli obiettivi primari della due diligence dell'acquirente sono identificare e confermare le fonti di valore o sinergia e mitigare la responsabilità reale o potenziale cercando difetti fatali che riducono il valore.

Mentre la due diligence sell-side (anche indicata come Vendor Due Diligence) indagherà sulle caratteristiche finanziarie del venditore, ossia se dispone dei mezzi finanziari per completare l'operazione, ed è collegata ai processi d'asta e alla necessità di accelerare il processo.

Interessati al compimento di tale fase investigativa, potrebbero essere anche eventuali finanziatori/creditori dell'operazione/acquirente. Le due diligence di più istituti di credito, spesso eseguite contemporaneamente, possono essere piuttosto onerose per la direzione e i dipendenti dell'impresa destinataria e il venditore dovrebbe accettare

---

<sup>73</sup> Galpin, T. J. (2014). *The complete guide to mergers and acquisitions: Process tools to support M&A integration at every level*. John Wiley & Sons.

<sup>74</sup> DePamphilis, D. (2019). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. Academic Press

queste attività di disturbo solo se è sicuro che la transazione sarà completata entro un periodo ragionevole<sup>75</sup>.

Nella prassi, oltre che in base al tipo di committente, l'attività di due diligence può assumere diverse caratteristiche sulla base della prospettiva con cui la si analizza. La seguente tabella fa riferimento alle principali aree oggetto di analisi, e agli obiettivi primari che si prefigge di realizzare ogni diversa tipologia di due diligence.

Tabella 3: principali aree di analisi della due diligence

<b><i>STRATEGICA</i></b>	Focus sulle caratteristiche della target, del mercato di riferimento, della strategia e della posizione competitiva. Tale due diligence richiede una serie di verifiche che sono difficilmente estraibili, in quanto dipendono dalle caratteristiche del settore e del modo in cui l'impresa interagisce con il contesto economico.
<b><i>FINANZIARIA</i></b>	Focus sull'analisi storica degli indicatori reddituali (EBITDA, ricavi) e finanziari (posizione finanziaria netta, capitale circolante), al fine di supportare le considerazioni valutative dell'acquirente e in particolare la sostenibilità futura di tali indicatori.
<b><i>OPERATIVA</i></b>	Esamina le principali operazioni della società target cercando di confermare (o smentire) che il business plan fornito sia realizzabile con le strutture operative esistenti più la spesa in conto capitale che è delineata nel business plan. Inoltre, valuterà l'esistenza di un potenziale per ottenere un valore

<sup>75</sup> DePamphilis, D. (2019). Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions. Academic Press

	aggiuntivo dalla società target migliorando la sua funzione operativa e anche se ci sono seri rischi operativi di cui il potenziale acquirente dovrebbe esserne preoccupato (consentendo così all'acquirente di considerare di abortire l'affare o rinegoziare il prezzo).
<b><i>IT</i></b>	Focus sull'adeguatezza dei sistemi informatici della target in termini di capacità, affidabilità e sicurezza e sulla correlazione tra investimenti in sistemi IT e obiettivi di business, sui problemi in caso di integrazione con i sistemi informatici della bidder e i necessari investimenti.
<b><i>HUMAN RESOURCES</i></b>	Focus sul rispetto della normativa in materia di lavoro e previdenziale, nonché il rischio di contenziosi. Eventuali devianze dalla normativa potrebbero comportare la necessità di adeguamento da tenere in considerazione nella stima del costo futuro del personale e nel rischio di eventuali sanzioni.
<b><i>AMBIENTALE</i></b>	Finalizzata nell'esprimere un parere di conformità alla normativa ambientale vigente e di individuare i potenziali rischi e costi connessi alle attività attuali e pregresse, che possono costruire o aver costruito un potenziale impatto sull'ambiente.
<b><i>LEGALE</i></b>	Focus sulle situazioni giuridiche attive e passive di cui sia titolare la target, evidenziando le criticità esistenti nell'ambito dei relativi rapporti e sulla conformità della target alle normative civili, penali e amministrative. Può coprire uno spettro molto

	ampio di temi legali andando dalla contrattualistica e la sicurezza del lavoro alla proprietà intellettuale e la normativa antitrust.
<b>FISCALE</b>	Focus sull'individuazione di operazioni o rapporti societari non compliant con la normativa nazionale o internazionale e che potrebbero dare vita a responsabilità, a contenziosi e a violazioni sanzionabili; sull'identificazione di potenziali passività fiscali quantificandone il valore ed il rischio.
<b>IMMOBILIARE</b>	Focus sull'accertamento del corrente valore di mercato del patrimonio immobiliare di proprietà della target.
<b>CONTABILE</b>	Focus sull'approfondimento delle informazioni di natura patrimoniale, finanziaria ed economica, al fine di verificare le condizioni operative di una società, di valutare la qualità dei dati contabili e di identificare i rischi effettivi e potenziali.

Fonte: elaborazione propria

Tali aree chiave comprendono le preoccupazioni comuni delle operazioni di M&A in tutti i settori. Tuttavia, a seconda del settore, alcune aree potrebbero essere più importanti di altre. Ad esempio, la due diligence ambientale e di sicurezza è un obiettivo chiave di settori come petrolio e gas, prodotti chimici, produzione e servizi di pubblica utilità, mentre quest'area in genere non ha la stessa importanza di altre nella due diligence per settori come la tecnologia o la vendita al dettaglio<sup>76</sup>.

<sup>76</sup> Galpin, T. J. (2014). *The complete guide to mergers and acquisitions: Process tools to support M&A integration at every level*. John Wiley & Sons.

Un potenziale acquirente potrebbe quindi ritenere soddisfacente il livello di rischio determinato dalla due diligence di una particolare area anche se tale non era il livello “pre due diligence”.

Così come può risultare utile per l’acquirente identificare ed ottenere una visione chiara delle sinergie possibili, identificate dal lavoro del team di due diligence.

Così facendo, in primo luogo i dirigenti e il consiglio di amministrazione dell'azienda possono prendere una decisione "go/no go" ben informata. In secondo luogo, il team esecutivo acquisisce una migliore comprensione delle potenziali difficoltà nel realizzare effettivamente le sinergie previste. Terzo, le sinergie individuate possono essere prioritarie per ordine di grandezza, consentendo l'allocazione di una proporzione maggiore di risorse di integrazione alle sinergie di valore più elevato. In quarto luogo, la definizione delle priorità delle attività di integrazione può anche essere basata sull'acquisizione delle sinergie di valore più elevato già nelle prime fasi dello sforzo di integrazione, per quanto possibile, infine le sinergie che non erano state quantificate correttamente prima della due diligence possono essere “portate in compensazione” di eventuali rischi non conosciuti e non esplicitati all’acquirente durante la fase di negoziazione.

Sebbene i responsabili delle operazioni di M&A altamente coscienti affrontino con attenzione le operazioni, effettuando una revisione completa delle analisi finanziarie, economiche e strategiche, parte delle operazioni di M&A non riesce a soddisfare le aspettative di successo. Il processo di due diligence include tipicamente analisi dettagliate delle condizioni economiche, dell’adattamento strategico, dei rendiconti finanziari e proiezioni e altri dati di difficile elaborazione, ignorando o sottovalutando le questioni "morbide" relative alla cultura, alle norme e all'istinto umano, che vengono considerate come secondarie e pertanto sottovalutate.

Viceversa, in letteratura si sta assistendo sempre più all’attenzione nei confronti della fase di integrazione delle due realtà e soprattutto alle difficoltà nell'integrare organizzazioni che aderiscono a tradizioni culturali diverse. Ricercatori, professionisti e investitori stanno diventando sempre più sensibili alle implicazioni culturali per quanto riguarda le operazioni di fusione e acquisizione.

La cultura aziendale viene definita da Edgar Schein come: “l'insieme coerente di assunti fondamentali che un certo gruppo ha inventato, scoperto o sviluppato mentre imparava ad affrontare i problemi legati al suo adattamento esterno o alla sua integrazione interna, e che hanno funzionato in modo tale da essere considerati validi e quindi degni di essere insegnati ai nuovi membri come il modo corretto di percepire, pensare e sentire in relazione a tali problemi”.

Sebbene la cultura si riveli nelle normali operazioni quotidiane di un'azienda, l'impatto della stessa sulle operazioni, sulla motivazione dei dipendenti e sul successo organizzativo, è particolarmente rilevante in tempi di incertezza e cambiamento<sup>77</sup>.

Le fusioni e acquisizioni (M&A) sono fenomeni pervasivi nella vita aziendale moderna. La maggior parte delle situazioni di M&A è irta difatti di complessità, incertezza e cambiamento.

Nonostante le argomentazioni contrarie, raramente si verificano vere fusioni di società uguali, perché un'impresa ha tipicamente il "vantaggio" economico, o di mercato o politico. Questa dinamica favorisce le lotte di potere tra i dipendenti delle aziende partner a quasi tutti i livelli strutturali, in particolare i senior manager. Troppo spesso, i senior manager dell'azienda acquirente non considerano la natura, la forza e la stabilità della cultura dell'organizzazione partner, o se considerano la cultura, spesso ne ignorano il probabile impatto sul successo finale di un'operazione.

La spiegazione più comune per il fallimento di una fusione o di un'acquisizione è l'incapacità di valutare accuratamente la natura e la compatibilità della cultura di una nuova azienda, insieme alla mancata promozione di un'adeguata integrazione<sup>78</sup>.

Occorre dunque eseguire una “culture due diligence” che sia in grado di stimare l'impatto della cultura di un'organizzazione sul processo decisionale dei dipendenti e sui modelli comportamentali. La due diligence culturale dovrebbe considerare quanto segue: (1) una visione multidimensionale della cultura organizzativa; (2) la stabilità

---

<sup>77</sup> Miller, R. (2000). How culture affects mergers and acquisitions. *Industrial management*, 42(5), 22-22.

<sup>78</sup> Baker, H. K., & Kiyamaz, H. (Eds.). (2011). *The art of capital restructuring: Creating shareholder value through mergers and acquisitions* (Vol. 14). John Wiley & Sons.



della cultura nel tempo; (3) la forza della cultura in termini di accordo tra i soci e (4) le caratteristiche organizzative tangibili che rendono la cultura fondamentale.

Una volta effettuata una valutazione valida delle culture, il passo successivo è la pianificazione per una riuscita integrazione delle culture delle aziende partner.

Walker (1998), ad esempio, raccomanda che i senior manager celebrino piccole e incrementalmente vittorie durante il processo di integrazione e che riconoscano il valore delle pratiche passate, fornendo così una base per lo sviluppo della fiducia tra i partner che si fondono. Inoltre, raccomanda che i dirigenti senior coinvolgano i dipendenti nella gestione del processo di integrazione, identifichino comportamenti radicati che potrebbero diventare ostacoli, comunichino dettagli sul processo di integrazione e forniscano una chiara motivazione per la fusione<sup>79</sup>.

Il processo di M&A, una volta terminata la due diligence, prosegue proprio con l'integrazione delle due realtà, partendo dalle criticità all'integrazione emerse durante la fase di due diligence a cui occorre porre rimedio.

## **2.5 IL PROCESSO DI INTEGRAZIONE**

Come abbiamo affermato poc'anzi, le aziende mitigano il rischio delle operazioni di M&A trattando la due diligence e l'integrazione come un processo continuo.

In quest'ottica, diviene dunque responsabilità del team di due diligence identificare i modi in cui è possibile combinare asset, processi e altre risorse, per realizzare risparmi sui costi, miglioramenti della produttività o altre sinergie percepite.

Queste informazioni sono anche essenziali per affinare il processo di valutazione consentendo ai pianificatori di comprendere meglio la sequenza necessaria degli eventi e il ritmo al quale possono essere realizzate le sinergie attese.

Una componente chiave di qualsiasi attività di due diligence è quindi quella di determinare la strategia di integrazione complessiva alla luce della logica strategica generale dell'accordo. Ogni diversa logica di accordo strategico richiede una

---

<sup>79</sup> Walker, K. (1998). Meshing cultures in a consolidation. *Training & Development*, 52(5), 83-90.

corrispondente e diversa strategia di integrazione globale, al fine di sbloccare i driver di valore essenziali e le sinergie di quella particolare transazione. La raccolta di un'ampia gamma di informazioni strategiche, operative e organizzative durante la due diligence consente al senior management di determinare con cognizione di causa il grado complessivo di integrazione desiderato e cosa integrare o meno, contribuendo a garantire che il massimo valore sia realizzato dall'affare.

A un deal devono essere sempre associati chiari e semplici elementi chiave per la generazione del valore, senza perdere di vista all'interno dell'elaborato processo di M&A il motivo per cui si è intrapreso tale processo. Senza questa chiara identificazione si corre il rischio di indirizzare male le risorse a disposizione.

Il successo di un'operazione di M&A non è portato solo dalle capacità negoziali delle parti e dei loro advisors, né soltanto dall'individuazione di un corretto prezzo, ma anzi, spesso il successo dell'operazione è strettamente legato alla capacità del management della società acquirente di gestire il processo di integrazione con la società acquisita.

Secondo una ricerca di Business Week, il 40% delle volte il principale fattore di insuccesso per l'operazione di M&A è proprio l'incapacità di gestire il processo di integrazione<sup>80</sup>.

Idealmente, la società acquirente dovrebbe iniziare a pianificare il processo di integrazione anche prima dell'annuncio dell'accordo<sup>81</sup>. Una volta annunciato, ci sono diverse priorità che devono essere affrontate immediatamente. Quali ad esempio le questioni relative alle risorse umane, nonché ai clienti e ai fornitori che si sovrappongono al cambio di proprietà. Tali questioni, sono di primaria importanza per non suscitare nei vari stakeholder un sentimento di incertezza della propria posizione da un lato e dell'altro creare un clima che sia capace di instillare il desiderio di raggiungere obiettivi comuni. A tal fine l'implementazione di un piano di comunicazione efficace subito dopo il closing è fondamentale per trattenere i dipendenti dell'azienda acquisita e mantenere o stimolare il morale e la produttività. I dipendenti devono capire come la loro retribuzione, inclusi i benefici, potrebbe

---

<sup>80</sup> Dallochio, M., Lucchini, G., & Scarpelli, M. (2015). Mergers & acquisitions

<sup>81</sup> Rouse, T., & Frame, T. (2009). The 10 steps to successful M&A integration. *Bain and Company Business Insights*.

cambiare con la nuova proprietà. Ad esempio, potrebbero trovare appetibile una perdita di benefici specifici se sono percepiti come compensati da miglioramenti in altri benefici o condizioni di lavoro.

I clienti vogliono essere rassicurati sul fatto che non ci sarà alcun deterioramento della qualità del prodotto o del servizio o dei tempi di consegna durante il passaggio dalla vecchia alla nuova proprietà.

Anche gli stessi fornitori sono molto interessati a capire come il cambio di proprietà influenzerà le loro vendite alla nuova azienda.

Soddisfare ragionevoli richieste di informazioni da parte di dipendenti, clienti e fornitori immediatamente dopo la chiusura con assoluta franchezza contribuirà notevolmente al senso di fiducia tra le parti interessate che è necessario per il successo finale dell'acquisizione<sup>82</sup>.

Un esempio di una comunicazione efficace viene riportato da Baker<sup>83</sup> e riguarda il caso dell'acquisizione di Zappos a cura di Amazon, realizzata nel luglio del 2009.

In tale operazione Tony Hsieh, amministratore delegato (CEO) di Zappos, annunciava ai suoi dipendenti l'accordo con Amazon e quali cambiamenti avrebbe comportato l'acquisizione all'interno dell'azienda.

Hsieh si affidò ad una lettera inviata a tutti i dipendenti. Questa lettera era organizzata attorno a diverse questioni chiave: l'importanza dell'acquisizione, i cambiamenti che l'acquisizione avrebbe implicato, anche in termini di carriera e fatturato. La lettera iniziava offrendo alcuni dettagli sull'accordo. Ad esempio, chiariva che, sebbene Amazon sarebbe diventata uno degli azionisti di Zappos, la visione di Zappos sul modo di soddisfare clienti, dipendenti e fornitori sarebbe rimasta la stessa. La lettera descriveva Amazon come essenziale nell'aiutare Zappos a perseguire i suoi obiettivi strategici a lungo termine accelerando la crescita del marchio e della cultura Zappos, ma lasciando abbastanza indipendenza per preservare l'unicità e l'identità della cultura di Zappos. La parte più importante di questa lettera si concentrava sulla risposta a

---

<sup>82</sup> DePamphilis, D. (2019). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. Academic Press

<sup>83</sup> Baker, H. K., & Kiymaz, H. (Eds.). (2011). *The art of capital restructuring: Creating shareholder value through mergers and acquisitions* (Vol. 14). John Wiley & Sons.

quelle che Hsieh definiva le prime tre domande scottanti: "Avrò ancora un lavoro?" "Cambierà la cultura di Zappos?" e "I miei colleghi se ne andranno?"

Hsieh ha risposto a queste domande con chiarezza e concisione per evitare qualsiasi ambiguità.

Tale comunicazione, ha avuto lo scopo di compiere forse la più importante regola da tenere presente nel processo di integrazione, ossia la condivisione degli obiettivi. Ciò equivale a dire che fin dal primo giorno è importante che tutta la struttura organizzativa sia messa a conoscenza dell'avvio del processo di integrazione e che siano palesati gli obiettivi di fondo dello stesso.

Procedendo verso il basso nella struttura gerarchica è, di conseguenza, importante che siano definiti dei sotto-obiettivi che permettano a ciascun elemento dell'organico di tradurre in azioni concrete e quotidiane i macro-obiettivi annunciati e condivisi all'avvio del processo.

Come abbiamo affermato nei paragrafi precedenti, ogni processo di M&A è caratterizzato da elementi di unicità, legati dagli specifici settori di riferimento, dalle dimensioni delle aziende coinvolte, dalle diverse culture aziendali e normative. Ciò vale anche per la fase di integrazione, alla quale risulta difficile sintetizzare un approccio univoco. Ci siamo difatti concentrati, sulle caratteristiche che generalmente deve avere un processo di integrazione, ossia l'essere legato ad una strategia ed ai suoi obiettivi di performance, l'essere un processo continuo con la fase di due diligence e l'importanza della comunicazione all'interno del processo.

Ulteriori caratteristiche generalizzabili della fase di integrazione possono essere sintetizzate come segue:

- definizione del livello di integrazione richiesto per ottenere le sinergie desiderate;
- avvio anticipato dello sforzo di pianificazione dell'integrazione;
- assegnare tempestivamente le risorse di integrazione appropriate;
- applicazione di solidi principi e tecniche di gestione del processo;
- misurare, monitorare e segnalare regolarmente il processo di integrazione;

- garantire che le comunicazioni interne ed esterne siano chiare e coerenti durante l'integrazione;
- prendere decisioni gestionali in merito alle attività di integrazione in modo tempestivo e coordinato;
- costruire fin da subito una leadership di processo;
- condivisione di una cultura orientata alla performance.

Ciò che finora non abbiamo argomentato è che l'integrazione rappresenta anche un costo per la nuova realtà aziendale. Difatti, l'integrazione delle diverse realtà aziendali è generalmente vista come una fonte di sinergie attraverso il risparmio sui costi. Tuttavia, questo vantaggio deve essere bilanciato con il costo per ottenere questi vantaggi. In generale, l'integrazione delle operazioni avviene a un ritmo lento e metodico. Sebbene le pratiche e le procedure possano dover essere standardizzate rapidamente dopo la chiusura, in particolare laddove vi siano requisiti legali o normativi per farlo, l'effettiva integrazione di operazioni e strutture di solito richiede mesi o anni.

La sfida nell'integrazione delle operazioni è bilanciare i risparmi sui costi, i costi di integrazione e l'impatto sui risultati aziendali. Qualsiasi integrazione delle operazioni creerà probabilmente qualche problema per l'attività che viene servita. La chiave è essere in grado di bilanciare quel dolore con i benefici ricevuti e non cadere nell'errore di realizzare eccessivi costi per l'integrazione<sup>84</sup>. Una cattiva valutazione degli interventi necessari per la realizzazione del processo di integrazione o ancora un'insufficiente gestione dello stesso, possono provocare la crescita sproporzionata dei costi da sostenere per il pieno sfruttamento delle potenzialità portate dalla fusione. Così come potrebbe accadere che in alcuni casi l'attenzione e le risorse dedicate al processo di integrazione sono eccessive e totalizzanti, tanto da distrarre l'attenzione di tutta l'attività operativa coinvolgendo il management in maniera eccessiva, portandolo a

---

<sup>84</sup> Frankel, M. E., & Forman, L. H. (2017). *Mergers and acquisitions basics: the key steps of acquisitions, divestitures, and investments*. John Wiley & Sons.

perdere l'attenzione sulle attività quotidiane con immediati riflessi sulle performance aziendali<sup>85</sup>.

## 2.6 VALUTAZIONE DI UN'OPERAZIONE DI M&A

Il valore di un'azienda è fondamentalmente legato alle sue capacità di generare risorse, nonché all'entità e alla qualità di quelle di cui è già in possesso<sup>86</sup>.

Oggetto di analisi del presente paragrafo saranno le metodologie di determinazione del capitale economico aziendale, ovvero del valore economico attribuibile al capitale proprio di una data azienda, tenuto conto dei frutti che quest'azienda può generare.

La stima del capitale economico dovrebbe ispirarsi a un fondamentale principio di neutralità, ovvero a criteri che superino il carattere soggettivo dei giudizi sulle prospettive dell'azienda e sulle caratteristiche di rischiosità che la contraddistinguono. Valutare un'azienda, in tale ambito, significa pervenire alla stima di un intervallo di valori all'interno del quale si collochi il prezzo che verosimilmente potrebbe essere raggiunto in una trattativa tra due controparti, prezzo il cui ammontare definitivo dipenderà dal potere contrattuale delle parti negoziali coinvolte nel deal e dalle loro rispettive motivazioni a concludere l'affare.

Le valutazioni svolgono così una funzione strumentale alla negoziazione tra potenziali acquirenti e venditori. I prezzi effettivamente negoziati nelle transazioni trovano la propria giustificazione nel valore di acquisizione attribuito ad un'impresa da uno specifico compratore strategico (tipicamente industriale) e nella presenza di ulteriori potenziali competitors interessati ad acquisire il complesso aziendale in questione.

Anche se il prezzo può non essere un argomento così complesso come la pianificazione dell'integrazione, né così attraente come la visione strategica, è quasi sempre l'elemento chiave di un accordo. Un prezzo troppo alto e anche l'affare migliore finirà per costare denaro. Un prezzo troppo basso e l'acquirente non realizzerà ciò che pensava di

---

<sup>85</sup> Dallochio, M., Lucchini, G., & Scarpelli, M. (2015). *Mergers & acquisitions*

<sup>86</sup> Potito, L. (2016). *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*. G Giappichelli Editore.

ottenere. Ironia della sorte, i termini sul prezzo di solito costituiscono una piccola frazione dell'enorme volume di documentazione legale su un accordo e, nei resoconti destinati al pubblico, il prezzo è sminuito dalle descrizioni di strategie, sinergie e piani. Come il grilletto di una pistola, o il tappo di una bottiglia, il prezzo è il piccolo ma critico punto attraverso il quale devono scorrere tutte le operazioni. In un accordo di acquisizione di 100 pagine, forse solo una riga di testo sarà dedicata al prezzo, ma il lavoro e le analisi che compongono quella riga sono enormi. Tuttavia, questa semplicità maschera un'enorme complessità nella determinazione del prezzo e spesso dà l'impressione fuorviante che la valutazione sia facile e accurata. La valutazione, come tante altre parti di un accordo, è un'arte piuttosto che una scienza<sup>87</sup>.

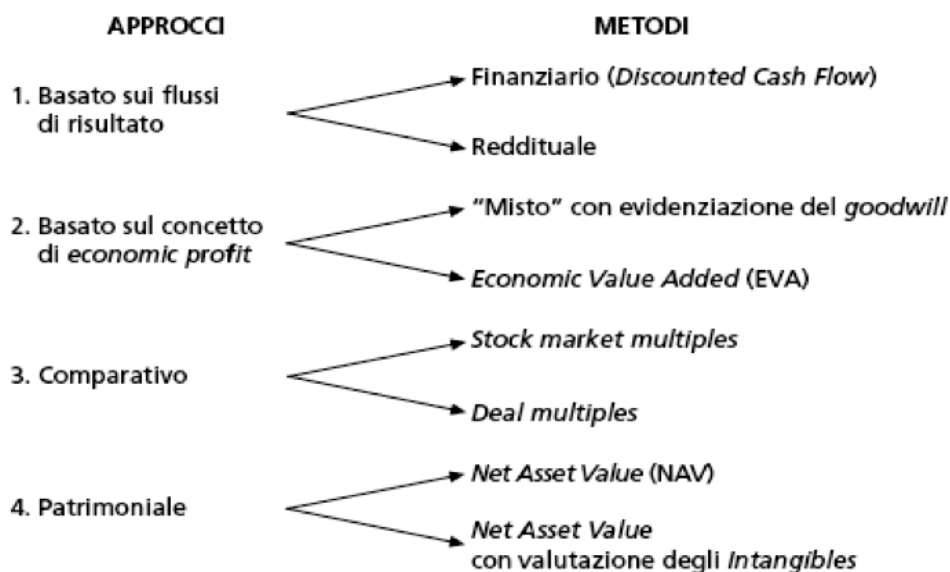
Numerosi sono gli approcci utilizzabili per la valutazione del capitale economico, di cui i principali sono i seguenti:

- Approccio basato sui flussi di risultato: secondo il quale, il valore di un'azienda è legato ai flussi di cassa o di reddito che sarà in grado di generare.
- Approccio basato sull'“economic profit”: secondo il quale il valore del capitale economico è dato dalla somma tra il valore degli asset e il valore dei redditi che eccedono il rendimento “normale” atteso degli asset aziendali.
- Approccio basato su un'analisi comparata: il valore viene determinato per analogia con il valore di attività simili oggetto di negoziazione sui mercati.
- Approccio basato sull'analisi del patrimonio: ovvero stima dei singoli elementi del patrimonio aziendale che concorrono a formare il capitale investito nella società.

---

<sup>87</sup> Frankel, M. E., & Forman, L. H. (2017). *Mergers and acquisitions basics: the key steps of acquisitions, divestitures, and investments*. John Wiley & Sons.

Figura 18: principali approcci e metodi valutativi



Fonte: Massari, M., & Zanetti, L. (2008). *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*. Mc Graw Hill.

Nelle operazioni di fusione e acquisizione, si ricorre principalmente al metodo del Discounted Cash Flow, al metodo dei moltiplicatori di mercato e dei multipli di transazioni comparabili<sup>88</sup>.

Per tale ragione, analizzeremo sinteticamente l'approccio basato sui flussi di risultato e l'approccio basato su un'analisi comparativa, ossia quelli che probabilmente vengono nella prassi maggiormente adoperati, soprattutto tra le "merchant" e le "investment bank".

In tale contesto le valutazioni svolgono in genere, in una prima fase, una funzione strumentale alla negoziazione tra potenziali acquirenti e venditori. I prezzi effettivamente negoziati nei deal trovano invece la propria giustificazione nel cosiddetto "valore strategico" che un'impresa può assumere per uno specifico acquirente e nella presenza di più potenziali acquirenti interessati a concludere l'operazione (livello di competizione nel mercato del controllo).

Il valore strategico (o di acquisizione) a sua volta è idealmente formato dal valore stand alone dell'impresa target, dalla valorizzazione delle sinergie attese dall'acquirente, in seguito al processo di integrazione aziendale e degli altri attributi del controllo.

<sup>88</sup> Borsa Italiana © Luglio 2014 Borsa Italiana S.p.A. – London Stock Exchange Group: <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/pubblicazioni/pubblicazioni/guidaallavalutazione.pdf>



Una volta acquisito il controllo, infatti, l'investitore potrà dedicarsi attivamente alla gestione dell'azienda e quindi il valore che sarà disposto a riconoscere dipenderà dall'interesse strategico che ad essa attribuisce, dai piani futuri che intende implementare e dalle sinergie ottenibili grazie all'integrazione delle diverse realtà industriali. Si parla in questi casi di "premio di acquisizione", che corrisponde alla differenza positiva di prezzo che un investitore industriale è disposto a riconoscere rispetto ad un investitore che assume una partecipazione di minoranza.

### 2.6.1 APPROCCIO SU FLUSSI DI RISULTATO

Tale approccio fonda la valutazione del capitale economico in via pressoché esclusiva sui valori di flusso, che traducono la speranza di rendimenti futuri. Tale approccio pone minore attenzione sulle grandezze stock cumulatesi in passato dall'impresa, poiché il valore del capitale economico è il risultato dei frutti che ci si aspetta che l'azienda generi per i propri azionisti. A seconda di come vengono definiti i flussi, distinguiamo i metodi reddituali dai metodi finanziari.

Iniziamo la trattazione dal metodo reddituale.

In questo caso il valore economico del capitale aziendale è funzione della corrente di reddito che l'azienda è potenzialmente in grado di produrre in futuro.

Nella sua formulazione più diffusa, la stima del valore dell'azienda si ottiene utilizzando la funzione del valore attuale della rendita perpetua:

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

In questo modo, stiamo considerando un tempo indefinito per la durata di tale reddito.

Se si volesse invece passare ad una prospettiva temporale limitata, ci si può riferire alla funzione del valore attuale della rendita annua posticipata ossia:

$$W = R \cdot a_{n\overline{i}}$$

L'applicazione della durata limitata pone la questione di quantificare il numero di esercizi futuri a cui riferirsi per il calcolo. Questione di non semplice soluzione dato

che la durata dell'impresa nella stragrande maggioranza dei casi non è chiaramente identificabile. Difatti, se non si è a conoscenza di eventi che limitano la vita dell'azienda, si ricorre alla formula della rendita perpetua.

Per quanto concerne la misura del reddito da assumere nel calcolo, esso dovrebbe essere rappresentato dalla capacità di reddito che al momento della valutazione l'impresa è capace di esprimere. Con questa assunzione diviene importante l'analisi dei redditi passati, al fine di determinare un reddito medio-normale, rettificando le varie componenti reddituali attraverso la ricerca di dati che abbiano potuto influenzare la misura dei risultati, eliminando ad esempio gli effetti di valutazioni non economicamente corrette o gli effetti legati a particolari congiunture favorevoli o sfavorevoli, e controllando che le valutazioni passate siano avvenute nel rispetto dei corretti principi contabili. Tale processo può essere definito come una normalizzazione dei redditi contabili. L'esame dei risultati passati, tuttavia, va condotto inquadrandoli nel contesto esterno, ambientale e di mercato, al fine di esplorare l'orizzonte economico futuro formulando ipotesi sull'andamento prospettico delle principali grandezze che è possibile ritenere correlabili ai risultati di esercizio. Difatti, la determinazione del reddito medio normale deve necessariamente includere l'indagine prospettica, estesa ai successivi tre/cinque esercizi, con l'ausilio di budget e piani aziendali. Tale limite temporale è riferito al rischio che la proiezione dei risultati storici, essendo mutato lo scenario relativo ai fattori rilevanti della valutazione, possano determinare risultati sostanzialmente diversi da quelli ottenuti storicamente. L'ausilio di documenti formalizzati quali budget e piani aziendali, è finalizzato ad esprimere le attese economiche future e, per quanto tale, è di vitale importanza valutare l'accuratezza con cui sono stati programmati. La qualità dell'attività di programmazione va dunque analizzata per decidere se i risultati che essa esprime meritino o meno fiducia: in sostanza devono basarsi su ipotesi ragionevoli, accettabili e dimostrabili.

Per quanto concerne la stima del tasso di attualizzazione, esso dovrebbe essere determinato rispettando il principio di coerenza con la configurazione di flusso prescelta. Se si tratta di redditi netti, il tasso più opportuno è dato dal costo del capitale

di rischio. Al contrario, se i redditi sono espressi al lordo degli interessi passivi, il tasso dovrà incorporare il costo delle risorse finanziarie utilizzate per la realizzazione dell'investimento, quindi includere anche il costo del capitale di debito<sup>89</sup>.

In conclusione, il metodo reddituale si adatta molto bene ad aziende che presentano per loro natura risultati stabili nel tempo, meno bene viceversa, a quelle caratterizzate da redditi particolarmente volatili, i quali rendono di difficile attuazione il procedimento di normalizzazione del reddito.

Il metodo finanziario tratta l'azienda da valutare alla stregua di un normale investimento, estendendo alla stessa i criteri e le formule adottate per le decisioni d'investimento. Il valore del capitale è definito dal valore attuale dei flussi di cassa prospettici, attualizzandoli a un tasso che rifletta il grado di rischio dell'investimento stesso. Rispetta per questo i principi della teoria finanziaria applicando il Discounted Cash Flow Method (DCF).

Anche in questo metodo, la prassi richiede di limitare i flussi di cassa analiticamente stimati ad un numero di massimo 5 anni. Altrimenti, occorre necessariamente introdurre opportuni adattamenti.

Al valore dell'azienda, si può pervenire in due modi: o calcolando dapprima il valore del suo attivo, ossia del capitale investito e detraendo da esso l'indebitamento; ovvero calcolando direttamente il valore del patrimonio netto.

Se si segue la prima strada, la determinazione prevede la stima dei flussi di cassa operativi (al lordo di oneri finanziari e variazione nei debiti) sommati e attualizzati; se si segue la seconda, si procede al calcolo dei flussi di cassa netti, anch'essi naturalmente sommati e attualizzati<sup>90</sup>. Le due vie analizzate corrispondono a due diverse visioni del metodo finanziario (unlevered e levered).

Con l'unlevered dfc method (o anche asset side approach), si determina dapprima il valore assegnabile al capitale investito, attualizzando i flussi di cassa operativi, e successivamente si deduce da esso il valore dei debiti finanziari netti, ossia della posizione finanziaria netta. I flussi di cassa operativi (Free Cash Flow from Operations

---

<sup>89</sup> Dallocchio, M., Lucchini, G., & Scarpelli, M. (2015). *Mergers & acquisitions*

<sup>90</sup> Potito, L. (2016). *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*. G Giappichelli Editore

FCFO determinati dalla tabella 4) sono calcolati prescindendo dalle modalità con cui viene finanziato il capitale investito nell'azienda, ossia al lordo degli oneri finanziari. Tale versione conduce alla determinazione del valore "per l'impresa" di spettanza di tutti i conferimenti del capitale investito (Enterprise Value). Il dato cui si perviene è dunque il capitale per gli investitori.

Tabella 4: determinazione dei FCFO

+	Margine operativo lordo
-	Variazione del capitale circolante netto commerciale
±	Variazione del Fondo TFR
±	Investimenti operativi (netti di disinvestimenti)
+	Imposte sul reddito operativo
=	FCFO (flusso di cassa operativo)

La formula del metodo, sinteticamente espressa è:

$$W = \sum FCFO_v + V_V - D$$

Dove:

$FCFO_v$  = valore attuale dei flussi futuri annuali

$V_V$  = valore attuale del valore terminale al tempo n

D = posizione finanziaria netta

La sommatoria dei flussi di cassa attualizzati così determinati, conduce al valore del capitale investito. Per ottenere il valore economico dell'azienda occorre poi aggiungere il valore finale o terminale attualizzato e sottrarre la posizione finanziaria netta.

Il levered DFC Method (equity side approach) consente di calcolare direttamente il valore economico del patrimonio netto (equity), calcolando i flussi di cassa netti disponibili per gli azionisti (FCFE: Free Cash Flow to Equity).

Tabella 5: determinazione dei FCFE

+	Margine operativo lordo
-	Variazione del capitale circolante netto commerciale

±	Variazione del fondo TFT
±	Investimenti operativi (netti di disinvestimenti)
=	FCFO (al lordo di imposte)
-	Interessi passivi netti
-	Imposte sul reddito d'esercizio
±	Variazione del Fondo imposte
±	Variazione programmata dell'indebitamento finanziario netto
=	FCFE (flusso monetario netto per gli azionisti)

In questo caso la formula è la seguente:

$$W = \sum FCFE_v + V_v$$

Una volta determinato il flusso di cassa operativo (ossia FCFO ma questa volta al lordo delle imposte), si sottraggono da quest'ultimo gli oneri finanziari e quindi le imposte sull'utile netto e si tiene infine conto delle variazioni monetarie relative al capitale proprio e all'indebitamento.

Per quanto riguarda i tassi di attualizzazione, nell'approccio levered il tasso esprimerà il rendimento del solo capitale di rischio:

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

Il tasso da applicare, viceversa, per l'approccio unlevered deve esprimere la media ponderata del costo del capitale di debito e del capitale di rischio, in quanto la sua misura deve essere rappresentativa del rendimento complessivo del capitale investito.

Tale tasso è individuato nel WACC:

$$WACC = K_e * E / (D + E) + K_d * D / (D + E) * (1 - t)$$

Dove:

$K_e$  = costo capitale di rischio

$E / (D + E)$  = quota di equity su totale fonti di copertura fabbisogno (D+E)

$K_d * (1 - t)$  = costo del debito al netto delle imposte (t)

$D / (D + E)$  = quota di debito su totale fonti di copertura fabbisogno (D+E)

Il wacc tiene conto quindi delle due fonti di capitale per l'impresa, ossia azionisti e finanziatori.

Il metodo finanziario può essere applicato attraverso tre procedimenti fondamentali:

1. Procedimenti sintetici: ipotizzano la costanza di alcuni parametri utilizzati nella valutazione;
2. Procedimenti analitici: in cui le valutazioni hanno un orizzonte temporale definito e il flusso di cassa è prevedibile nei singoli periodi;
3. Procedimenti analitici con terminal value (TV): in base ai quali il valore del capitale economico può essere ottenuto sommando il valore attuale dei flussi durante la previsione analitica e il valore attuale dei flussi dopo la previsione analitica.

I procedimenti sintetici sono condivisibili in tre circostanze:

1. Quando le aziende operano in condizioni di equilibrio (steady state). Affinché un'azienda possa essere definita steady state è necessario che si realizzino una serie di ipotesi, come la costanza dei ricavi e dei costi unitari, che non si registrino fenomeni di crescita, che gli investimenti di rinnovo eguaglino gli ammortamenti e che il rapporto d'indebitamento non muti nel tempo. In questo procedimento la formula per calcolare il capitale economico asset side diventa:

$$W_{asset} = \frac{FCFO}{WACC}$$

mentre equity side:

$$W_{equity} = \frac{FCFE}{K_e}$$

2. Quando il profilo di crescita dei flussi di cassa delle aziende è costante nel tempo (steady growth). Se si definisce con "g" il tasso di crescita del flusso di cassa atteso su un orizzonte temporale indefinito e con  $FCFO_1$  e  $FCFE_1$  il flusso di cassa atteso per l'esercizio seguente, il valore del capitale economico può essere così ottenuto rispettivamente per l'asset side e l'equity side come:

$$W_{asset} = \frac{FCFO_1}{WACC - g}$$

$$W_{equity} = \frac{FCFE_1}{K_e - g}$$

3. Quando la crescita dei flussi di cassa è costante, ma di durata limitata. In questo caso la crescita è prevista per n anni ad un tasso “g”. Difatti, rappresenta un approccio più realistico rispetto al prospettare una crescita perenne come nel caso precedente. In questo caso le formule di valutazione diventano rispettivamente:

$$W_{asset} = \frac{FCFO_1 \times (1 + g) \times \left[ 1 - \frac{(1 + g)^t}{(1 + WACC)^t} \right]}{(WACC - g)} + \frac{FCFO_{t+1}}{(1 + WACC)^t}$$

$$W_{equity} = \frac{FCFE_1 \times (1 + g) \times \left[ 1 - \frac{(1 + g)^t}{(1 + K_e)^t} \right]}{(K_e - g)} + \frac{FCFE_{t+1}}{(1 + K_e)^t}$$

Esiste infine una quarta circostanza in cui è possibile applicare il procedimento sintetico: la metodologia di valutazione a due stadi. Si tratta di situazioni in cui l’azienda attraversa una crescita differenziata, ripartibile in due sotto-periodi: un periodo iniziale di crescita intensa, destinato a esaurirsi nell’arco di pochi anni, un periodo successivo, denominato valore residuo o terminal o continuing value, in cui l’azienda cresce a tassi costanti ma più moderati<sup>91</sup>.

I procedimenti analitici, che prevedono i flussi di cassa in maniera analitica sino al termine della durata attesa dell’impresa, sono applicabili quando le valutazioni hanno un orizzonte temporale definito e il flusso di cassa è prevedibile nei singoli periodi, le cui formule sono le seguenti:

$$W_{asset} = \sum_{t=0}^T \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} : \text{per le valutazioni Asset side}$$

$$W_{equity} = \sum_{t=0}^T \frac{FCFE_t}{(1 + K_e)^t} : \text{per le valutazioni Equity side}$$

<sup>91</sup> Dallochio, M., Lucchini, G., & Scarpelli, M. (2015). Mergers & acquisitions

Nel procedimento analitico con Terminal Value (TV), tipicamente, i problemi da risolvere sono due: la determinazione dell'orizzonte temporale coperto dalla determinazione analitica dei flussi, e i criteri da adottare per la determinazione del terminal value. A titolo di esempio si riporta di seguito la formula che considera la sola metodologia di valutazione sintetica di Gordon<sup>92</sup>, la quale stima che l'impresa, una volta raggiunta la capacità di produzione "a regime", cresca indefinitamente al tasso  $g$ :

$$W_{asset} = \sum_{t=0}^T \frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFO_{t+1}}{(1+WACC)^t \cdot (WACC - g)}$$

$$W_{equity} = \sum_{t=0}^T \frac{FCFE_t}{(1+K_e)^t} + \frac{FCFE_T + 1}{(1+K_e)^t \cdot (K_e - g)}$$

Il metodo con il terminal value rappresenta la metodologia preferibile quando l'azienda non si trova in situazioni di equilibrio o quando sono previsti significativi interventi sulla gestione che modificano il profilo dei flussi per un numero limitato di anni.

## 2.6.2 APPROCCIO DI MERCATO. MULTIPLI E TRANSAZIONI COMPARABILI

L'approccio comparativo è fondato sull'idea di stimare il valore di un'azienda partendo dai prezzi di borsa di aziende simili quotate (stock market multiples) o dai prezzi negoziati in transazioni comparabili (deal multiples).

Per quanto tale, implica che la valutazione delle attività viene fatta in base a come le attività simili sono valutate dal mercato. Tali metodi presuppongono che il valore di mercato di un'impresa possa essere approssimato da un indicatore di valore per società comparabili o per transazioni comparabili. Gli indicatori di valore potrebbero includere

---

<sup>92</sup> dal nome di Myron J. Gordon, che la rese popolare a metà degli anni Cinquanta. M Gordon e E. Shapiro. "Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit". in: Management Science (ott. 1956)



i guadagni dell'azienda, il flusso di cassa operativo, l'EBITDA, le vendite e il valore contabile. Questo approccio è spesso descritto come basato sul mercato, poiché riflette gli importi che gli investitori sono disposti a pagare per ogni dollaro/euro di guadagno, flusso di cassa, vendite o valore contabile in un determinato momento. In quanto tale, riflette teoricamente il raziocinio collettivo degli investitori. A causa della necessità di utili o flussi di cassa correnti o a breve termine positivi, questo approccio è significativo solo per le società con utili o flussi di cassa positivi e stabili<sup>93</sup>.

I multipli utilizzati possono essere distinti in:

- multipli equity side (levered): sono calcolati su grandezze economiche al netto dell'impatto delle scelte di natura finanziaria (reddito lordo, reddito netto, patrimonio netto), al numeratore si utilizza il solo equity value;
- multipli asset side (unlevered): sono calcolati su grandezze economiche al lordo degli oneri finanziari (fatturato, margine operativo lordo, reddito operativo, flusso di cassa operativo), il valore a numeratore (enterprise value) è dato dalla somma del valore di mercato del patrimonio netto (equity value) e dell'indebitamento finanziario in essere al momento dell'acquisizione.

La seguente tabella illustra i moltiplicatori comunemente utilizzati:

tabella 6

MULTIPLI ASSET SIDE	MULTIPLI EQUITY SIDE
EV/EBIT: quoziente tra valore di mercato del capitale investito operativo e reddito operativo	P/E: rapporto tra il prezzo di mercato per azione e l'utile netto per azione
EV/EBITDA: quoziente tra valore di mercato del capitale investito operativo e margine lordo operativo	P/CF: rapporto tra il prezzo e il flusso di cassa calcolato sommando utili, ammortamenti e altri accantonamenti

<sup>93</sup> DePamphilis, D. (2019). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. Academic Press

EV/SALES: quoziente tra valore di mercato del capitale investito operativo e vendite	P/BV: rapporto tra il prezzo e il patrimonio netto contabile
--	--

Ulteriore distinzione all'interno dei multipli è fatta in funzione dei dati contabili su cui applicare i coefficienti moltiplicativi. A tale proposito sono possibili tre soluzioni:

- multipli correnti: ottenuti confrontando i prezzi di borsa con i risultati dell'ultimo bilancio disponibile;
- multipli leading: ottenuti confrontando i prezzi di borsa con i risultati attesi per il prossimo esercizio o per quelli successivi;
- Multipli trailing: desunti dal confronto con i risultati riferibili ai dodici mesi precedenti la data di riferimento assunta ai fini del calcolo degli indici.

I prezzi che si utilizzano per l'elaborazione dei multipli possono essere sia quelli di mercati regolamentati, sia quelli relativi a transazioni realmente avvenute e che riguardano società simili.

Per quanto riguarda l'applicazione della metodologia degli stock market multiples, essa si articola nelle seguenti fasi<sup>94</sup>:

1. Determinazione del campione di riferimento, attraverso l'applicazione di specifici criteri di selezione (settore di appartenenza, dimensione, area geografico ecc);
2. Determinazione di un intervallo temporale di riferimento;
3. Calcolo dei rapporti fondamentali ritenuti significativi;
4. Applicazione dei multipli selezionati ai valori patrimoniali e reddituali della società oggetto di valutazione.

Diversamente però dai prezzi di mercato, i prezzi di transazioni comparabili non hanno la stessa facilità di reperimento dei dati, data la frequenza delle transazioni e la pubblicità delle stesse. Senza contare l'ulteriore svantaggio che i dati conoscibili sulle negoziazioni effettuate possono essere insufficienti.

<sup>94</sup> Dallochio, M., Lucchini, G., & Scarpelli, M. (2015). Mergers & acquisitions

I multipli ricavati da transazioni comparabili (deal multiples), hanno il pregio di esprimere non solo i prezzi effettivamente applicati per le imprese simili, ma anche che tali prezzi sono il risultato di acquisizioni effettivamente concluse e quindi espressivi di una compravendita a condizioni di mercato. Ma presentano anche il limite di essere troppo spesso legati al momento in cui si è svolta la trattativa e alle specifiche aspettative e agli interessi di singoli acquirenti che hanno portato a concludere le operazioni<sup>95</sup>.

Le transazioni atte ad assumere la funzione di congrui parametri di confronto dovrebbero riguardare imprese che rappresentavano obiettivi di interesse strategico pari a quelli dell'impresa oggetto di valutazione.

Per quanto concerne lo schema di applicazione dell'approccio alla valutazione di un'impresa basato sui multipli di transazione si compone anche esso di quattro momenti principali<sup>96</sup>:

1. Scelta di un gruppo di transazioni di società comparabili;
2. Calcolo dei multipli per le società selezionate;
3. Calcolo dei multipli medi e mediani delle società del gruppo selezionato;
4. Applicazione dei multipli medi e mediani all'azienda oggetto di stima.

In ogni caso, in entrambi i tipi di multipli, il punto problematico risiede nell'effettiva comparabilità dell'impresa oggetto di valutazione.

Difatti, una volta definito il campione d'impresе di riferimento, si rende spesso necessario procedere ad un aggiustamento dei dati utilizzati per il calcolo dei multipli, allo scopo di essere più certi della loro significatività e della loro comparabilità. Al riguardo, vengono definiti "multipli adjusted" quando intervengono rettifiche al numeratore; "multipli clean" se invece la rettifica opera sul denominatore.

L'analista deve stare attento a seguire alcune linee guida nell'applicazione dei metodi dei multipli. In primo luogo, quando si utilizzano i multipli è fondamentale garantire che il multiplo sia definito allo stesso modo per tutte le imprese comparabili. Ad esempio, utilizzando un rapporto prezzo utili, i guadagni possono essere definiti come

---

<sup>95</sup> Potito, L. (2016). *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*. G Giappichelli Editore

<sup>96</sup> Dallochio, M., Lucchini, G., & Scarpelli, M. (2015). *Mergers & acquisitions*

finali (ovvero precedenti), attuali o previsti. Indipendentemente dal modo in cui vengono definiti gli utili, la definizione deve essere applicata in modo coerente a tutte le imprese del campione.

Inoltre, il numeratore e il denominatore del multiplo devono essere definiti allo stesso modo. Se il numeratore nel rapporto prezzo/utile è definito come prezzo per azione, anche il denominatore deve essere calcolato come utile per azione. In secondo luogo, l'analista deve esaminare la distribuzione dei multipli delle imprese confrontate ed eliminare i valori anomali. I valori anomali sono quelli i cui valori sono sostanzialmente diversi dagli altri nel campione. In caso contrario, si può falsare la media o la mediana del campione<sup>97</sup>.

Tenuto conto quanto visto nel paragrafo precedente relativo al DCF method, risulta di agevole comprensione individuare il motivo principale per cui tale metodo è così diffuso: la facilità di applicazione, la quale rappresenta il primo ed indiscutibile vantaggio della valutazione basata sui multipli. Ulteriori vantaggi sono rappresentati dalla possibilità di impiego in un qualsiasi processo valutativo, specialmente laddove la previsione dei flussi di cassa risulta difficile e dalla possibilità di utilizzare il metodo dei multipli come un'utile funzione di supporto, completando l'informazione complessiva da assumere nelle stime, o come un controllo finale sulla valutazione (sanity check).

Ovviamente il vantaggio di essere facilmente applicabili non deve indurre il lettore ad intendere il metodo dei multipli come un procedimento non implicante stime e congetture ad opera degli analisti finanziari. Anzi, il carattere soggettivo è molto forte anche in questo approccio, dovendo il valutatore compiere ipotesi e giudizi, che limitano l'efficacia del metodo di rappresentare la realtà.

Ulteriore limite è riscontrabile nella difficoltà di individuare una perfetta comparabilità, in quanto ogni impresa presenta caratteristiche peculiari che la distinguono dalle altre.

---

<sup>97</sup> DePamphilis, D. (2019). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. Academic Press

In ogni caso, i multipli devono essere costruiti in modo da essere espressione delle vere determinanti del valore delle imprese, e solo il loro uso scorretto e disinvolto deve essere osteggiato<sup>98</sup>.

## CAPITOLO III

### QUALE RUOLO PER LE OPERAZIONI DI M&A PER IL DOPO COVID-19

#### 3.1 INTRODUZIONE

Le incognite relative alla pandemia da Covid-19 proiettano ombre inquietanti per il prossimo futuro. La ripresa economica prospettata già nel 2021 è correlata ad una serie di fattori di difficile individuazione, primo fra tutti l'evolversi della pandemia stessa. È ovvio che in questa fase tutti siamo dominati dagli stessi dubbi: quanto durerà? Vi sarà un ritorno alla normalità già nel prossimo domani? Ci troviamo all'inizio di una recessione globale?

Offrire una risposta a questi quesiti sarà direttamente correlato alla traiettoria della pandemia e alle politiche messe in atto per contenerla e per rilanciare la ripresa economica.

Il carattere estremamente eccezionale della pandemia lo si può ravvisare anche nelle comunicazioni e nei suggerimenti delle istituzioni finanziarie che hanno fatto da sempre dell'austerità il proprio faro e che adesso, di fronte all'enorme impatto economico della pandemia, sembrano dare indicazione ai governi nazionali di spendere ad ogni costo.

Una rivoluzione anche ideologica, dettata sicuramente dal carattere straordinario della pandemia, che se può piacere ad alcuni, da sicuramente il senso della gravità della situazione.

---

<sup>98</sup> Potito, L. (2016). *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*. G Giappichelli Editore

Come prevedibile, la crisi non ha risparmiato il mercato dell'M&A, generando anche una certa tensione per le rinegoziazioni dei prezzi di vendita e per l'ampliamento delle garanzie per i nuovi deal.

Nei primi due capitoli si è offerta una panoramica per comprendere meglio il mondo dell'M&A e delle sue dinamiche.

In quest'ultimo capitolo verranno illustrati i possibili scenari futuri del mercato, nonché le difficoltà dei processi valutativi, partendo dall'analisi e dalle conseguenze della crisi dei subprime al fine di intercettare possibili analogie con la crisi attuale.

### **3.2 UN'ANALISI DAL PASSATO: LA CRISI DEL 2008**

La crisi finanziaria dei mutui subprime ha avuto inizio negli Stati Uniti nel 2006.

Al fine di effettuare un'analisi di tale crisi è necessario analizzare i presupposti da cui è scaturita, che vanno ravvisati nell'aumento significativo dell'erogazione di mutui ad alto rischio, ossia concessi a clienti che in condizioni normali non avrebbero ottenuto credito poiché non sarebbero stati in grado di fornire sufficienti garanzie, nonché nelle dinamiche del mercato immobiliare statunitense e nello sviluppo delle cartolarizzazioni<sup>99</sup>.

A partire dal 2000 e fino alla metà del 2006, negli Stati Uniti i prezzi delle abitazioni erano cresciuti in maniera costante e significativa, generando una vera e propria bolla immobiliare. Tale dinamica era favorita dalla politica monetaria accomodante della Federal Reserve (FED), che mantenne i tassi di interesse su valori storicamente bassi fino al 2004, in risposta alla crisi della bolla internet<sup>100</sup> e all'attacco dell'11 settembre 2001.

Una politica monetaria di questo tipo, rappresentata da tassi di interesse costantemente bassi, equivaleva a un basso costo di denaro per i prenditori dei fondi, ossia per le famiglie che richiedevano mutui ipotecari, e finì pertanto con lo stimolare la domanda

---

<sup>99</sup> CONSOB. La crisi finanziaria del 2007-2009 <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>. Consultato il 3/09/2020

<sup>100</sup> Per approfondimenti vedi paragrafo 1.6 Evoluzione del mercato delle Mergers and Acquisitions (quinta ondata)

di abitazioni alimentandone ulteriormente i relativi prezzi. La bolla immobiliare, inoltre, rendeva conveniente la concessione di mutui da parte delle istituzioni finanziarie che, in caso di insolvenza del mutuatario, potevano comunque recuperare il denaro prestato attraverso il pignoramento e la rivendita dell'abitazione.

In questo quadro macroeconomico, gli investitori e intermediari sembrarono essere scivolati in una specie di anestesia nei confronti del rischio, assumendone in quantità crescenti<sup>101</sup>.

Banche ed istituti finanziari facevano a gara per offrire sempre più 'denaro facile' a chiunque<sup>102</sup>.

Oltre alla bolla immobiliare e ai bassi tassi di interesse, la crescita dei mutui subprime è stata sostenuta anche dallo sviluppo delle operazioni di cartolarizzazione, ossia dalla possibilità per gli istituti creditizi di trasferire i mutui, dopo averli 'trasformati' in un titolo, a soggetti terzi (le cosiddette "società veicolo") e di recuperare immediatamente buona parte del credito, che altrimenti avrebbero riscosso solo al termine dei mutui stessi (10, 20 o 30 anni dopo). La cartolarizzazione consentiva alle banche, apparentemente, di liberarsi del rischio di insolvenza dei prenditori dei fondi e indeboliva così l'incentivo a valutare correttamente l'affidabilità dei clienti. Le società veicolo, dal canto loro, finanziavano l'acquisto dei mutui cartolarizzati mediante l'offerta agli investitori di titoli a breve termine.

Le istituzioni finanziarie, in particolare le grandi banche d'investimento, hanno creato in questa fase, un "sistema bancario ombra", sfuggente ai requisiti contabili e prudenziali, con un capitale trascurabile e un disallineamento estremo di scadenze tra attivo e passivo<sup>103</sup>.

Le società veicolo ("Special purpose vehicle" – SPV) presentavano all'attivo gli impieghi a medio e lungo termine ceduti dalle banche e al passivo titoli a breve termine

---

<sup>101</sup> Rossi, S. (2012). La crisi globale ed europea, le politiche per la stabilità finanziaria. *Capri, Convegno estivo ADEIMF (Associazione Docenti Economia Intermediari Mercati Finanziari)*, 15.

<sup>102</sup> Raviolo, G. (2009). *La crisi globale Da Bretton Woods ai mutui subprime*. GAIA srl-Edizioni Univ. Romane.

<sup>103</sup> Rossi, S. (2012). La crisi globale ed europea, le politiche per la stabilità finanziaria. *Capri, Convegno estivo ADEIMF (Associazione Docenti Economia Intermediari Mercati Finanziari)*, 15

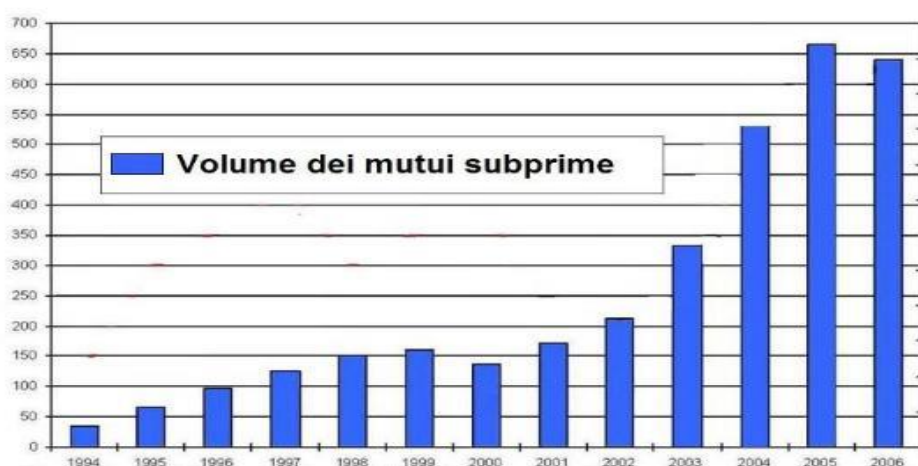
(le cosiddette “Asset backed commercial paper “– ABCP), garantiti dalle attività bancarie cedute e assistiti da linee di liquidità messe a disposizione dalle banche stesse. Una modalità alternativa di cartolarizzazione prevedeva l'emissione dei cosiddetti “Collateralised Debt Obligations” (CDO)<sup>104</sup> sempre tramite apposite società veicolo (spesso indicate anch'esse con la sigla CDO) e operazioni di ricartolarizzazione, nelle quali le attività sottostanti erano in prevalenza titoli strutturati<sup>105</sup>.

Tra il 2000 e il 2007, secondo il Fondo Monetario Internazionale, tali CDO sono aumentati a livello mondiale “da 185 miliardi di dollari a 1300 miliardi di dollari, di cui il 60% di essi aveva ricevuto da Fitch una tripla A (Fitch ratings, 2007)<sup>106</sup>.

La cartolarizzazione si configurava quindi come un'operazione di finanza strutturata, mediante la quale le banche rivendevano i mutui ad altre istituzioni finanziarie, in cambio di liquidità immediata.

Il vantaggio offerto dall'operazione era chiaro: la concessione di un mutuo implica, normalmente, un immediato impiego di risorse a fronte di una serie di pagamenti che si protraggono per diversi anni, qualificandosi quindi come uno strumento profittevole solo a lungo termine; la cartolarizzazione rappresentava, invece, una fonte di finanziamenti più veloce e meno costosa dei metodi tradizionali.

Figura 19: Volume dei mutui subprime negli USA dal 1994 al 2006



Fonte: Schloemer, E. (2006). *Losing Ground: Foreclosures in the Subprime Market & Their Cost to Homeowners*. DIANE Publishing.

<sup>104</sup> Titoli obbligazionari il cui rimborso non si basa sulle prospettive di reddito o sulla liquidazione di cespiti della società emittente, ma esclusivamente su un insieme di asset sottostanti

<sup>105</sup> CONSOB. La crisi finanziaria del 2007-2009 <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>. Consultato il 3/09/2020

<sup>106</sup> Bagella, M. (2015). *L'euro e la politica monetaria*. G Giappichelli Editore



Lo sviluppo delle cartolarizzazioni ha comportato il passaggio del modello di business delle banche dall'approccio “originate and hold” (in cui la banca eroga il mutuo e attende un lasso di tempo prima di recuperare la somma prestata e i relativi interessi) all'approccio “originate and distribute” (in cui invece la banca eroga il mutuo e lo trasferisce a terzi tramite cartolarizzazione, recuperando subito la somma prestata).

Per effetto delle cartolarizzazioni, le banche rientravano in tempi rapidi nella disponibilità del denaro prestato, che potevano riutilizzare per erogare altri mutui a clienti la cui affidabilità veniva valutata in maniera sempre meno accurata.

Grazie alla cartolarizzazione, le istituzioni finanziarie poterono espandere enormemente le attività in rapporto al capitale proprio (fenomeno del leverage o leva finanziaria). Ciò consentiva di realizzare profitti molto elevati, ma le esponeva anche al rischio di perdite ingenti<sup>107</sup>.

In tale contesto, a fronte dell'opacità dei prodotti e della difficoltà di apprezzarne il valore, il giudizio delle agenzie di rating ha assunto un'importanza crescente in quanto riferimento condiviso per la valutazione dei prodotti. Il rating, tuttavia, esprimeva i risultati di stime basate sui modelli di valutazione adottati dalle agenzie e risultava pertanto assoggettato ai limiti che le ipotesi alla base dei modelli stessi potevano presentare<sup>108</sup>. Tali limiti divennero evidenti in seguito allo scoppio della crisi subprime, quando divenne chiaro che le agenzie avevano utilizzato modelli non sufficientemente sofisticati, ovvero basati su ipotesi e scenari sull'evoluzione del quadro congiunturale troppo ottimistici. In quella circostanza fu palese, inoltre, che le agenzie avevano assegnato rating troppo generosi (anche per effetto di conflitti di interessi che creavano incentivi in tale direzione) e si erano dimostrate troppo caute nel rivedere il proprio giudizio sugli emittenti che incominciavano a manifestare i primi segnali di crisi.

L'assunto che aveva caratterizzato gli intermediari finanziari era semplice: anche se i diversi mutuatari erano a rischio di insolvenza, i loro debiti erano garantiti dalla casa e

---

<sup>107</sup> CONSOB. La crisi finanziaria del 2007-2009 <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>. Consultato il 3/09/2020

<sup>108</sup> Chomsisengphet, S., & Pennington-Cross, A. (2006). The evolution of the subprime mortgage market. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*.

visto che il mercato immobiliare era sano, l'affare non era tanto rischioso, potendo sempre rivendere la casa del mutuatario insolvente.

In definitiva, i titoli cartolarizzati, che venivano pubblicizzati come sicuri perché rendevano molto nonostante i bassi tassi di interesse, erano stati comprati da tutti gli istituti finanziari americani prima, e successivamente a livello globale. Tale circostanza ha creato i presupposti per la trasmissione della crisi dall'economia statunitense alle economie europee (dato che in quegli anni, il mercato dei mutui subprime valeva circa 1700 miliardi di dollari<sup>109</sup>) all'indomani dello scoppio della bolla del mercato immobiliare.

Al riguardo, è opportuno segnalare in primis, che già all'inizio del 2007 la domanda del mercato immobiliare stava subendo un forte rallentamento; in secondo luogo, sulle rate dei mutui subprime, iniziavano a farsi sentire gli effetti del progressivo aumento dei tassi di interesse a partire dal 2004 (figura 20), come misura da parte della FED per combattere le pressioni inflazionistiche, generate più da un aumento del prezzo delle materie prime che da un vero processo inflattivo interno<sup>110</sup>.

I mutui divennero sempre più costosi e aumentarono i casi di insolvenza delle famiglie incapaci di restituire rate sempre più onerose. La domanda di immobili si ridusse, con conseguente scoppio della bolla immobiliare e contrazione del valore delle ipoteche a garanzia dei mutui esistenti.

Oltre alla difficoltà di rientrare dal proprio debito, i mutuatari avevano sempre meno interesse ad estinguerlo, in quanto il valore dell'abitazione diminuiva. Ciò ha consentito ad alimentare un pericoloso circolo vizioso, rappresentato dal rapporto squilibrato che si era creato fra valore reale del sottostante e valore dei titoli scambiati. Nel 2007, il valore del mutuo concesso dalla banca eccedeva il valore dell'immobile sottostante, in quanto il mercato immobiliare fece registrare un crollo dei prezzi di circa il 30%<sup>111</sup>, i titoli emessi su tali mutui, di conseguenza, si comportarono allo stesso modo. Le banche, prevedendo un continuo aumento dei prezzi degli immobili, non si

---

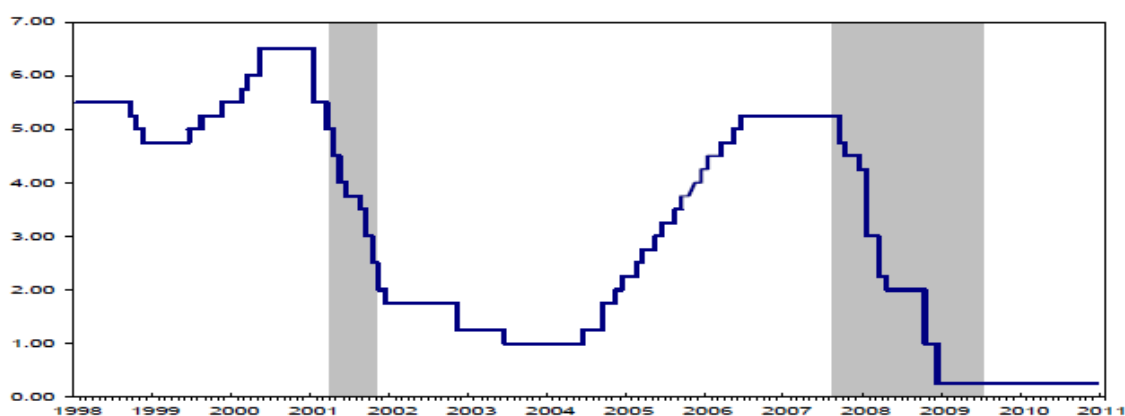
<sup>109</sup> Raviolo, G. (2009). *La crisi globale Da Bretton Woods ai mutui subprime*. GAIA srl-Edizioni Univ. Romane

<sup>110</sup> Blanchard, O., Amighini, A., & Giavazzi, F. (2014). *Macroeconomia: una prospettiva europea*. Bologna: Il Mulino

<sup>111</sup> Giavazzi, F., & Amighini, A. (2011). *La crisi del 2007-2010*. O. BLANCHARD "Macroeconomia", Il Mulino.

preoccuparono troppo dell'insolvenza dei clienti, in quanto avrebbero potuto ricomparsi la casa e rivenderla ad un prezzo più alto dell'ammontare del mutuo concesso. Attraverso la bolla del mercato immobiliare, moltissimi investitori avevano investito su titoli che dopo aver dato (nel breve periodo) profitti molto elevati, si depressero rapidamente, facendo trapelare quanto era celato dalle operazioni di cartolarizzazione, che consentivano di liberarsi del rischio in modo ingannevole, dato diffondendolo tra i diversi operatori finanziari e investitori individuali.

Figura 20: andamento del tasso di interesse applicato dalla Fed. Le zone in grigio rappresentano le crisi finanziarie



Fonte: The Conference Board (U.S. Leading Index)

Le perdite generate dal crollo dei titoli cartolarizzati si ripercossero in tutto il mondo della finanza, con effetti più o meno gravi contagiando quasi l'intero settore bancario. Le istituzioni finanziarie più coinvolte nell'erogazione dei mutui subprime registrarono pesanti perdite. A partire da luglio 2007 e per tutto il 2008, si susseguirono vari declassamenti del merito creditizio ("downgrading") di titoli cartolarizzati da parte delle agenzie di rating<sup>112</sup>. Tali titoli, ormai ampiamente diffusi sul mercato, persero ogni valore e divennero illiquidabili, costringendo le società veicolo a chiedere fondi alle banche che li avevano emessi e che avevano garantito linee di liquidità. Alcune banche, tuttavia, non furono in grado di reperire la liquidità necessaria per soddisfare tali richieste, poiché nessun istituto finanziario era disposto a fare loro credito.

<sup>112</sup> CONSOB. La crisi finanziaria del 2007-2009 <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>. Consultato il 3/09/2020

In un contesto di scarsa chiarezza circa la distribuzione dei titoli “tossici” nel sistema finanziario, infatti, le banche iniziarono ad interrogarsi sulle perdite subite e sulle perdite subite dai competitors, facendo scaturire un forte aumento dei tassi e una significativa contrazione della disponibilità delle banche a concedere credito ad altri istituti finanziari: la conseguenza fu una crisi di fiducia in quanto il mercato non voleva più prestarsi denaro per paura di incorrere in ulteriori perdite.

Dalla crisi di fiducia si sviluppò dunque una crisi di liquidità.

Molti istituti in dissesto non poterono chiedere prestiti alle banche concorrenti per pagare i debiti a breve, ritrovandosi costretti a vendere sui mercati finanziari titoli azionari e attività, con la conseguenza di generare un eccesso di offerta che portò al crollo degli indici di borsa, e di conseguenza, ad un ulteriore peggioramento dei bilanci degli istituti.

L’apice della crisi finanziaria si ebbe nel settembre del 2008, dopo un anno di instabilità che fece crollare diversi imperi finanziari<sup>113</sup>.

Le banche subirono pesanti perdite non solo per l’esposizione verso le società-veicolo, ma anche per le esposizioni verso soggetti colpiti dalla crisi (ad esempio, i fondi che avevano investito nei titoli cartolarizzati), ovvero per il possesso diretto di titoli strutturati per motivi di investimento.

Tali circostanze condussero alcuni tra i maggiori istituti di credito statunitensi verso il fallimento, evitato grazie all’intervento del Tesoro di concerto con la FED. La banca di investimento Lehman Brothers, tuttavia, non ricevette aiuti statali o supporto da soggetti privati e avviò le procedure fallimentari il 15 settembre 2008. L’insolvenza della banca d’affari americana Lehman Brothers innescò una nuova fase di intensa instabilità.

Cominciò a diffondersi il “bank run”<sup>114</sup>: i risparmiatori iniziarono a temere per i propri depositi, sfiduciati dalla solidità dei propri istituti, mentre le misure tradizionali di

---

<sup>113</sup> Raviolo, G. (2009). *La crisi globale Da Bretton Woods ai mutui subprime*. GAIA srl-Edizioni Univ. Romane

<sup>114</sup> fenomeno al quale si assiste quando in contemporanea numerosi clienti di una banca si recano in un istituto di credito per prelevare il proprio denaro in deposito. Questo fenomeno è tipico di molte crisi finanziarie e nasce dal timore che la banca in questione diventi insolvente. Si tratta di una reazione, insomma, che nasce dalla sfiducia nella solidità di un istituto <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/bankrun137.htm>

politica monetaria come la riduzione dei tassi di interesse non erano sufficienti a fronteggiare la caduta dei valori degli assets bancari.

La crisi apparve sempre più nella sua natura sistemica, con turbolenze senza precedenti che si estesero dal mercato dei prodotti strutturati ai mercati azionari, in particolare ai titoli delle società del settore finanziario, e progressivamente all'intero sistema finanziario evidenziando un elevato grado di interconnessione.

Per effetto dell'esposizione diretta o indiretta delle banche di alcuni paesi europei al fenomeno dei mutui subprime, il contagio si estese anche in Europa.

Durante l'estate del 2007, anche nel vecchio continente insorsero, infatti, i primi problemi legati alla crisi americana; ad esempio Deutsche Bank fu costretta a tagliare alcune linee di credito, BNP Paribas congelò tre fondi data l'impossibilità di valutarli adeguatamente, mentre diverse banche si dichiararono in difficoltà chiedendo finanziamenti alle rispettive banche centrali.

L'insolvenza di una parte importante di mutuatari statunitensi, si trasformò così in una crisi di liquidità globale, causata dalla forte interconnessione dei mercati finanziari, che gravò direttamente sui processi produttivi e sulla crescita, provocando una caduta di reddito e occupazione.

A tale caduta concorsero la restrizione del credito bancario a famiglie e imprese, il crollo dei mercati azionari e dei prezzi delle abitazioni e il progressivo deterioramento delle aspettative di famiglie e imprese, con conseguenti ripercussioni su consumi e investimenti.

Iniziò così la spirale negativa tipica dei periodi di crisi economica: ristagno degli affari e delle attività economiche, fallimento di piccole, medie e grandi imprese, tasso di disoccupazione giovanile alle stelle, instabilità politica, crisi dei consumi, aumento rapporto debito-PIL, tagli alla spesa pubblica e aumento delle imposte, furono solo alcune delle drammatiche conseguenze della crisi reale.

Dinanzi a tali cause e conseguenze, la crisi esplosa nel 2007 può essere definita come il più grande fenomeno di irresponsabilità sociale di istituzioni politiche ed economiche che si sia mai verificato nella storia<sup>115</sup>.

### **3.2.1 LE RISPOSTE DEGLI OPERATORI ISTITUZIONALI**

La crisi dei mutui si fece sentire molto presto anche in Borsa. In quei giorni frenetici gli investitori cercarono di vendere tutti i loro listini nel tentativo di ricavare liquidità. Il 9 agosto 2007 è il “giovedì nero” della crisi dei subprime: a Wall Street l’indice S&P perde circa il 3%, le principali piazze europee tra l’1 e il 3%.

Un dato su tutti ci fornisce l’idea della portata del danno che si stava creando: “dall’inizio della crisi dei mutui nel luglio 2007 al crack di Lehman Brothers del settembre 2008, le Borse di tutto il mondo bruciarono oltre 17 mila miliardi di dollari”<sup>116</sup>.

Le banche di investimento si trovarono ad assorbire molti prodotti derivanti dal processo di cartolarizzazione, internalizzando per una seconda volta i loro prestiti. Lo sforzo di contenere la crisi fu affidato largamente alle autorità di politica monetaria: le banche centrali cominciarono a rifinanziare le banche in difficoltà attraverso prestiti di ultima istanza e operazioni di mercato aperto.

Nell’ottobre del 2007 il settore bancario internazionale fu trascinato nel vortice della crisi della liquidità e del finanziamento che influenzò in modo profondo l’equilibrio del capitale, la redditività e le capacità operative.

Nel 2007 la BCE e la FED risposero immediatamente alla crisi tagliando i tassi di interesse a zero e adottando una serie di politiche che potrebbero essere definite non convenzionali, effettuando una politica monetaria espansiva, al fine di limitare la crisi di liquidità dell’intero sistema economico.

---

<sup>115</sup> Gallino, L. (2013). *Il colpo di Stato di banche e governi: l’attacco alla democrazia in Europa* (p. 256). Torino, Italy: Einaudi.

<sup>116</sup> Bagella, M. (2015). *L’euro e la politica monetaria*. G Giappichelli Editore.

L'aggravarsi della crisi spinse il governo americano a intervenire con un piano di salvataggio del sistema finanziario e dei grandi istituti di credito statunitensi, articolato sia in operazioni di nazionalizzazione sia in programmi di acquisto di titoli privati. Durante il biennio 2007-2009, il programma di acquisto di titoli cartolarizzati Tarp (Troubled asset relief program), la cui ampiezza era inizialmente fissata a 700 miliardi di dollari, raggiunse complessivamente 7.700 miliardi di dollari e comportò l'immissione di liquidità nel mercato bancario a tassi prossimi allo zero dalla FED a sostegno di banche e compagnie di assicurazione. Oltre al TARP, la Fed adottò altre politiche monetarie. C'è poi da sottolineare che, avendo in quegli anni raggiunto tassi di interesse di riferimento molto bassi, la politica monetaria tradizionale non trovò più spazio d'azione.

Anche in Europa, la BCE fu costretta a restituire liquidità al mercato finanziario. La crisi toccò per prima Northern Rock, quinto istituto di credito britannico specializzato nei mutui immobiliari, oggetto a metà settembre del 2007 di una corsa agli sportelli, che concesse ai clienti prestiti sino a cinque volte l'ammontare dei salari e fino al 125% del valore delle case<sup>117</sup>.

La Banca centrale britannica procedette alla nazionalizzazione dell'istituto, impegnando circa 110 miliardi di sterline.

La tecnica della nazionalizzazione, che consiste nell'acquisizione del controllo di una società da parte del governo del Paese per evitarne la bancarotta, è stata la più adottata dal Regno Unito per combattere la crisi.

A questo intervento ne seguirono altri, anche nella forma di ricapitalizzazioni e acquisti di obbligazioni a sostegno di varie banche in crisi.

Consistenti piani di salvataggio per istituti di credito in difficoltà vennero predisposti da Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Grecia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Svezia. Nel complesso gli aiuti erogati dai governi alle banche dei rispettivi sistemi nazionali raggiunsero i 3.166 miliardi di euro in Europa, sotto forma

---

<sup>117</sup> Raviolo, G. (2009). *La crisi globale Da Bretton Woods ai mutui subprime*. GAIA srl-Edizioni Univ. Romane

di garanzie (2.443 miliardi), ricapitalizzazioni (472 miliardi) e linee di credito e prestiti (251 miliardi)<sup>118</sup>.

In particolare, in Germania gli aiuti pubblici alle banche sono stati di ammontare considerevole, sia sotto forma di garanzie sulle passività bancarie sia sotto forma di sottoscrizione di azioni o titoli subordinati (oltre 380 miliardi di euro di garanzie e circa 56 di capitale). Emersero difficoltà anche per la banca tedesca IKB Deutsche Industriebank. Tale istituto si vide abbassare il rating del proprio portafoglio, il quale conteneva molte CDO, basate soprattutto su mutui ipotecari. La stessa Deutsche Bank risultava però esposta al rischio dei mutui, perché aveva investito in strumenti finanziari promossi dalla IKB <sup>119</sup>.

In Spagna il più consistente intervento di ricapitalizzazione ha coinvolto il fondo europeo di salvataggio (EFSF), che nel 2012 ha erogato un prestito allo Stato di oltre 30 miliardi di euro; tale somma costituisce la prima tranche dei 100 miliardi di aiuti concessi dall'Unione Europea al Paese per la ricapitalizzazione e la ristrutturazione del sistema bancario domestico.

In Italia, invece, il sistema bancario non è stato assistito da significativi interventi di sostegno pubblico sino alla fine del 2011. Lo Stato si è limitato, infatti, a sottoscrivere obbligazioni subordinate, per un ammontare complessivo di poco più di 4 miliardi di euro, emesse da quattro banche, a fronte dell'impegno degli istituti emittenti a non ridurre il credito erogato all'economia reale. Le maggiori difficoltà per le banche italiane sono state determinate, invece, dalla crisi del debito sovrano che, acuitasi dalla metà del 2011, ha provocato un deterioramento degli attivi bancari a causa dei consistenti investimenti diretti degli istituti di credito in titoli pubblici domestici. L'intervento dello Stato, in tal caso, ha preso la forma di garanzia pubblica sulle obbligazioni emesse dalle banche (per un ammontare di circa 120 miliardi) con l'obiettivo di alleviarne le difficoltà di provvista attraverso la riduzione del costo della

---

<sup>118</sup> CONSOB. La crisi finanziaria del 2007-2009 <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>. Consultato il 3/09/2020

<sup>119</sup> Bloom, R. (2011). The Financial Crisis Inquiry Report. *The CPA Journal*, 81(5), 6.



raccolta obbligazionaria e l'accesso alle operazioni di rifinanziamento presso la BCE garantite dagli stessi titoli obbligazionari<sup>120</sup>.

Oltre all'Italia, anche negli altri paesi i salvataggi bancari accrebbero in modo significativo il debito pubblico, gettando i presupposti per la cosiddetta crisi del debito sovrano. Modificare le condizioni che avevano provocato la crisi, era una pratica che avrebbe richiesto del tempo. Tutto ciò che poterono fare gli attori internazionali fu di limitare i meccanismi amplificativi, fornendo liquidità al sistema e cercare di rallentare la corsa agli sportelli.

Può risultare interessante fare un parallelo tra la FED e la BCE: mentre la Banca Centrale Statunitense non ha limiti istituzionali nel seguire una politica monetaria definita di Quantitative Easing, attraverso l'acquisto di titoli pubblici, non altrettanto poteva fare la BCE, limitata dal Trattato di Maastricht. La BCE quindi, avendo limiti predefiniti dal suo stesso Statuto, "non era in grado di svolgere la funzione tipica delle banche centrali di essere prestatore di ultima istanza, ovvero di acquistare [...] titoli sovrani per salvaguardare l'euro [...], come ha fatto la FED per salvaguardare il dollaro<sup>121</sup>.

La crisi mise in discussione la capacità di tenuta di quasi tutti i comparti della regolamentazione del sistema finanziario, da quella sui requisiti di capitale a quella sui principi contabili, per l'attitudine a creare un sistema di incentivi distorto e deresponsabilizzante. È emersa, inoltre, la necessità di rivedere l'approccio tradizionalmente improntato all'autodisciplina in alcuni settori del mercato finanziario (tra i quali quello relativo ad agenzie di rating, fondi speculativi e mercati cosiddetti over the counter) e di dettare standard più vincolanti in materia di governance delle imprese, soprattutto per ciò che riguarda le politiche di remunerazione dei manager e di gestione dei rischi.

Gli eventi occorsi hanno messo in evidenza, infine, la necessità di una riforma degli assetti istituzionali della supervisione finanziaria in Europa e negli USA. Da queste riflessioni, a seguito di ampio e articolato dibattito, in Europa è stata disegnata una

---

<sup>120</sup> si veda la Relazione Annuale della Consob per l'anno 2012.

<sup>121</sup> Bagella, M. (2015). *L'euro e la politica monetaria*. G Giappichelli Editore

nuova architettura istituzionale volta a promuovere regole armonizzate e prassi uniformi di vigilanza e applicazione delle norme<sup>122</sup>.

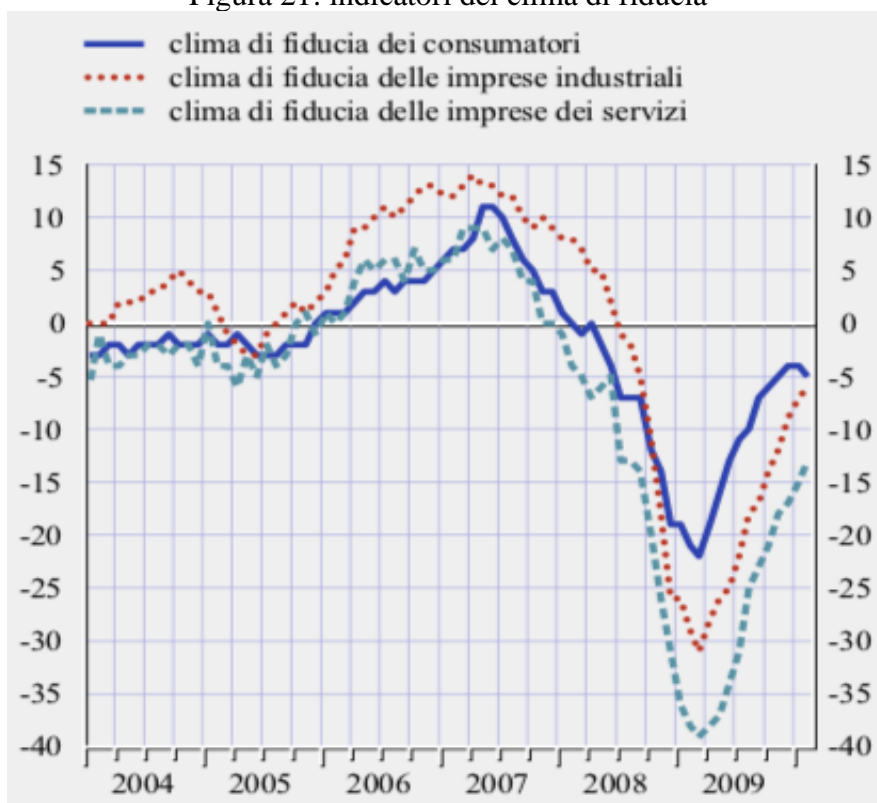
### 3.2.2 EFFETTI SULLE OPERAZIONI DI M&A

Le fusioni e acquisizioni sono una parte vitale di qualsiasi economia sana, perché costringono le aziende a utilizzare le proprie risorse in modo efficiente e consentono alle aziende forti di crescere e alle società più deboli di essere inghiottite<sup>123</sup>.

L'andamento dell'attività di M&A è un indicatore predittivo del tasso di fiducia dei mercati, in quanto gli acquirenti possono avviare o abbandonare potenziali operazioni con estrema rapidità al mutare degli umori sulla prevista evoluzione del contesto<sup>124</sup>.

Non sorprende dunque, vista la crisi di fiducia dell'intero sistema economico, che le operazioni di M&A subirono una battuta di arresto.

Figura 21: indicatori del clima di fiducia



Fonte: Europea, B. C. (2009). Rapporto annuale. Public Finance in Emu.

<sup>122</sup> CONSOB. La crisi finanziaria del 2007-2009 <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>. Consultato il 3/09/2020

<sup>123</sup> Baker, H. K., & Kiyamaz, H. (Eds.). (2011). *The art of capital restructuring: Creating shareholder value through mergers and acquisitions* (Vol. 14). John Wiley & Sons.

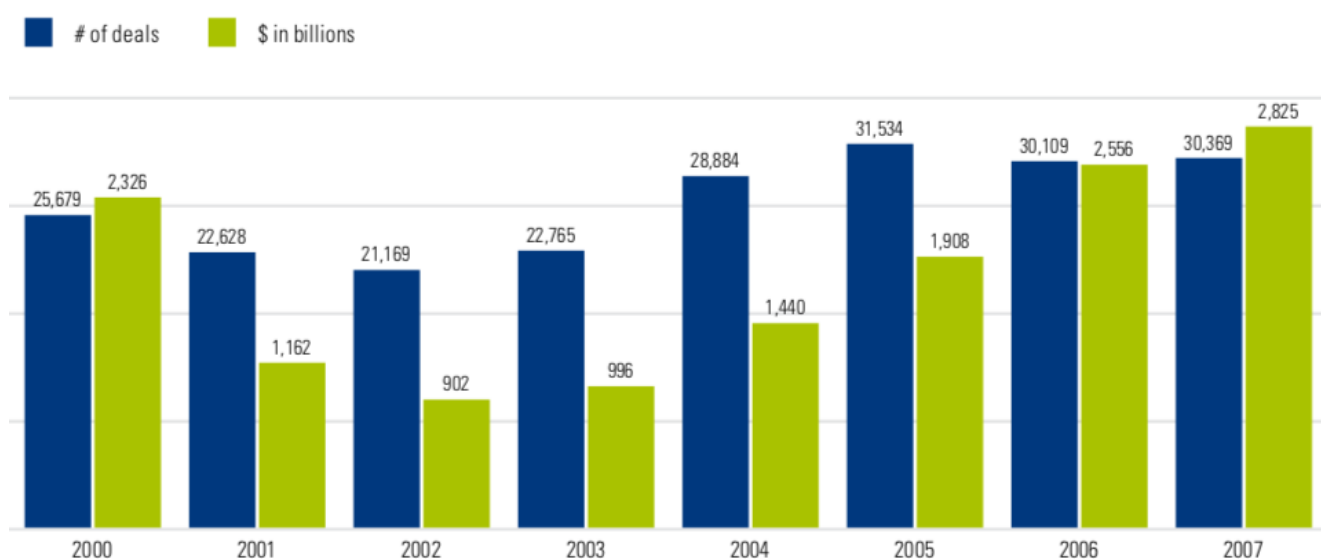
<sup>124</sup> Gagliardi G. (2015). M&A: le prospettive. *Amministrazione & Finanza* n. 11

Con l'acuirsi della crisi finanziaria globale gli acquirenti abbandonarono in massa il mercato, a causa della mancanza di fiducia non solo del sistema economico e delle sue evoluzioni ma anche per la difficoltà di valutazione dei bilanci delle imprese, che ormai si basavano su risultati economici privi di sostanza.

Nel paragrafo precedente si è detto molto sull'entità della distruzione del valore causata dalla crisi finanziaria globale. Tuttavia, è l'impatto sulla perdita di fiducia nel sistema finanziario ad essere stata probabilmente l'eredità più duratura della crisi<sup>125</sup>.

La crisi economica del 2008 ha segnato la fine della sesta ondata di M&A, la quale è iniziata nel 2003, ed è stata caratterizzata (come descritto nel paragrafo 1.6) dall'affermarsi della globalizzazione, dai derivati, dalla ripresa del leverage e dall'esplosione del fenomeno private equity.

Figura 22: andamento operazioni M&A



Fonte: WilmerHale 2008 M&A Report. Attorney Advertising. © 2008 Wilmer Cutler Pickering Hale and Dorr LLP

Con l'inizio della crisi finanziaria, la situazione fu totalmente rovesciata.

All'interno dei report che analizzavano l'andamento per il 2007, si prospettava l'Outlook per il 2008, a seguito dello scoppio della crisi finanziaria.

<sup>125</sup> PricewaterhouseCoopers (2009). Back to the 'domestic' future. From strategic expansion to rapid contraction in financial services M&A in EMEA

Le principali tematiche affrontate all'interno dei report, analizzavano l'imponente stretta creditizia che non sembrava mostrare segni di miglioramento nel breve termine, e di come la principale conseguenza della crisi sulle operazioni di M&A erano prospettate dal calo vertiginoso delle operazioni garantite da investitori finanziari, fondi di private equity su tutti. Quest'ultimi, hanno guidato l'attività di fusione e acquisizione nella sesta ondata, ed adesso erano alle prese con il risanamento dei propri portafogli azionari.

Il volume in dollari delle transazioni garantite da private equity segnalate negli Stati Uniti è stato inferiore dell'80% nel quarto trimestre del 2007 e nel primo trimestre del 2008 rispetto al 2006, ed è diminuito del 65% in tutto il mondo.

La contrazione del credito, unita alla difficoltà che gli investitori finanziari stavano attraversando, generò una mancanza di capitale di debito, con la conseguenza che la crisi ha richiesto maggiori contributi azionari da parte degli azionisti e dei proprietari d'impresa.

L'indebolimento delle condizioni economiche offuscava anche le prospettive di fusione e acquisizione per il bilancio degli anni a seguire. I fattori economici avversi includevano i prezzi record del petrolio e l'aumento dei prezzi dei generi alimentari in tutto il mondo, insieme, negli Stati Uniti, al continuo calo del mercato immobiliare e alla persistenza di una certa inflazione di fondo generata dalle politiche monetarie espansive delle banche centrali.

I report prevedevano che la stretta creditizia e le fosche previsioni economiche avrebbero avuto un impatto anche sugli acquirenti strategici per gran parte del 2008.

Difatti, se i potenziali acquirenti si aspettano una recessione, possono scegliere di conservare la liquidità o il credito disponibile e rinunciare alle transazioni di fusione e acquisizione. Inoltre, c'è spesso un ritardo tra la disponibilità di un venditore ad accettare un prezzo di transazione inferiore e i prezzi ribassati offerti dagli acquirenti alla luce di ipotesi economiche meno ottimistiche.

In tutti i report di questo periodo, si prospettava dunque una pausa nell'attività di fusione e acquisizione. Mentre le prospettive oltre il 2008 dipendevano in larga misura

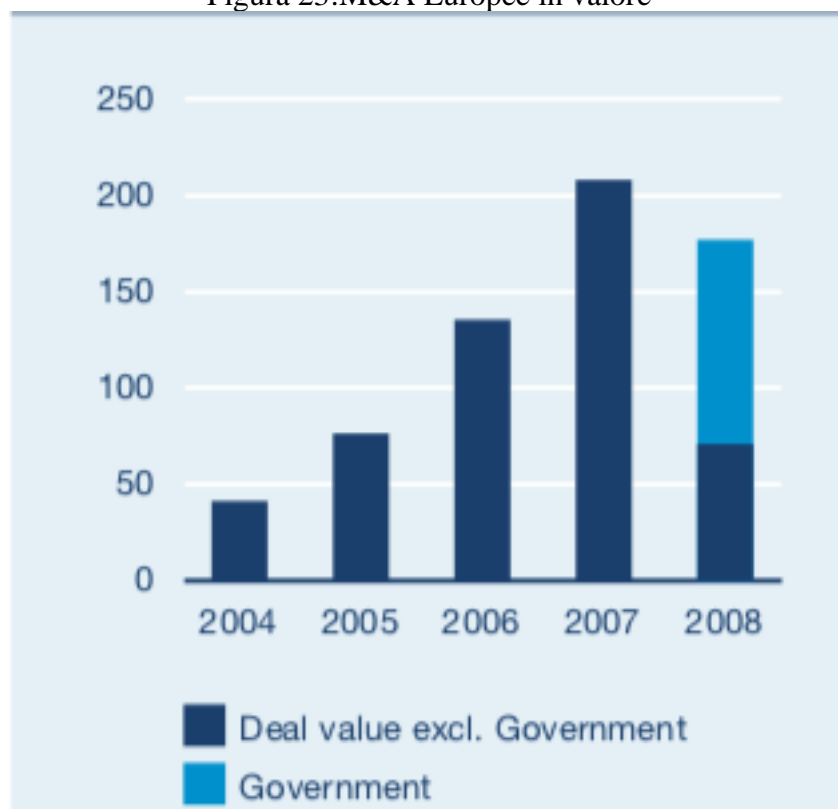
dalla salute dei mercati del credito, dalla forza dell'economia nel suo insieme e nella fiducia riposta nel mercato<sup>126</sup>.

Difatti, nonostante la ricapitalizzazione di molte delle principali banche da parte dei governi nazionali, la fiducia non fu ripristinata nel sistema finanziario. Le incertezze persistevano ed in questo contesto gli operatori di M&A come le istituzioni finanziarie, le società di private equity e persino i fondi sovrani, sono stati comprensibilmente preoccupati dalle esigenze quotidiane della crisi.

Nel post crisi si è assistito ad una maggiore focalizzazione sul mercato interno ed a una forte presenza di investimenti governativi.

Nel 2008 il valore totale degli accordi è stato gonfiato dagli investimenti del governo. Senza questo apporto, il valore totale delle operazioni di M&A di servizi finanziari sarebbe diminuito del 65%.

Figura 23: M&A Europee in valore



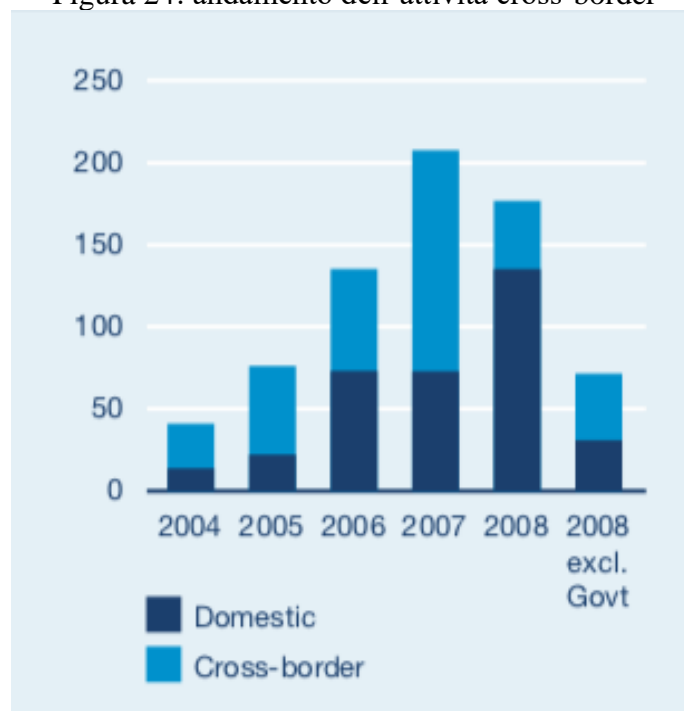
Fonte: PricewaterhouseCoopers (2009). Back to the 'domestic' future. From strategic expansion to rapid contraction in financial services M&A in EMEA

<sup>126</sup> WilmerHale 2009 M&A Report. Attorney Advertising. © 2009 Wilmer Cutler Pickering Hale and Dorr LLP

Questa attività governativa ha fatto sì che le fusioni e acquisizioni nel settore fossero fortemente sbilanciate verso il settore bancario, che ha registrato operazioni per 152 miliardi di euro contro 11 miliardi di euro di assicurazioni. La conseguenza del coinvolgimento del governo è stato un passaggio significativo agli accordi interni, rispetto al modello degli accordi transfrontalieri osservato negli ultimi anni.

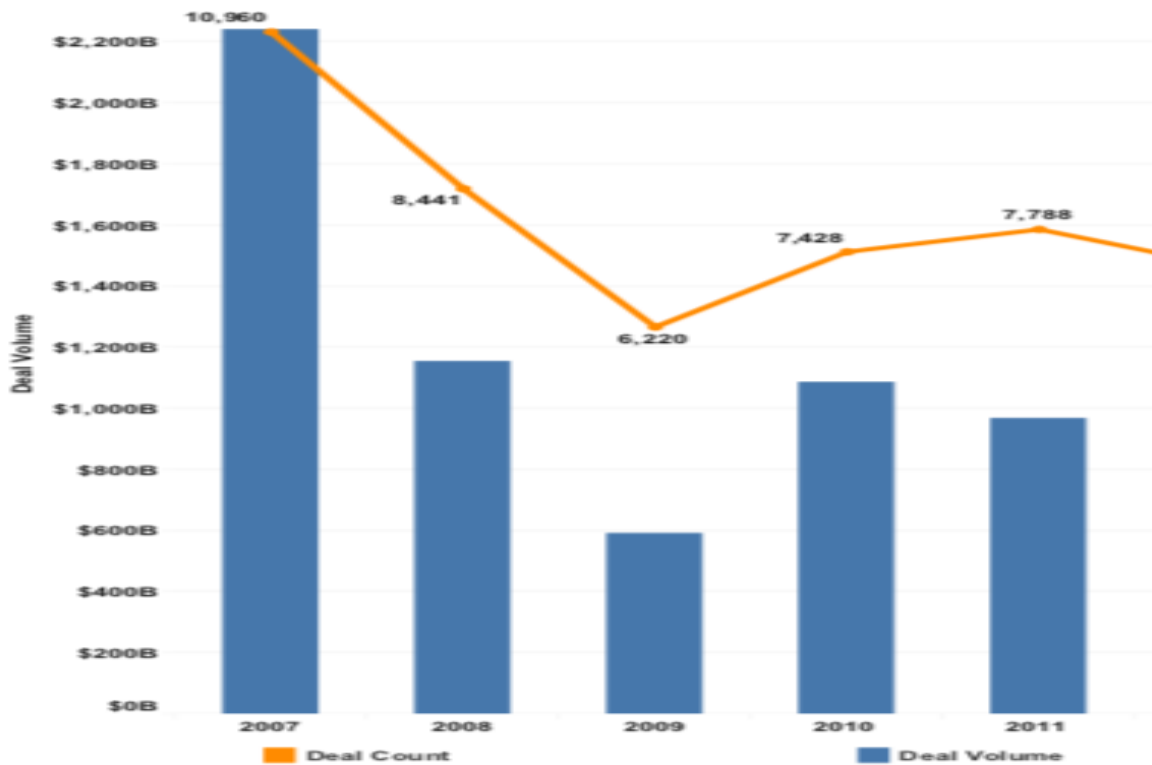
Difatti, il 2008 è stato considerato come l'anno zero per i servizi finanziari M&A. La crisi ha avuto un impatto tangibile sulle priorità strategiche delle imprese e delle società di servizi finanziari, segnando così l'attività cross-border, in cui quasi la totalità delle imprese è stata messa alla prova con i problemi di ristrutturazione della propria attività, allontanandosi dai mercati emergenti e dalle aspirazioni globali verso le priorità interne.

Figura 24: andamento dell'attività cross-border



Fonte: PricewaterhouseCoopers (2009). Back to the 'domestic' future. From strategic expansion to rapid contraction in financial services M&A in EMEA

Figura 25: andamento dell'attività cross-border 2007-2011



Fonte: Bloomberg Law

Ulteriore conseguenza di questa crisi è stata la diminuzione dei prezzi, i quali sono stati nel 2008 più bassi rispetto ai livelli storici.

Come abbiamo notato nel capitolo precedente, i prezzi delle transazioni non sono guidati esclusivamente da questioni di valore fondamentale (vale a dire valori basati su aspettative di guadagni futuri, livelli di capitale e costo di questo capitale); dipendono anche da altri fattori di prezzo, compreso il “sentiment” a breve termine, il numero di attività o beni disponibili per la vendita, il numero di potenziali acquirenti, anomalie a breve termine e dalla disponibilità di finanziamenti accessibili.

Non sorprende che vi sia stata quindi, una grande differenza tra le transazioni completate prima del 15 settembre (la data in cui Lehman Brothers ha dichiarato il fallimento) e quelle successive a tale data. Le transazioni completate prima del 15 settembre sono state effettuate a livelli di P/E impliciti molto più elevati rispetto alle transazioni completate nel periodo successivo al 15 settembre (17,8 contro 5,4). La data del 15 settembre può essere meglio descritta come un punto di svolta: dopo questa data, le aspettative di crescita degli utili diminuirono drasticamente.

Inoltre, la valutazione delle aziende in questa fase non era di agevole comprensione. Abbiamo visto nel capitolo precedente quanti fattori influenzino il procedimento valutativo.

Nella fase post crisi, non solo era difficile prevedere l'andamento del mercato, essendo lo stesso in rapida evoluzione, ma vi furono una serie di problemi relativi alla valutazione aziendale in senso tecnico. In primis, mancavano dei dati storici su cui basare la valutazione, essendo la prima volta che il mercato finanziario globale si ritrovava in una fase di profonda recessione e i dati recenti a disposizione dei valutatori erano costruiti sulle condizioni più favorevoli del credito dell'ultimo decennio. I valori immobiliari iscritti nel bilancio delle singole aziende, erano costantemente in calo, e investitori e advisors difficilmente potevano prevedere la velocità con cui il prezzo degli immobili scendeva nei diversi mercati. Non era inoltre prevedibile l'evoluzione della legislazione e degli interventi governativi. In diversi paesi ad esempio, fu esteso il periodo di rimborso del mutuo su alcuni mutuatari creando così incertezza sull'applicabilità dei contratti. Tutte queste problematiche possono essere racchiuse all'interno del problema principale della valutazione aziendale in questo periodo, ossia la qualità delle informazioni. In questa fase tutti erano cauti nella valutazione aziendale, essendo difficile prevedere l'evoluzione del mercato, mentre gli investitori richiedevano informazioni quanto più dettagliate e dei dati campionati più ampi nell'ambito del processo di due diligence, rallentandone l'esecuzione.

Tutto ciò rifletteva l'incertezza generale del mercato e la crescente avversione al rischio da parte degli advisors finanziari e degli investitori stessi.



### 3.3 LA RIPRESA DELLE ATTIVITA' DI M&A

Per analizzare la ripresa dell'attività di M&A, dobbiamo scindere il segmento dei Private Equity e quindi degli investitori finanziari nel loro insieme, da quello dei corporates.

Gli investitori finanziari durante le fasi di recessione dell'economia tendono a rimanere sulle proprie posizioni, soprattutto quando risulta difficile prevedere lo sviluppo del mercato. In aggiunta, la crisi finanziaria ha colpito direttamente il portafoglio di tali investitori, decretando definitivamente la loro assenza nel mercato dell'M&A. Gli investitori finanziari si sono occupati per lo più di razionalizzare il proprio portafoglio (ovvero le società possedute dai fondi), con attività di ristrutturazione sia industriali che finanziarie le quali in alcuni casi hanno determinato successive operazioni di "distressed M&A"<sup>127</sup>. Inoltre diversi fondi hanno dovuto assistere alla richiesta dei propri investitori (limited partners), di ridurre la propria partecipazione al fondo.

Per quanto riguarda i Corporates, pur perdurando la scarsa disponibilità di credito bancario e la carenza di società target "performanti", furono diverse le operazioni concluse.

Tabella 7: PRINCIPALI OPERAZIONI CONCLUSE 2009

Acquirente	Target	Valore
Walt Disney	Marvel	\$ 4 billion
Baker Hughes	BJ Service	\$ 5.5 billion
Volkswagen	Porsche	€ 5 billion
Warner Chilcott	Divisione Farmaceutica P&G	\$ 3.1 billion
Vivendi	GVT	€ 2 billion
ENEL	ENDESA	€ 9.6 billion

<sup>127</sup> <https://www.pwc.com/it/it/press-room/assets/docs/pr-forum-italia.pdf> consultato il 5/09/2020

XEROX	ACS	\$ 6.4 billion
ABBOTT LAB	Solvay	\$ 7 billion

Fonte: Il sole 24 ore, The Economist

Le operazioni tra corporates furono anzi agevolate dall'assenza di fondi di private equity, i quali, grazie anche all'estrema disponibilità di finanza, riuscivano ad essere più competitivi e a pagare multipli più elevati di quanto potessero fare i corporates.

In ogni caso, nel periodo tra il 2009-2013, il mercato di M&A è rimasto piuttosto debole, poiché molte società stavano ancora ricostruendo i propri bilanci, concentrandosi sul proprio core business, disinvestendo attività non essenziali e accumulando livelli record di riserve di liquidità.

Tuttavia, già nel 2011 si prospettava una ripresa dell'attività di M&A, in cui l'attività prevalente è stata rappresentata da disinvestimenti e spin-off<sup>128</sup> in gran parte del settore finanziario<sup>129</sup>, così come dall'attività cross border.

La crisi finanziaria globale stava cambiando il panorama delle fusioni e acquisizioni (M&A) identificando nuovi obiettivi di M&A, che indicavano un cambiamento significativo delle pratiche commerciali globali. Ancor più che mai, le aziende stavano implementando strategie che includessero l'accesso a nuove aree geografiche, rispondendo alla crisi concentrandosi sulla crescita al di fuori delle regioni del loro paese d'origine, ampliando la diversificazione geografica e gli investimenti nei mercati secondari.

La precedente attività di fusione e acquisizione era concentrata nella triade di Stati Uniti, Europa e Giappone, i più grandi mercati di consumo del mondo. Con l'avvento della crisi e la saturazione del mercato della triade, le aziende cercarono nuovi mercati di consumo in espansione e aperti a nuove opportunità<sup>130</sup>.

<sup>128</sup> Operazione mediante la quale una società o un ramo di essa vengono apportati presso ad altra società esistente o di nuova costituzione ricevendo come contropartita non denaro, ma azioni della società conferitaria.

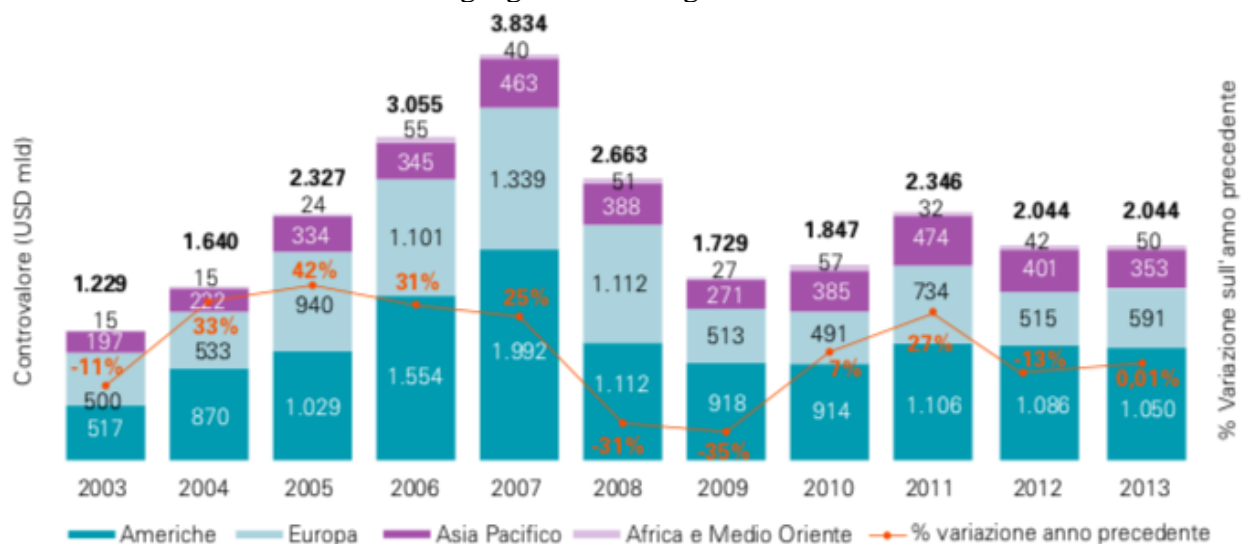
<sup>129</sup> Deloitte LLP. (2018). Past as prologue Navigating through the 2018-2020 M&A cycle © 2018 Deloitte LLP. All rights reserved.

<sup>130</sup> Grave, K., Vardiabasis, D., & Yavas, B. (2012). The global financial crisis and M&A. *International Journal of Business and Management*, 7(11), 56.

Difatti durante il 2011 quasi la metà del controvalore complessivo del mercato globale fu determinato da transazioni cross border. Un dato impressionante, che delinea chiaramente l'accelerazione dei processi d'integrazione economica e di globalizzazione in corso. L'Europa è l'area dove quest'attività fu più intensa, segno che le aziende del Vecchio Continente rappresentavano ancora asset di grande interesse per gli investitori<sup>131</sup>. Per quanto riguarda i settori più attivi, furono senza dubbio il Consumer Market e l'Industrial Market.

Tuttavia, sebbene l'attività di M&A durante quest'anno fece pensare ad una ripresa del mercato, non vi fu un decollo dell'attività di M&A dopo il 2011, in quanto erano ancora pesanti gli effetti della crisi finanziaria.

Figura 26: Mercato mondiale M&A 2003-2013: controvalore operazioni completate per area geografica del target



Fonte: elaborazioni KPMG Corporate Finance su dati Thomson Reuters (M&A completed, target)

Negli anni 2012-2013 il mercato aspettava un segnale di ripresa, presentandosi con un andamento altalenante e discontinuo, senza una direzione precisa, mantenendo una posizione attendista e presentando anche il rallentamento dell'attività cross border. È chiaro che il clima recessivo e le incertezze che toccano le economie occidentali pesano molto sul mood degli investitori.

<sup>131</sup> KPMG 2011 Rapporto Mergers & Acquisitions

Ulteriore dato allarmante della sfiducia verso il mercato è rappresentato dal fatto che per la prima volta, in concomitanza di variazioni positive degli indici azionari, si è registrata una contrazione dell'attività di M&A, cosa che non era accaduta nelle crisi passate in cui vi era una correlazione positiva tra gli indici azionari e l'attività di M&A. Nel 2014, dopo anni di risultati altalenanti, il mercato dell'M&A ha fatto registrare un'inversione di tendenza. Sono state registrate circa trentamila operazioni concluse (+9% rispetto al 2013) con un controvalore pari a 2.468 miliardi di dollari (+21% rispetto al 2013)<sup>132</sup>. La globalizzazione è il grande palcoscenico dell'M&A, in cui l'attività cross border è cresciuta del 44% rispetto all'anno precedente in termini di controvalore.

Nonostante l'Europa rimanga in stallo in questa fase, caratterizzata dalle debolezze dell'area Euro, da un mercato del credito ancora poco accessibile nonostante i bassi tassi di interesse e dalla volatilità dei mercati finanziari dovuta alle tensioni geopolitiche (dalle incertezze legate all'economia greca alla crisi ucraina, agli embarghi alla Russia); gli Stati Uniti trainano la ripresa globale dell'M&A con quasi un terzo dei volumi globali realizzati, grazie alla forza dei fondi di Private Equity che non aspettavano altro che una ripresa economica per investire.

Inoltre, tale anno segna anche l'ingresso della Cina come investitore globale, a caccia di opportunità d'investimento sia nel settore manifatturiero, ma anche nei servizi. Non a caso il 2014 segna il record delle acquisizioni cinesi all'estero: 173 deal per 38 miliardi di dollari di controvalore.

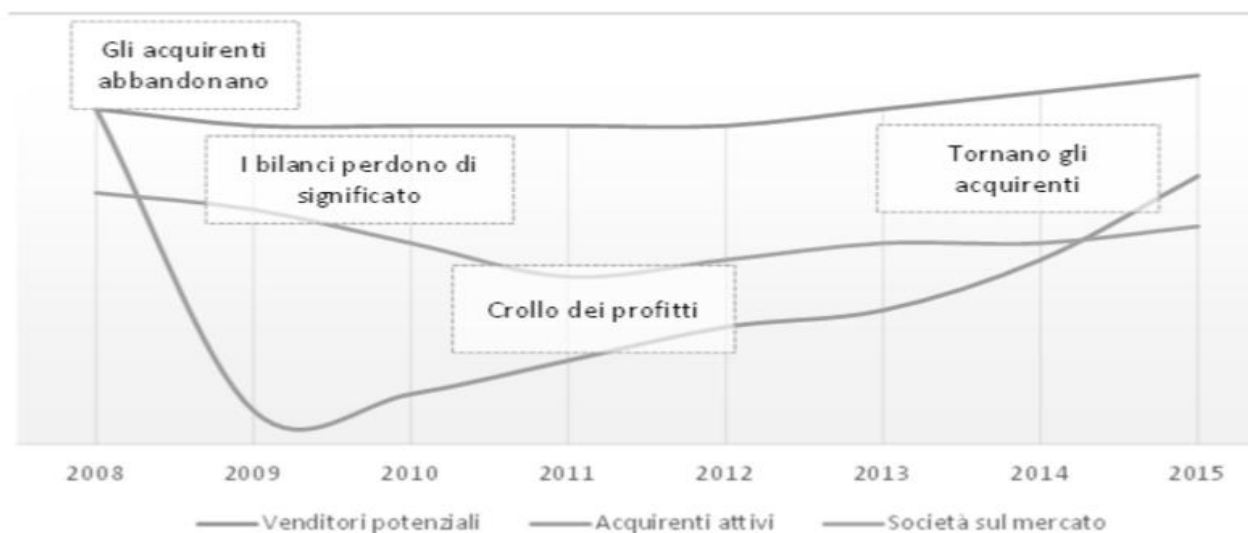
Il dato che simboleggia la comprovata fiducia del mercato nella ripresa economica è rappresentato dal ritorno degli investitori finanziari, che tornano ad essere protagonisti nell'attività di M&A con 7.299 operazioni completate (+29% rispetto all'anno precedente) raggiungendo 718 miliardi di dollari, il valore più alto negli ultimi 7 anni. La fiducia in questa fase è riposta nella stabilità del mercato finanziario internazionale. La stabilità, in effetti, è lo stimolo principale per gli investitori. Questi ultimi, particolarmente quelli di matrice finanziaria, hanno l'esigenza di comprendere come

---

<sup>132</sup> KPMG 2014 Rapporto Mergers & Acquisitions

stanno andando e come potrebbero prevedibilmente evolvere le aziende che analizzano, consapevolezza che risulta difficile da acquisire quando il mercato o il contesto nazionale di riferimento sono imprevedibili. Paradossalmente, persino il calo stabile di un singolo settore o di un'intera economia per un investitore finanziario può essere più accettabile di una crescita imponderabile<sup>133</sup>.

Figura 27: Acquirenti e venditori sul mercato M&A



Fonte: Gagliardi G. (2015). M&A: le prospettive. Amministrazione & Finanza n. 11

Al buon risultato di mercato hanno contribuito anche un costo del debito relativamente basso, le elevate quotazioni di Borsa, come pure la liquidità di cui molte grandi imprese dispongono.

Il 2015 ha decretato l'effettiva ripartenza del mercato mondiale M&A, le cui performance hanno di fatto ripianato le perdite subite in seguito alla crisi dei sub-prime. I circa 3.200 miliardi di dollari di controvalore rappresentano il miglior risultato realizzato dal 2007 (l'anno record, con 3.800 miliardi di dollari), mentre le oltre 31.500 operazioni completate segnano il nuovo massimo storico.

In un anno dominato dai mega deal (sono ben 37 le operazioni di valore superiore a 10 miliardi di dollari completate), il mercato statunitense si è confermato primo "contributor" del mercato M&A mondiale, con oltre il 50% dei valori realizzati.

<sup>133</sup> Gagliardi G. (2015). M&A: le prospettive. Amministrazione & Finanza n. 11

Particolarmente significativa l'attività M&A che ha interessato l'Asia Pacifico, che con valori in crescita di oltre il 50% rispetto al 2014, registra il nuovo massimo storico di 872 miliardi di dollari. Ad imprimere una particolare accelerazione all'area è stata soprattutto la Cina, la cui attività, in aumento dell'80% sul dato dell'anno precedente, ha raggiunto il nuovo picco di oltre 370 miliardi di dollari di controvalore, diventando il secondo Paese contributore a livello mondiale dopo gli Stati Uniti<sup>134</sup>. Anche in quest'anno gli investitori finanziari sono risultati sempre più protagonisti dell'attività di M&A grazie alla combinazione tra disponibilità di financing a costi contenuti e buone opportunità di investimento.

Con il 2016 si assiste al consolidamento della ripresa del mercato M&A. In tale data si è registrato un nuovo record storico di 35.012 transazioni completate, in crescita dell'11% rispetto all'anno precedente, e controvalori, pari a USD 3.265 miliardi (+3%), che rappresentano nuovamente il miglior risultato registrato dopo il 2007.

Nemmeno le difficoltà del periodo, legate al rallentamento del tasso di crescita delle economie emergenti, l'aumento dei tassi di interesse negli USA e le incertezze relative agli esiti delle consultazioni elettorali in Europa e negli USA, hanno fermato l'intento delle grandi imprese multinazionali di proseguire la loro strategia di crescita.

Ancora una volta, domina l'attività cross border, cresciuta complessivamente del 19% in valore e del 6% in volumi giungendo a rappresentare poco meno del 50% dell'attività mondiale in valore (era il 43% nel 2015), e l'attivismo degli investitori finanziari.

Ciò che tuttavia si evince dai dati successivi alla ripresa economica è la finalità delle operazioni realizzate. Nonostante la ripresa delle attività economiche sia stata caratterizzata dagli investitori finanziari, è la finalità strategica ad aver alimentato il mercato dell'M&A durante la ripresa. Attraverso miglioramenti operativi guidati da M&A e diversificazione del portafoglio, gli accordi strategici hanno rappresentato l'85% del valore dell'operazione nel ciclo 2009-2016<sup>135</sup>.

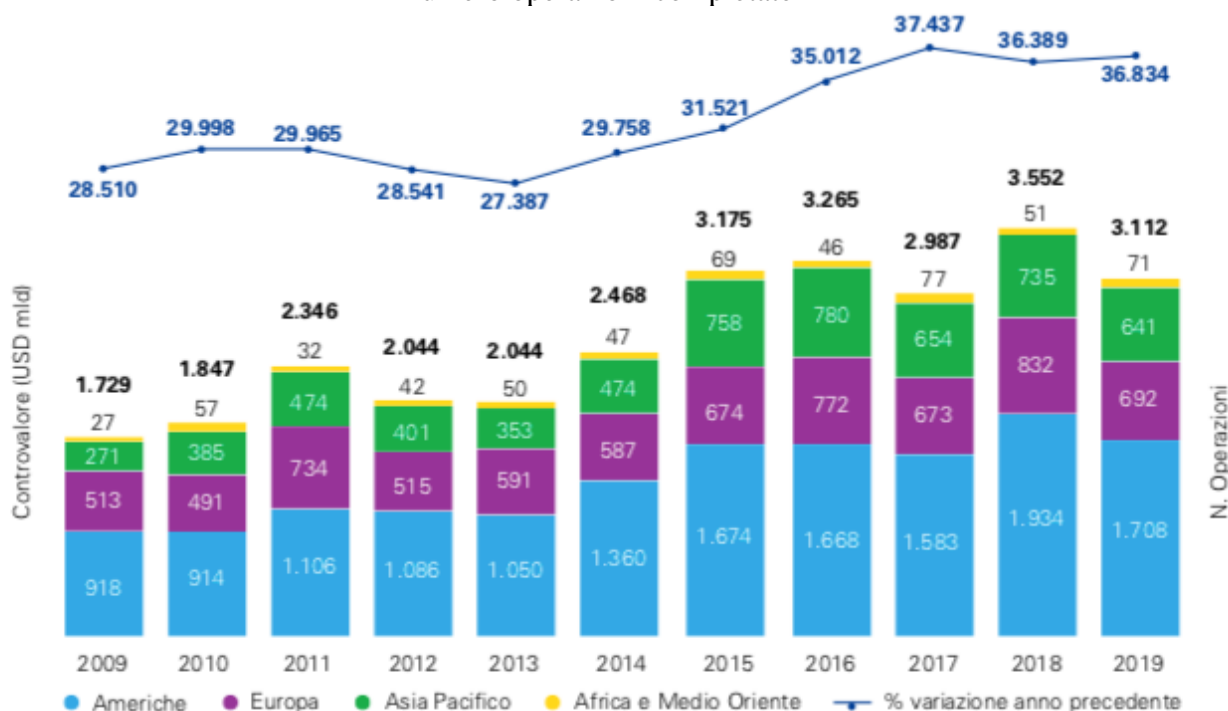
---

<sup>134</sup> KPMG 2015 Rapporto Mergers & Acquisitions

<sup>135</sup> Deloitte LLP. (2018). Past as prologue Navigating through the 2018-2020 M&A cycle © 2018 Deloitte LLP. All rights reserved.

Tra i principali accordi strategici, sono i settori a crescita lenta come i prodotti di consumo che hanno visto i principali attori consolidarsi, perseguendo sinergie di scala, operative e di mercato, nonché riduzioni fiscali. Il basso costo del capitale, unito all'assenza dei fondi di private equity, ha permesso alle aziende di raccogliere fondi per le acquisizioni.

Figura 28: Mercato mondiale M&A 2009-2019: controvalore per area geografica del target e numero operazioni completate



Fonte: KPMG 2019 Rapporto Mergers & Acquisitions

### 3.4 IL TREND DEGLI ULTIMI ANNI

Il trend positivo del mercato M&A è proseguito fino agli ultimi anni.

Difatti, gli anni 2017, 2018 e 2019, sono stati caratterizzati dall'elevata disponibilità di risorse finanziarie, dai processi aggregativi tra leader di mercato, dal consolidamento che, causa un'innovazione tecnologica sempre più dirompente, ha coinvolto settori sempre più numerosi.

A sostenere questo trend hanno contribuito inoltre, il perdurare di condizioni di mercato favorevoli (economie relativamente stabili, tassi di interesse contenuti, mercato del credito accessibile) e l'attivismo di Private Equity ed investitori finanziari, che hanno archiviato un anno record.

Acquisizioni, aggregazioni e ricerca di sinergie si stanno sempre più affermando come strategie fondamentali non solo per rimanere competitivi sui mercati globali, ma anche per consentire alle aziende di ampliare le proprie tradizionali capacità e i propri mercati di riferimento. È il caso dei processi di consolidamento che hanno interessato i comparti energetico, agrochimico, farmaceutico, automobilistico durante questi ultimi anni.

Il 2017 segna l'anno del ritorno dei grandi merger, in cui il mercato globale di M&A ha ulteriormente consolidato le sue posizioni, raggiungendo il nuovo record storico di oltre 37.000 operazioni completate<sup>136</sup>.

Trend positivo, proseguito anche nel 2018 in cui il mercato mondiale di M&A ha toccato oltre 3.500 miliardi di dollari, il terzo miglior risultato di sempre dopo il massimo storico del 2007.

Diversi sono stati i settori interessati, dall'energia all'agrochimica passando per farmaceutica, sanità, assicurazioni, media & telco, dalla registrazione di interessanti operazioni straordinarie, che hanno particolarmente insistito laddove la crescita dimensionale è diventata una priorità, stante la necessità di generare economia di scala per conservare i margini a fronte di una concorrenza crescente e globale<sup>137</sup>.

Nel 2019 sono state 36.834 le operazioni completate, registrando il secondo miglior risultato di sempre, dopo il record del 2017, generando controvalori per USD 3.112 miliardi.

Tali risultati conseguiti durante questo triennio, testimoniano la vivacità del mercato ed acquistano una particolare valenza alla luce delle difficoltà che l'attività di M&A ha dovuto fronteggiare nel corso dell'anno. Il rallentamento della crescita economica ed il rischio di recessione in diverse aree, le incertezze legate alla Brexit e alla guerra

---

<sup>136</sup> KPMG 2017 Rapporto Mergers & Acquisitions

<sup>137</sup> KPMG 2018 Rapporto Mergers & Acquisitions



commerciale tra Stati Uniti e Cina, alle quali si è aggiunto il crescente interventismo di Governi ed Authority, hanno infatti negativamente influito sulla finalizzazione di fusioni ed acquisizioni.

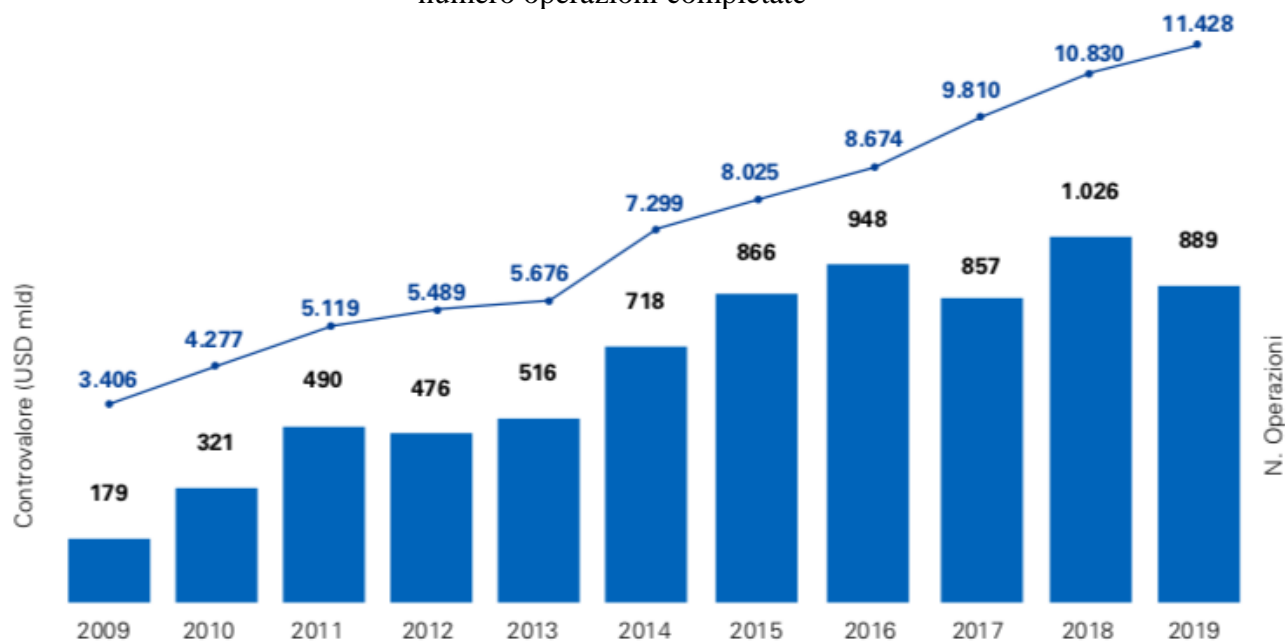
Tali eventi, seppur incidendo sull'attività di M&A, non hanno frenato la necessità di accelerare la crescita (specie nei comparti più maturi), di ampliare i propri mercati geografici o il portafoglio prodotti e di acquisire competenze o capacità complementari, spesso indispensabili per tenere il passo con le nuove tecnologie, spingendo sempre più aziende a realizzare acquisizioni ed aggregazioni. Tenuto conto che a controbilanciare questi eventi di tensione geopolitica e rallentamento dell'economia, vi erano le condizioni favorevoli dei mercati finanziari rappresentati da tassi di interesse costantemente bassi, ampie riserve di cassa ed interessanti opzioni di finanziamento a disposizione delle aziende, nonché i nuovi record registrati dalle Borse valori<sup>138</sup>.

Anche nel 2019 Investitori finanziari e Private Equity hanno mantenuto un ruolo centrale nel mercato globale delle fusioni e acquisizioni. Forti di una disponibilità di capitali stimata in USD 1.450 miliardi (il doppio rispetto al dato di cinque anni prima) e di interessanti opportunità di investimento, i fondi di Private Equity e Venture Capital hanno dato un decisivo contributo all'attività M&A globale, partecipando a circa un'operazione su tre. Nonostante una contrazione dei controvalori, scesi a USD 889 miliardi (-13% rispetto al dato 2018), per il quarto anno consecutivo le fusioni e acquisizioni promosse da investitori finanziari e Private Equity hanno contribuito a circa il 29% dei controvalori realizzati a livello mondiale, facendo registrare il nuovo record di 11.428 operazioni completate (+6%).

---

<sup>138</sup> KPMG 2019 Rapporto Mergers & Acquisitions

Figura 29: Attività M&A di Investitori finanziari e Private Equity 2009-2019: controvalore e numero operazioni completate



Fonte: elaborazioni KPMG Corporate Finance su dati Refinitiv (M&A completed, target)

Già dal 2010, in diversi report si prospettava dunque una crescita esponenziale delle operazioni di M&A, che potenzialmente poteva essere descritta come la settima ondata di M&A. Ma proprio mentre già in alcuni report e articoli accademici si riportava la settima merger wave, caratterizzata dal ritorno degli investitori finanziari, dall'attività cross border, e dalla ricerca della crescita; l'economia mondiale è stata messa alla prova dalla pandemia legata al Covid-19, che rappresenta uno shock per il sistema economico mondiale e per le interconnessioni economiche del mondo globalizzato.

### 3.5 L'ESPOSIZIONE DELLA PANDEMIA DA COVID-19

Il 31 dicembre 2019, le autorità sanitarie cinesi hanno notificato un focolaio di casi di polmonite ad eziologia non nota nella città di Wuhan (Provincia dell'Hubei, Cina). Molti dei casi iniziali hanno riferito un'esposizione al Wuhan's South China Seafood City market (si sospettava un possibile meccanismo di trasmissione da animali vivi). Il 9 gennaio 2020, il China CDC (il Centro per il controllo e la prevenzione delle malattie della Cina) ha identificato un nuovo coronavirus, provvisoriamente chiamato 2019-

nCov e successivamente come SARS-COV2<sup>139</sup>, come causa eziologica di queste patologie. Le autorità sanitarie cinesi hanno inoltre confermato la trasmissione inter-umana del virus. L'11 gennaio fu confermata la prima vittima del coronavirus: si trattò di un uomo di 61 anni, morto di polmonite.

Il 23 gennaio, è stato dichiarato lo stato di lockdown per la città di Wuhan: le misure prevedevano, principalmente, la sospensione del trasporto pubblico, il divieto di entrata o uscita dalla città, l'invito alla popolazione di restare a casa, l'obbligo di utilizzo delle mascherine nei luoghi pubblici e la cancellazione di tutti i festeggiamenti previsti per il Capodanno cinese.

Nonostante le misure di contenimento del contagio adottate, la situazione continuò ad aggravarsi costantemente. Il coronavirus, infatti, fece di lì a poco il suo ingresso in altri Paesi vicini: casi di contagio vennero confermati in Thailandia, in Corea del Sud, Giappone e Australia. Il 21 gennaio le autorità sanitarie statunitensi confermarono il primo caso negli USA: un trentenne ricoverato a Everett, nello Stato di Washington. Anche lui era di ritorno da Wuhan.

Il 24 gennaio vennero accertati i primi casi in Europa: in Francia, a Bordeaux e Parigi, tre persone risultano contagiate dal coronavirus.

Il 30 gennaio 2020, dopo la seconda riunione del Comitato di sicurezza, il Direttore generale dell'Organizzazione Mondiale della Sanità (OMS) aveva già dichiarato il focolaio internazionale da SARS-CoV-2, un'emergenza di sanità pubblica di rilevanza internazionale (Public Health Emergency of International Concern - PHEIC), come sancito nel Regolamento sanitario internazionale (International Health Regulations, IHR, 2005)<sup>140</sup>.

Sempre il 30 gennaio arrivò la notizia dei primi due casi accertati anche in Italia: due turisti cinesi, ricoverati in isolamento all'ospedale Spallanzani.

L'11 febbraio è arrivato il nome della nuova malattia causata dal coronavirus. Il nome, scelto dall'OMS, è Covid-19<sup>141</sup>: Co e vi per indicare la famiglia dei coronavirus, d per

---

<sup>139</sup> Ministero della salute. Circolare n.1997 del 22 gennaio 2020

<sup>140</sup> WHO 30 January 2020. Statement on the second meeting of the International Health Regulations (2005) Emergency Committee regarding the outbreak of novel coronavirus (2019-nCoV).

<sup>141</sup> Epicentro: Pandemia da COVID-19 <https://www.epicentro.iss.it/coronavirus/sars-cov-2>; aggiornato al 18 /09/2020

indicare la malattia (disease in inglese) e infine 19 per sottolineare che sia stata scoperta nel 2019. Questo per quanto riguarda la malattia, mentre il virus cambia nome e non si chiama più 2019-nCoV, ma Sars-CoV-2 perché il patogeno è parente del coronavirus responsabile della Sars (che però era molto più letale anche se meno contagiosa).

Tra il 21 e il 22 febbraio si sono registrati i primi contagi in Italia legati al Covid-19. L'emergenza ha investito il Paese con i focolai maggiori nel Lodigiano e in Veneto.

Nella notte tra il 7 e l'8 marzo, con un nuovo decreto, il primo ministro Conte limitava le possibilità di movimento nelle zone più colpite dal contagio, in entrata e in uscita e all'interno dei territori. La sera del 9 marzo, con un nuovo decreto in vigore dal giorno successivo, tutta l'Italia venne dichiarata zona rossa.

L'11 marzo l'OMS asserì che la Sars-CoV-2 era una pandemia. "Nelle ultime 2 settimane il numero dei Paesi fuori dalla Cina che sono stati colpiti dal coronavirus è triplicato". Tuttavia, questo "non cambia ciò che l'OMS sta facendo e ciò che i Paesi dovrebbero fare"<sup>142</sup>.

Erano oltre 165 i Paesi nel mondo dove si registravano contagi.

In data 22 marzo 2020 è stata adottata congiuntamente dal Ministro della Salute e dal Ministro dell'Interno una nuova ordinanza che ha vietato a tutte le persone fisiche di spostarsi attraverso mezzi pubblici o privati in comuni diversi da quelli in cui si trovavano. In serata il Presidente del Consiglio ha firmato il Dpcm 22 marzo 2020 con cui si prevedeva, in particolare, la sospensione di tutte le attività produttive, industriali e commerciali, ad eccezione di quelle essenziali o strategiche<sup>143</sup>.

Dopo l'emergenza italiana, molti paesi europei iniziarono a introdurre restrizioni sempre più stringenti per i propri cittadini, cercando di fermare i contagi. Il 17 marzo, l'UE ha dichiarato la sospensione del trattato di Schengen, in vigore dal 1995. La sospensione riguardava gli spostamenti tra Paesi comunitari ed extracomunitari.

---

<sup>142</sup> WHO. WHO Director-General's opening remarks at the media briefing on COVID-19 - 11 March 2020  
<https://www.who.int/dg/speeches/detail/who-director-general-s-opening-remarks-at-the-media-briefing-on-covid-19---11-march-2020>

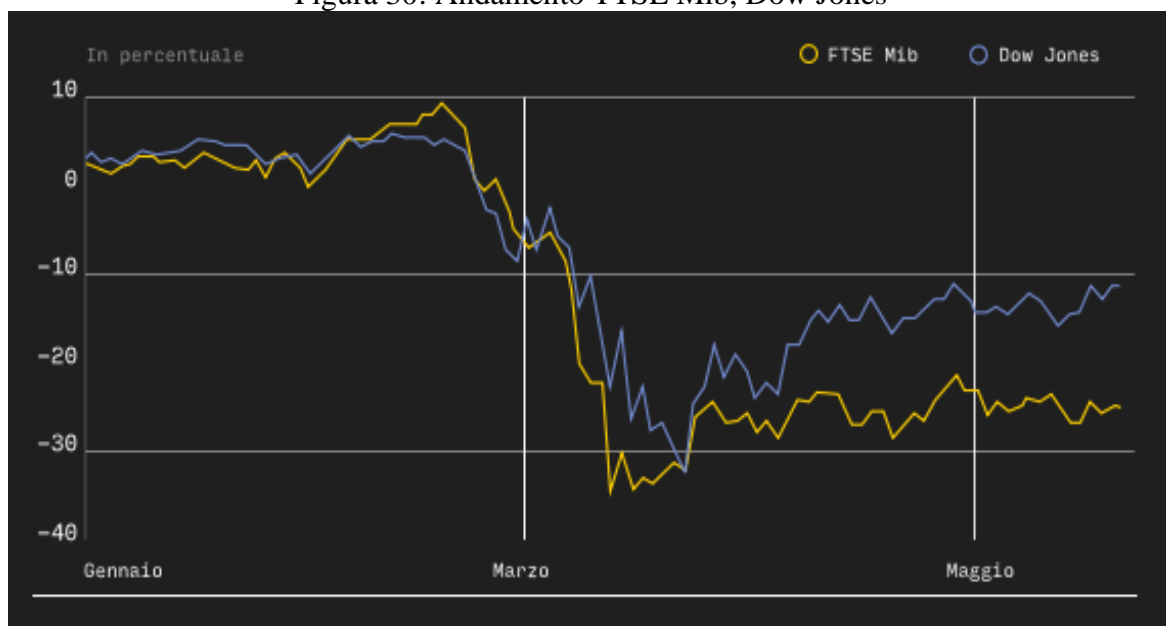
<sup>143</sup> DECRETO DEL PRESIDENTE DEL CONSIGLIO DEI MINISTRI 22 marzo 2020. Ulteriori disposizioni attuative del decreto legge 23 febbraio 2020, n. 6, recante misure urgenti in materia di contenimento e gestione dell'emergenza epidemiologica da COVID-19, applicabili sull'intero territorio nazionale. 22 marzo 2020

Non sempre la risposta delle istituzioni nazionali è stata tempestiva, anzi, in molti casi decisamente caotica. Il 28 febbraio il presidente americano Donald Trump dichiara che il “virus è una bufala dei democratici”, paragonandolo ad una semplice influenza. Non a caso infatti, il 28 marzo gli Stati Uniti diventano il paese numero uno per contagi, e un mese più tardi, il 29 aprile, quando in Italia si apriva la fase due e in Australia si annunciava di aver eliminato la trasmissione del virus, il contagio negli USA tocca quota un milione. Negli USA si registra il più alto numero di richieste di sussidi nella storia americana, quasi 6,6 milioni di lavoratori.

Anche il premier britannico Boris Johnson fu protagonista di un’uscita poco felice. Il 12 marzo manifestò l’obiettivo di arrivare all’”immunità di gregge”, annunciando ai cittadini di rassegnarsi all’idea di “perdere molti cari”, salvo ritornare su i suoi passi inasprendo le misure di prevenzione del contagio dopo aver passato sette giorni in ospedale, di cui quattro in terapia intensiva, a causa del coronavirus <sup>144</sup>.

Le preoccupazioni globali sul corona virus si riflettono sui mercati finanziari già dall’11 marzo. Il Ftse Mib chiude le contrattazioni con una flessione del 16,92%, mettendo a segno la peggior seduta della sua storia. Due giorni più tardi Wall Street segnerà il peggior calo giornaliero dal 1987: -12%.

Figura 30: Andamento TTSE Mib, Dow Jones



Fonte: <https://lab24.ilsole24ore.com/storia-coronavirus/>

<sup>144</sup> <https://lab24.ilsole24ore.com/storia-coronavirus/>

### **3.6 DALLA CRISI SANITARIA ALLA CRISI ECONOMICA**

Questa crisi non ha eguali. Innanzitutto, lo shock è generale. La perdita di produzione associata a questa emergenza sanitaria e alle relative misure di contenimento probabilmente fa impallidire le perdite che hanno innescato la crisi finanziaria globale. In secondo luogo, come avvenuto durante la crisi finanziaria del 2008, permane una grave incertezza sulla durata e l'intensità dello shock. In terzo luogo, il ruolo della politica economica è stato decisamente diverso da come siamo abituati a considerarlo: nelle normali crisi, i responsabili politici cercano di incoraggiare l'attività economica stimolando la domanda aggregata il più rapidamente possibile. Questa volta, la crisi è in larga misura la conseguenza delle necessarie misure di contenimento finalizzate al rallentamento del percorso della pandemia e delle misure di salute pubblica necessarie per proteggere vite umane e consentire ai sistemi sanitari di farvi fronte. Quarantena, blocchi e distanziamento sociale sono le sole armi in mano ai rappresentanti politici per rallentare la trasmissione, dare al sistema sanitario il tempo di gestire l'impennata della domanda per i suoi servizi e guadagnare tempo affinché i ricercatori provino a sviluppare terapie e un vaccino.

Per la natura dello shock, la pandemia COVID-19 ha generato ovviamente una riduzione dell'offerta di lavoro; le misure per ridurre la mobilità hanno colpito duramente i settori che dipendono dalle interazioni sociali, primi fra tutti il settore legato alla ristorazione, all'intrattenimento e al turismo.

La chiusura dei posti di lavoro interrompe le catene di approvvigionamento e riduce la produttività. Licenziamenti, calo del reddito, paura del contagio e maggiore incertezza fanno spendere meno alle persone, innescando ulteriori chiusure aziendali e perdite di posti di lavoro. Queste perturbazioni interne si estendono ai partner commerciali attraverso il commercio e i collegamenti della catena del valore globale, aggiungendosi agli effetti macroeconomici complessivi.

Sostanzialmente abbiamo assistito ad uno shock negativo dell'offerta, effetto diretto del lockdown, ossia dell'interruzione delle filiere produttive ritenute non essenziali. Ove possibile, si è ovviato al fermo delle attività 'in presenza fisica' attraverso il lavoro

da remoto (cosiddetto smart working). Tale soluzione organizzativa non è tuttavia applicabile in modo generalizzato: ne sono esclusi, ad esempio, alcuni comparti a stretto contatto con il pubblico del settore dei servizi (come turismo e ristorazione) e del settore industriale, dove il lockdown ha determinato la chiusura di impianti e stabilimenti. Le conseguenze dell'interruzione della produzione in un comparto e in una determinata area geografica possono inoltre estendersi ad altri comparti e ad altre aree geografiche, a seconda del livello di integrazione verticale delle attività (ossia delle interdipendenze lungo la catena produttiva di un determinato bene o servizio) e delle connessioni geografiche, amplificando così lo shock iniziale.

Allo shock dal lato dell'offerta si aggiunge inoltre uno shock dal lato della domanda, innescato da molteplici fattori. Le misure restrittive alla mobilità individuale provocano, nell'immediato, il calo dei consumi (come nel caso, ad esempio, di turismo, commercio al dettaglio, trasporti, intrattenimento di massa). A questo si aggiunge il cosiddetto effetto reddito: il rallentamento o la chiusura temporanea di alcune attività, infatti, può determinare un calo del reddito disponibile alle famiglie poiché molti lavoratori subiscono una riduzione della retribuzione oppure, nell'ipotesi peggiore, perdono il lavoro.

La crisi innesca inoltre un effetto ricchezza, poiché le attività finanziarie possedute dagli individui possono perdere di valore per effetto dell'andamento negativo dei mercati finanziari<sup>145</sup>.

Lo shock iniziale si è amplificato attraverso i canali familiari alla crisi del 2008. I mercati finanziari hanno risposto, ovviamente, negativamente all'aumento dell'incertezza e l'improvvisa materializzazione di ampie interruzioni dell'attività economica. La fuga verso attività sicure e la corsa alla liquidità hanno esercitato pressioni al rialzo sui costi del prestito e il credito è diventato più scarso, aggravando le tensioni finanziarie. L'aumento della disoccupazione aumenta il rischio di inadempienze diffuse. I prestatori, preoccupati che i consumatori e le imprese non saranno in grado di rimborsare, si tirano indietro sull'estensione del credito. Inoltre, la

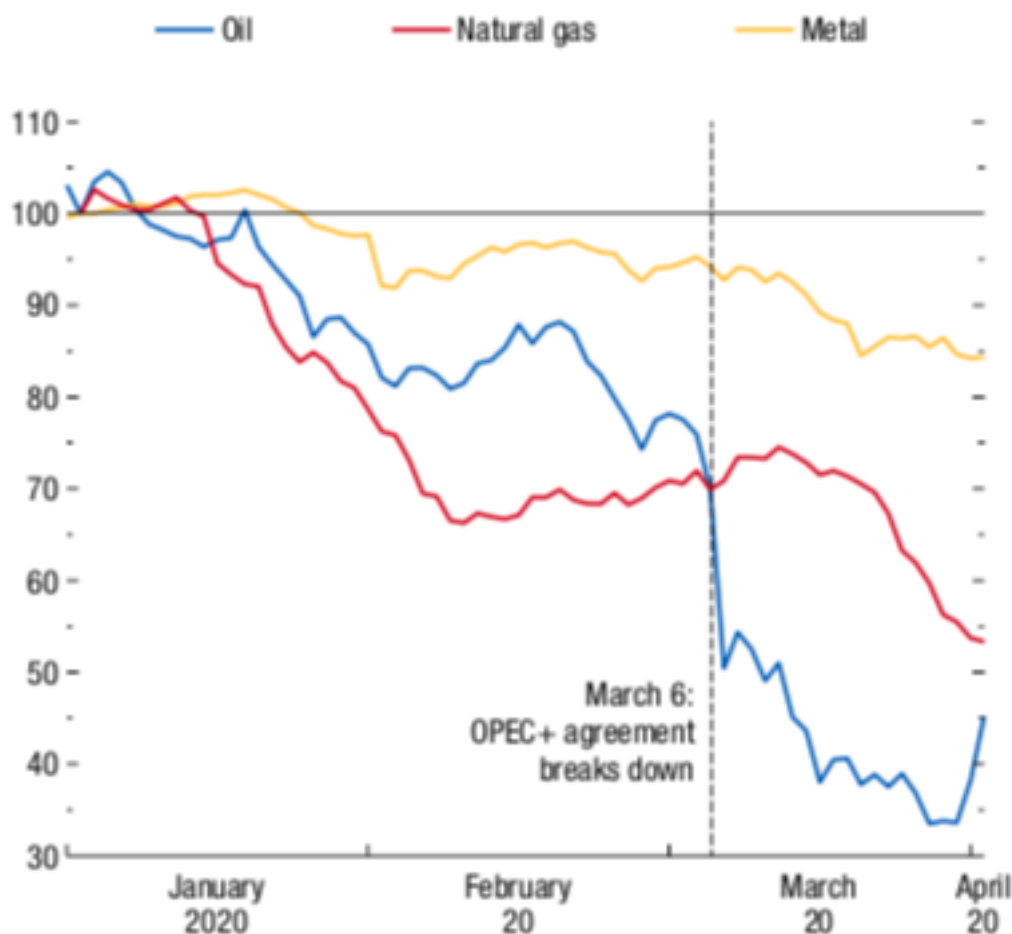
---

<sup>145</sup> <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-sanitaria-economica>

domanda globale, essendo più debole, spinge verso il basso i prezzi delle materie prime, con la conseguenza che gli esportatori di materie prime devono affrontare pressioni sulle loro finanze e sull'attività economica reale.

Il rapido deterioramento delle prospettive economiche globali con il diffondersi dell'epidemia e la rottura dell'accordo OPEC + (Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio, inclusa la Russia e altri esportatori di petrolio non OPEC) tra i fornitori di petrolio hanno influito pesantemente sui prezzi delle materie prime. Da metà gennaio a fine marzo, i prezzi dei metalli di base sono diminuiti di circa il 15%, i prezzi del gas naturale sono diminuiti del 38% e i prezzi del petrolio greggio sono scesi di circa il 65% (un calo di circa \$ 40 al barile)<sup>146</sup>.

Figura 31: Andamento prezzi materie prime



Fonte: IMF, Primary Commodity Price System; and IMF staff calculations

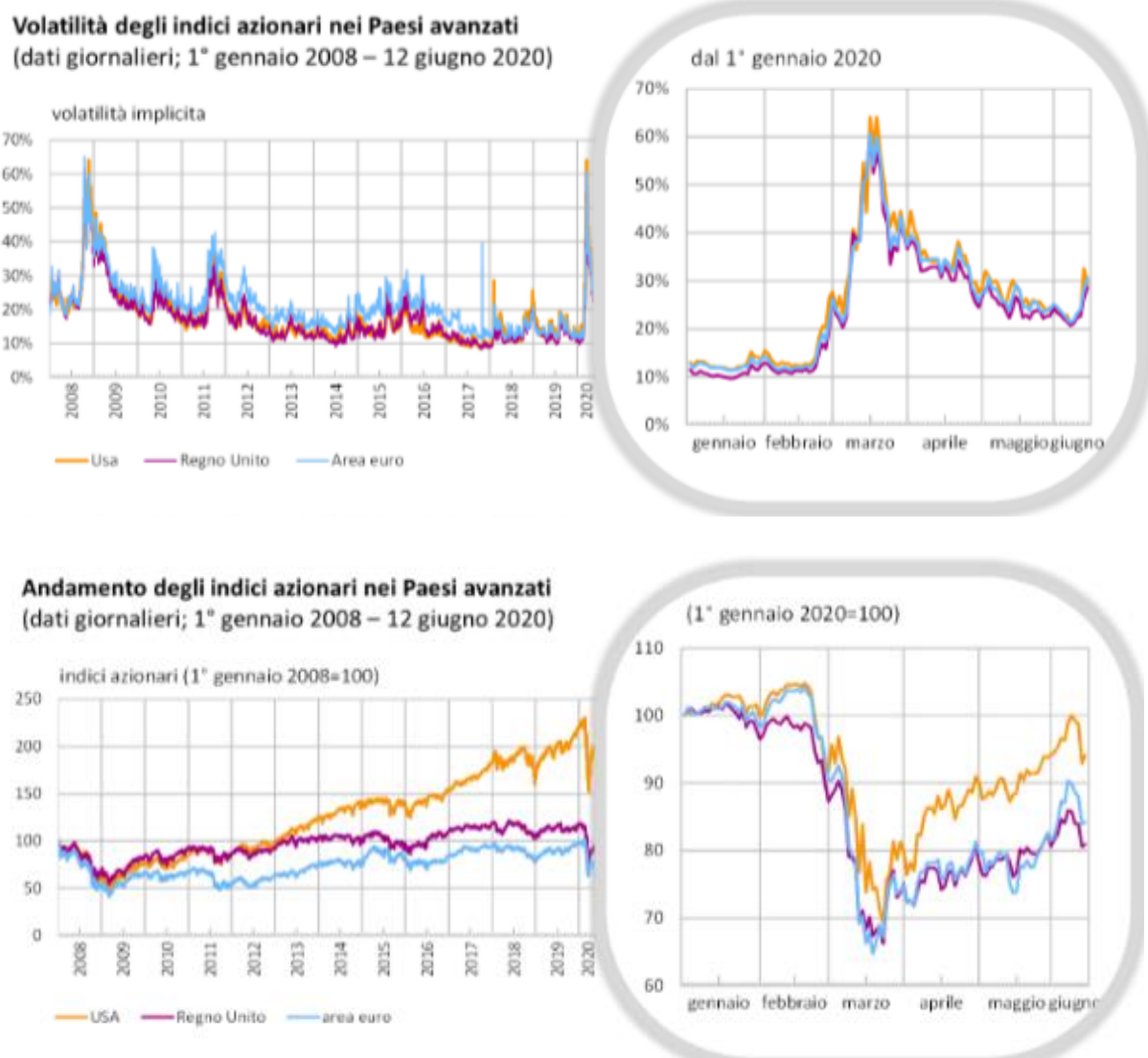
<sup>146</sup> International Monetary Fund. 2020. World Economic Outlook: The Great Lockdown. Washington, DC, April.



Il crollo del prezzo del petrolio all'inizio di marzo ha avuto un ulteriore impatto, esacerbando il sentimento di incertezza dei mercati con la conseguenza di diminuire il valore dei titoli azionari. Questo andamento negativo riduce, inoltre, la capacità di raccogliere risorse sul mercato da parte dei soggetti prenditori (in particolare lo Stato e le imprese) perché si riduce la propensione al rischio di potenziali investitori, con conseguenze negli investitori finanziari pari a quelle conseguenti la crisi del 2008.

L'impatto sui titoli azionari ha seguito quello che è stato il corso della pandemia e di conseguenza dei lockdown che si sono susseguiti nelle diverse nazioni. Anche la volatilità dei prezzi è aumentata in maniera significativa, portandosi a livelli di gran lunga superiori a quelli registrati in occasione della crisi del 2008.

Figura 32: L'impatto sui mercati finanziari



Fonte: <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-mercati-finanziari>

È molto probabile che quest'anno l'economia globale sperimenterà la sua peggiore recessione dalla Grande Depressione, superando quella registrata durante la crisi finanziaria globale di un decennio fa. Si prevede infatti che il “Great Lockdown”, come si potrebbe chiamarlo, ridurrà drasticamente la crescita globale. Per il 2021 è prevista una ripresa parziale, con tassi di crescita superiori al trend, ma il livello del PIL rimarrà al di sotto del trend pre-virus, con notevole incertezza sulla forza della ripresa economica<sup>147</sup>.

Il panorama economico sarà modificato in modo significativo per tutta la durata della crisi e forse più a lungo, con un maggiore coinvolgimento del governo e delle banche centrali nell'economia.

Le economie avanzate con una forte capacità di governance, sistemi sanitari ben attrezzati e il privilegio di emettere valute di riserva, sono in questa fase in una posizione relativamente migliore per resistere a questa crisi. Ma molte economie emergenti e in via di sviluppo prive di risorse simili e che devono affrontare crisi sanitarie, economiche e finanziarie simultanee avranno bisogno dell'aiuto dei creditori bilaterali dell'economia avanzata e delle istituzioni finanziarie internazionali.

Come risultato della pandemia, il Fondo Monetario Internazionale prevede che l'economia globale si contrarrà bruscamente del 3% nel 2020, molto più che durante la crisi finanziaria del 2008-2009, che nelle economie avanzate si attesterebbe in media attorno al 6% e in quelle emergenti attorno all'1% (Tabella 8). Risultano simili le previsioni della Commissione europea, che per l'area euro stima una contrazione del Pil del 7,7% nel 2020 seguita da un parziale recupero nel 2021<sup>148</sup>.

In uno scenario di base, che presuppone che la pandemia svanisca nella seconda metà del 2020 e che gli sforzi di contenimento possano essere gradualmente sciolti, l'economia globale dovrebbe crescere del 5,8% nel 2021 con la normalizzazione dell'attività economica, aiutata dal sostegno politico.

Esiste in ogni caso un'estrema incertezza sulle previsioni di crescita globale fissate nel 2021. Incertezze legate soprattutto da elementi esterni alle dinamiche di mercato a cui

---

<sup>147</sup> International Monetary Fund. 2020. World Economic Outlook: The Great Lockdown. Washington, DC, April.

<sup>148</sup> Commissione europea, Spring Forecasts 2020

siamo abituati, primo fra tutti il percorso della pandemia. Altri fattori che interagiscono in modo difficile da prevedere sono l'intensità e l'efficacia degli sforzi di contenimento, l'entità delle interruzioni dell'approvvigionamento, le ripercussioni del drammatico inasprimento nelle condizioni del mercato finanziario globale, cambiamenti nei modelli di spesa, cambiamenti comportamentali, effetti sulla fiducia e prezzi volatili delle materie prime. Molti paesi affrontano una crisi a più livelli che comprende uno shock sanitario, sconvolgimenti economici interni, un crollo della domanda esterna, inversioni di flussi di capitali e un crollo dei prezzi delle materie prime. La crisi potrebbe avere effetti negativi sulle banche che, a loro volta, potrebbero ridurre l'erogazione di credito alle famiglie e alle imprese: ciò soprattutto a causa di possibili future difficoltà nel recupero dei prestiti.

Ulteriore incertezza è data, infine, sulle finanze pubbliche. Lo squilibrio dei conti pubblici può essere causato dalle forti misure necessarie da un lato ad adeguare il sistema sanitario, dall'altro per sostenere famiglie ed imprese. Si tratta di un impatto particolarmente rilevante per i paesi caratterizzati da un elevato stock di debito pubblico accumulato negli anni, che ne aggrava la vulnerabilità in tale ambito<sup>149</sup>.

---

<sup>149</sup> Si veda: *“Dalla crisi sanitaria alla crisi economica”*, CONSOB, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-sanitaria-economica>.

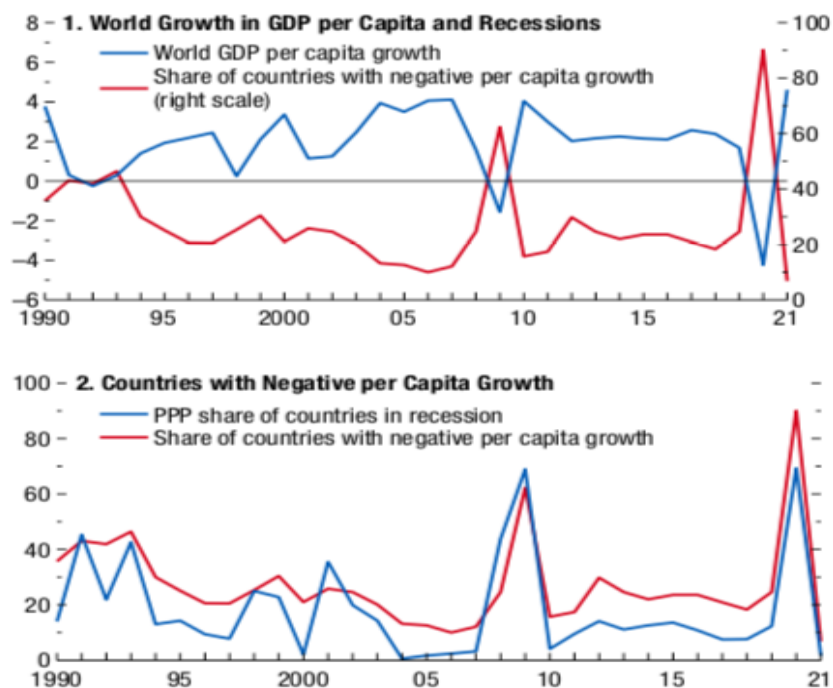
Tabella 8: Panoramica dell' Outlook Economico Mondiale

	2019	Projections		Difference from January 2020 WEO Update <sup>1</sup>		Difference from October 2019 WEO <sup>1</sup>	
		2020	2021	2020	2021	2020	2021
<b>World Output</b>	<b>2.9</b>	<b>-3.0</b>	<b>5.8</b>	<b>-6.3</b>	<b>2.4</b>	<b>-6.4</b>	<b>2.2</b>
<b>Advanced Economies</b>	<b>1.7</b>	<b>-6.1</b>	<b>4.5</b>	<b>-7.7</b>	<b>2.9</b>	<b>-7.8</b>	<b>2.9</b>
United States	2.3	-5.9	4.7	-7.9	3.0	-8.0	3.0
Euro Area	1.2	-7.5	4.7	-8.8	3.3	-8.9	3.3
Germany	0.6	-7.0	5.2	-8.1	3.8	-8.2	3.8
France	1.3	-7.2	4.5	-8.5	3.2	-8.5	3.2
Italy	0.3	-9.1	4.8	-9.6	4.1	-9.6	4.0
Spain	2.0	-8.0	4.3	-9.6	2.7	-9.8	2.6
Japan	0.7	-5.2	3.0	-5.9	2.5	-5.7	2.5
United Kingdom	1.4	-6.5	4.0	-7.9	2.5	-7.9	2.5
Canada	1.6	-6.2	4.2	-8.0	2.4	-8.0	2.4
Other Advanced Economies <sup>2</sup>	1.7	-4.6	4.5	-6.5	2.1	-6.6	2.2
<b>Emerging Market and Developing Economies</b>	<b>3.7</b>	<b>-1.0</b>	<b>6.6</b>	<b>-5.4</b>	<b>2.0</b>	<b>-5.6</b>	<b>1.8</b>
Emerging and Developing Asia	5.5	1.0	8.5	-4.8	2.6	-5.0	2.3
China	6.1	1.2	9.2	-4.8	3.4	-4.6	3.3
India <sup>3</sup>	4.2	1.9	7.4	-3.9	0.9	-5.1	0.0
ASEAN-5 <sup>4</sup>	4.8	-0.6	7.8	-5.4	2.7	-5.5	2.6
Emerging and Developing Europe	2.1	-5.2	4.2	-7.8	1.7	-7.7	1.7
Russia	1.3	-5.5	3.5	-7.4	1.5	-7.4	1.5
Latin America and the Caribbean	0.1	-5.2	3.4	-6.8	1.1	-7.0	1.0
Brazil	1.1	-5.3	2.9	-7.5	0.6	-7.3	0.5
Mexico	-0.1	-6.6	3.0	-7.6	1.4	-7.9	1.1
Middle East and Central Asia	1.2	-2.8	4.0	-5.6	0.8	-5.7	0.8
Saudi Arabia	0.3	-2.3	2.9	-4.2	0.7	-4.5	0.7
Sub-Saharan Africa	3.1	-1.6	4.1	-5.1	0.6	-5.2	0.4
Nigeria	2.2	-3.4	2.4	-5.9	-0.1	-5.9	-0.1
South Africa	0.2	-5.8	4.0	-6.6	3.0	-6.9	2.6
<i>Memorandum</i>							
European Union <sup>5</sup>	1.7	-7.1	4.8	-8.7	3.1	-8.8	3.1
Low-Income Developing Countries	5.1	0.4	5.6	-4.7	0.5	-4.7	0.4
Middle East and North Africa	0.3	-3.3	4.2	-5.9	1.2	-6.0	1.2
World Growth Based on Market Exchange Rates	2.4	-4.2	5.4	-6.9	2.6	-6.9	2.6
<b>World Trade Volume (goods and services)</b>	<b>0.9</b>	<b>-11.0</b>	<b>8.4</b>	<b>-13.9</b>	<b>4.7</b>	<b>-14.2</b>	<b>4.6</b>
Imports							
Advanced Economies	1.5	-11.5	7.5	-13.8	4.3	-14.2	4.2
Emerging Market and Developing Economies	-0.8	-8.2	9.1	-12.5	4.0	-12.5	4.0
Exports							
Advanced Economies	1.2	-12.8	7.4	-14.9	4.4	-15.3	4.3
Emerging Market and Developing Economies	0.8	-9.6	11.0	-13.7	6.8	-13.7	6.6
<b>Commodity Prices (US dollars)</b>							
Oil <sup>6</sup>	-10.2	-42.0	6.3	-37.7	11.0	-35.8	10.9
Nonfuel (average based on world commodity import weights)	0.8	-1.1	-0.6	-2.8	-1.2	-2.8	-1.9
<b>Consumer Prices</b>							
Advanced Economies	1.4	0.5	1.5	-1.2	-0.4	-1.3	-0.3
Emerging Market and Developing Economies <sup>7</sup>	5.0	4.6	4.5	0.0	0.0	-0.2	0.0
<b>London Interbank Offered Rate (percent)</b>							
On US Dollar Deposits (six month)	2.3	0.7	0.6	-1.2	-1.3	-1.3	-1.5
On Euro Deposits (three month)	-0.4	-0.4	-0.4	0.0	0.0	0.2	0.2
On Japanese Yen Deposits (six month)	0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.1

Fonte: International Monetary Fund. 2020. World Economic Outlook: The Great Lockdown. Washington, DC, April.

Inoltre, secondo il Fondo Monetario Internazionale, diversi paesi registreranno una crescita negativa del reddito pro capite maggiore della crescita negativa registrata al momento della crisi finanziaria del 2008.

Figura 33: World Growth in GDP per Capita and Recessions



Fonte: International Monetary Fund. 2020. World Economic Outlook: The Great Lockdown. Washington, DC, April

Ci sono in ogni caso ragioni per essere ottimisti, nonostante le circostanze economiche disastrose.

Nei paesi che hanno registrato fin da subito focolai gravi, il numero di nuovi casi è diminuito, dopo che sono state messe in atto forti pratiche di allontanamento sociale.

Una volta superata l'emergenza sanitaria, con l'attenuarsi delle politiche di distanziamento sociale, pur aumentando i casi, il sistema sanitario sembra reggere, come se il peggio fosse passato. La necessità di effettuare nuovi lockdown quindi sembra essere svanita, seppur mantenendo una certa incertezza di fondo.

Anche il ritmo senza precedenti del lavoro sui trattamenti e sui vaccini promette speranza.

In ogni caso le misure che si sono intraprese a livello globale, hanno aiutato a evitare un crollo ancora più grave e prolungato dell'attività e preparare il terreno per la ripresa economica.

Ulteriore fattore chiave per la ripresa economica, sarà garantire liquidità al sistema, al fine di ridurre lo shock nel sistema finanziario e rafforzare la fiducia e le aspettative

per la ripresa economica, due fattori che hanno causato il perdurare della crisi finanziaria, da come abbiamo notato nel paragrafo precedente.

### **3.7 IL RUOLO DELLE OPERAZIONI DI M&A**

In tale paragrafo andremo a cercare di capire come il Covid-19 possa impattare dal punto di vista settoriale e procedurale sulle operazioni di M&A, cercando di intercettare possibili previsioni per gli andamenti successivi.

Per poter inquadrare bene il fenomeno è necessario fare una premessa, il Covid-19 non ha determinato una crisi strutturale, non ha generato una crisi finanziaria come eravamo abituati a intenderla, come con la crisi dei subprime. Il Covid è una crisi event-driven, determinata da uno specifico evento, e non strutturale.

Le crisi strutturali hanno un impatto indistinto, su tutto il sistema economico, drenando liquidità da tutti i settori: le borse entrano in crisi, le banche interrompono i processi di finanziamento e tutto il sistema ne viene affetto. Inoltre, le crisi strutturali sono lunghe, durano tanti mesi e si manifestano in tutto il sistema, da come abbiamo potuto constatare con riferimento al paragrafo sulla crisi sub prime.

Le crisi event driven sono crisi che per loro natura trovano delle vie di fuga. Tali crisi, sono determinate da un evento, e tale evento blocca il sistema, ma il sistema trova una valvola di sfogo potendo contare su mercati non affetti dalla crisi.

Inoltre, tale tipologia di crisi, come nel caso Covid-19, tende ad accelerare eventuali trend che erano iniziati nei periodi precedenti. Negli anni compresi tra il 2017 e il 2019, abbiamo assistito ad un'innovazione tecnologica sempre più dirompente, che ha coinvolto settori sempre più numerosi. Nella crisi del coronavirus, tutti abbiamo toccato con mano quanto il Covid abbia accelerato il processo di digitalizzazione dei processi, dematerializzando una serie di attività.

Inoltre, la crisi scaturita dal Covid ha impattato solo su alcuni settori, a differenza della crisi finanziaria del 2008, se non addirittura avvantaggiandone degli altri.

Difatti in un articolo del Financial Times, di Peter Atwater<sup>150</sup>, si prospetta un tipo di ripresa a K, in cui un pezzo di economia recupera anche più di quanto ha perso, mentre l'altro pezzo di economia continua in una decrescita determinata dall'evoluzione della pandemia, in cui molte aziende non riescono ad investire a marginalità decrescente.

Tutte queste considerazioni avranno un impatto sui processi di M&A.

I settori risparmiati dal Covid sono senza dubbio tutto il filone legato al food e beverage su grande distribuzione organizzata, in quanto la gente a casa ha speso di più nei supermercati, unito a tutto il comparto della farmaceutica e parafarmaceutica, che è stato aiutato anche dagli effetti sulle misure di presidio imposte delle normative e dalle norme dettate dal buon senso.

Una serie di comparti come l'e-commerce, logistica e digitale, hanno trovato dei nuovi ambiti di riferimento.

Va da sé che i settori ovviamente più colpiti sono legati allo spostamento e all'interazione delle persone, come il settore turistico, alberghiero, automotive, trasporto, retail fisico.

In virtù di tale considerazione sui settori risparmiati ed accelerati dalla pandemia, in termini di processo di M&A, possiamo supporre che le operazioni iniziate nel 2019 hanno subito un rallentamento forse solo legato allo spostamento delle persone, al quale si è ovviato attraverso conference call o video conference.

Mentre per i settori maggiormente colpiti come automotive, trasporto ecc, la ripresa delle attività di M&A sarà sicuramente più difficile.

---

<sup>150</sup> Atwater P. (2020). Gap between haves and have-nots is widening sharply. Financial Times. 10 June

Figura 34: settori maggiormente/minormente colpiti dalla crisi



Fonte: EY. (2020) Global Capital Confidence Barometer. March. 22<sup>nd</sup> edition

Oltre a creare una scissione tra settori avvantaggiati e penalizzati dalla crisi, questa pandemia ha mutato lo scenario generale dei settori penalizzati.

Come abbiamo potuto constatare, negli ultimi anni il mercato era descritto come un mercato del venditore, definendosi tale perché caratterizzato dalla presenza di solide aziende in forte crescita finanziaria, da valutazioni sul prezzo che incentivavano a valorizzare la vendita, dalla disponibilità di liquidi da investire e da poter finanziarie operazioni di acquisizione, e quindi sostanzialmente caratterizzato da un certo dinamismo. Non a caso, negli ultimi anni l'attività di M&A è stata contraddistinta dalla presenza di investitori finanziari.

Con il passaggio dalla crisi sanitaria alla crisi economica, nei settori penalizzati siamo entrati in un mercato del compratore. Il mercato del compratore è caratterizzato da un'incertezza macroeconomica, in cui le aziende si trovano in stallo, essendo state chiuse per mesi e avendo una contrazione in termini di incassi e di vendite. La conseguenza di tali fattori è che le valutazioni sul prezzo, scontano il rischio implicito di sistema, rischio che in questa fase economica è caratterizzato dall'incertezza sul proseguo della pandemia e dei suoi effetti.

In questo tipo di mercato, gli operatori finanziari hanno una tolleranza al rischio più elevata, ed è probabile auspicare un loro assenteismo nel compiere operazioni di M&A, così come avvenuto durante la crisi finanziaria del 2008, lasciando ampio spazio agli investitori industriali che riescono ad apprezzare il rischio in maniera adeguata,



essendo dotati di un'ottica strategica. Tanti fondi sono comunque alle prese con la gestione del proprio portafoglio. Come in tutte le crisi economiche improvvise, tanto tempo degli investment manager dei fondi sarà dedicato proprio a gestire le situazioni debitorie complicate del loro portfolio company che ha subito uno sbilanciamento finanziario.

In tali settori dunque se dovessimo configurare un profilo del tipo di buyer, che potrà essere presente nelle operazioni di M&A a venire, è un buyer di tipo industriale. Come avvenuto successivamente alla crisi finanziaria del 2008, le operazioni partiranno da questa tipologia di compratori in virtù anche dell'assenza degli investitori finanziari, i quali, grazie anche all'estrema disponibilità di finanza, riescono ad essere più competitivi e a pagare multipli più elevati di quanto possano fare i corporates.

Se la storia della recente crisi ci ha insegnato qualcosa, le imprese dinamiche che possiedono una vision strategica e che vogliono continuare ad operare in un contesto e in uno scenario competitivo completamente cambiato, devono farlo consolidando le proprie posizioni di mercato, diversificando il rischio e ampliando la piattaforma distributiva.

In questo senso, ossia in una mutazione del mercato, utilizzare l'M&A come strumento strategico è sicuramente il metodo più efficace per farlo.

### **3.8 TIPOLOGIE DI OPERAZIONI AUSPICABILI**

La portata della crisi del COVID-19 è senza precedenti e ha suscitato risposte globali da parte di governi e società, nonché improvvisi sussulti dei mercati azionari. Non si tratta di una normale recessione: i cambiamenti fondamentali nel comportamento dei consumatori, nelle catene di approvvigionamento e nelle rotte verso il mercato stanno sicuramente sbilanciando le aziende.

Comprensibilmente, il valore e il volume dei deals si sono contratti rapidamente sulla scia del COVID-19. Il volume degli accordi nel primo trimestre del 2020 è sceso al minimo di sette anni, con un valore in calo del 33% rispetto all'anno precedente. Molte

operazioni sono cadute nel dimenticatoio, valutando le conseguenze della pandemia e, soprattutto, i suoi effetti.

Ora come non mai, è il momento di utilizzare con attenzione le fusioni e acquisizioni. I manager si stanno muovendo attraverso diversi orizzonti di M&A, bilanciando le azioni di risposta immediata alla crisi con il riposizionamento per il futuro. Coloro che sfruttano le fusioni e le acquisizioni come parte di una risposta strategica alla crisi nei prossimi 12-24 mesi, avranno maggiori probabilità di superare l'incertezza e di superare i competitors. Riposizionandosi tramite M&A, i leader possono aiutare a superare l'incertezza e guidare la crescita. Le analisi dei rendimenti delle fusioni e acquisizioni derivanti da crisi passate rivelano un'opportunità: a seguito delle flessioni indotte dalla crisi, le fusioni e acquisizioni hanno storicamente periodi di forte performance<sup>151</sup>.

Come abbiamo accennato, tutti i settori sono interessati dall'impatto del corona virus; tuttavia, tale impatto varia notevolmente a seconda del settore, e di conseguenza le strategie ottimali variano a seconda del settore considerato e anche della posizione delle aziende all'interno dello stesso.

Come sottolinea il report di EY<sup>152</sup>, quando si tratta di Covid-19 siamo tutti nella stessa tempesta, ma non nella stessa barca.

Per i settori più forti, continua il report, si sta assistendo ad una spinta agli investimenti per espandersi, mentre in quelli più deboli il report prospetta che venga eliminata una capacità produttiva significativa e che solo pochi players sopravvivranno.

In alcuni casi, la crisi ha accelerato i mega trend esistenti. Le aziende dovranno abbracciare ulteriormente la trasformazione digitale per rendere i propri modelli di business a prova di futuro.

Tra i principali settori usciti indenni, se non avvantaggiati, dalla crisi figura sicuramente il Pharma, nel quale si assisterà ad ulteriori investimenti per far fronte all'aumento della domanda durante la crisi e per rafforzare la posizione competitiva conquistata post crisi.

---

<sup>151</sup> Accenure. (2020). COVID-19: Rebalance for resilience with M&A

<sup>152</sup>EY. (2020) We're in the same storm-but are we all in the same boat?

Il boom dell'E-Commerce è destinato a trainare anche la crescita e lo sviluppo della logistica.

Difatti nell' E-Commerce Logistics Market si prospetta un'ondata di operazioni cross border<sup>153</sup>, scaturita dall'aumento dell'attività del commercio elettronico transfrontaliero e dalla penetrazione del digitale nei paesi in via di sviluppo.

Il settore immobiliare, commerciale e automobilistico invece, sono stati colpiti dal calo della domanda. In tali settori, specificamente per il mercato immobiliare ed automobilistico, difficilmente vi potranno essere delle operazioni nel prossimo domani (a meno che non siano iniziate precedentemente alla crisi). Tuttavia, anche in tali settori è emersa l'importanza di innovare il business di riferimento, con un maggior focus alla robotica per il settore automobilistico, ed iniziative di digitalizzazione per il settore immobiliare<sup>154</sup>. Prospettare un'attività di M&A per le aziende di questi settori sarà fortemente collegata alla scelta tra crescita organica e crescita esterna, con tutte le considerazioni già illustrate nel primo capitolo.

Analogo discorso meritano i settori del retail e gli operatori dell'industria petrolchimica.

L'industria petrolchimica si trovava già in una fase di declino strutturale causata dallo shock dell'offerta OPEC, che aveva già di fatto creato un potenziale eccesso di offerta, accelerato senza dubbio dal calo della domanda scaturito dalla crisi. Gli operatori di tale settore dovranno diversificare il rischio con nuovi flussi di entrate, effettuando dei disinvestimenti di portafoglio e valutare eventuali acquisizioni di imprese in difficoltà al fine di consolidarsi all'interno del settore<sup>155</sup>.

Il settore retail ha visto il trionfo dell'online, (seppur vero che i risultati sul settore variano a secondo che sia di designazione essenziale o non essenziale durante i lock down susseguitesi) i rivenditori tradizionali dovranno assolutamente sfruttare i canali online, accelerando quella che è la tendenza al commercio elettronico. Anche in tale settore, il canale e-commerce potrà continuare a dare linfa vitale in quanto un aumento

---

<sup>153</sup> Technavio. (2020)

<https://mms.businesswire.com/media/20200618005624/en/799440/5/IRTNTR40610.jpg?download=1>

<sup>154</sup> EY. (2020) We're in the same storm-but are we all in the same boat?

<sup>155</sup> Accenure. (2020). COVID-19: Rebalance for resilience with M&A

degli acquisiti online sembra scontato. Le aziende dovranno dunque aumentare e rafforzare le proprie capacità digitali e adattare la propria offerta alle esigenze del consumatore. Soprattutto nel settore Fashion, in cui il mercato online sarà ancora più competitivo di prima, il digital marketing, le tecnologie e la customer satisfaction saranno elementi di differenziazione dai competitors<sup>156</sup>. Implementare una strategia di crescita che sia per linee esterne o interne, sarà vitale per i player operanti nel settore. Il futuro più incerto è per il settore legato all'Hospitality, che più di tutti potrà risentire delle paure di un possibile aumento del contagio o di misure governative limitative al turismo. In questo settore gli operatori dovranno concentrarsi sul rafforzamento della situazione finanziaria, con possibilità di consolidamenti, ristrutturazioni e fallimenti. Per quanto riguarda il settore bancario, seppur vero che i crescenti prestiti in difficoltà o deteriorati e le pressioni sulla redditività sui margini di interesse netti possono innescare vendite di attività e possibili consolidamenti, le reazioni alla crisi finanziaria del 2008 hanno contribuito a rafforzare il settore, consolidandolo e rendendolo capace di sopportare la pressione di questi mesi. Anche in tale settore tuttavia, sarà necessario aspettare il proseguo della crisi per eventuali considerazioni.

Ulteriore possibilità di operazioni, è rappresentato da asset “distressed”, che dall'inizio della crisi finanziaria sono sempre più frequenti, e come più volte abbiamo affermato, la crisi per il covid accelererà diverse tendenze presenti sul mercato, tra cui le operazioni “distressed”.

È ragionevole ipotizzare difatti, un aumento di tali operazioni, messe in pratica da imprese in difficoltà, saranno frequenti i rami d'azienda comprati dopo ristrutturazioni o addirittura nell'ambito di concordati. La pressione economica in corso porterà al disinvestimento di asset non essenziali e ricercati, che di solito non arrivano sul mercato<sup>157</sup>. La carenza di liquidità, la volontà di rimanere nei propri mercati core tralasciando quelli che diventano meno prioritari, e la prevedibile discesa dei prezzi (dovuta anche al calo dell'enterprise value), rappresenteranno delle opportunità per

---

<sup>156</sup> PWC (2020). 7 priorità d'azione per il settore Retail & Consumer nella fase post COVID-19

<sup>157</sup> Deloitte (2020).Covid-19: A look at the post outbreak M&A scenario

operatori industriali virtuosi e investitori di natura finanziaria. Ma anche la base per processi di consolidamento in molti settori produttivi<sup>158</sup>.

Inoltre, nei settori con interruzioni strutturali come il settore retail, automobilistico e petrolchimico, le aziende dovranno riavviare e “de-globalizzare” la loro catena di approvvigionamento, colmando le lacune nella catena del valore o nelle vie di accesso al mercato, mentre nei settori con cambiamenti irreversibili quali Hospitality, Sport, e Intrattenimento, l’impatto del Covid-19 costringerà a cambiamenti irreversibili nei modelli di business. In tale situazione sarà di primaria importanza perseguire una strategia di crescita per linee esterne.

Emerge con chiarezza dalla crisi l’importanza dell’innovazione tecnologica, tema che è stato già affrontato dalle imprese ed è stato una delle principali motivazioni del compimento di operazioni di M&A negli ultimi anni, e lo sarà anche in quelli a venire. È quanto emerge dalla XXII edizione del Global capital confidence barometer<sup>159</sup>, il sondaggio condotto da EY che ha coinvolto oltre 2.900 top manager attivi in 46 paesi. L’innovazione tecnologica è alla base degli obiettivi post-covid. Il 41% degli intervistati sostiene di star investendo nell’accelerazione dell’automazione e il 72% dichiara che metterà in cima alla lista gli investimenti in ambito tecnologico e digitale. Il tutto in ottica M&A: il 54% sta monitorando il mercato in attesa di opportunità di fusioni o acquisizioni nei prossimi dodici mesi e il 38% sostiene che si concentrerà sulla capacità di adattamento delle aziende target ai periodi alterni del ciclo economico.

---

<sup>158</sup> Sole 24 ore spazio a M&A “distressed” e ristrutturazioni <https://www.ilsole24ore.com/art/spazio-ma-distressed-e-ristrutturazioni-ADt9sSN>

<sup>159</sup> EY. (2020) Global Capital Confidence Barometer. March. 22<sup>nd</sup> edition

Figura 35: esempi di strategie in base al settore



Fonte: EY. (2020) We're in the same storm-but are we all in the same boat?

Seppur vero che sarà il buyer strategico, industriale, ad effettuare operazioni di M&A nel prossimo futuro, non è detto che gli investitori finanziari rimangano ad aspettare a lungo.

In questi soggetti permane un eccesso di liquidità che non potrà essere detenuta in stallo per molto tempo. Più di un trilione di dollari<sup>160</sup> sono stati accumulati in fondi di private equity. Seppur vero che molti fondi sono alle prese con le difficoltà tipiche dei cicli recessivi, durante l'ultima crisi economica, molti fondi e i loro investitori sono rimasti ai margini per troppo tempo, perdendo opportunità che esistevano quando le cose sembravano più tette.

Quella lezione sicuramente non sarà dimenticata dai manager. In effetti, il panorama competitivo nel private equity potrebbe essere rimodellato in questo momento; coloro che riconosceranno le potenziali opportunità e agiranno in base a esse in modo efficiente e strategico, potrebbero essere in grado di scavalcare coloro che si

<sup>160</sup> Deloitte. (2020). Opportunities for private equity post-COVID-19

limiteranno a ridimensionare il proprio portafoglio e ad aspettare i prossimi mesi finché l'acqua non sembra più calma<sup>161</sup>.

### **3.9 QUALI EFFETTI SULLE VALUTAZIONI D'AZIENDA**

Abbiamo già analizzato le difficoltà della valutazione d'azienda all'indomani della crisi finanziaria del 2008. Sicuramente questo periodo storico ha in comune la difficoltà di intercettare possibili scenari di evoluzione del mercato, ma a differenza del post crisi 2008, le difficoltà che si affronteranno nella valutazione aziendale saranno relative al carattere estemporaneo e straordinario del 2020.

Condurre una valutazione aziendale con i dati delle società del 2020 condurrà sicuramente a valutazioni fuorvianti dell'effettivo valore aziendale. Secondo diversi report che hanno calcolato il valore dei multipli su un campione di società, i multipli EV/EBITDA e EV/SALES risultano diminuiti rispettivamente del 9%-13% e del 19%-23%<sup>162</sup>.

Nella fase post Covid-19 occorrerà dunque una fase di due diligence che sia in grado di intercettare da un lato i possibili scenari evolutivi del contesto economico, ma dall'altro cercare di recuperare eventuali andamenti storici della società.

Per quanto riguarda i prezzi delle operazioni di M&A nella fase successiva alla crisi economica, vi sono una serie di considerazioni da argomentare.

Sebbene tutti si aspettino una diminuzione dei prezzi, a seguito di un eccesso di liquidità che permane nel mercato e una maggiore percezione del rischio, non è detto che i prezzi debbano scendere in maniera vertiginosa. Ovviamente, se la pandemia dovesse riportare ulteriori ricadute economiche (come ad esempio ulteriori lockdown e tutto ciò che comportano), è chiaro che le considerazioni sul prezzo sarebbero sicuramente al ribasso. Tuttavia, nella fase immediatamente post crisi, come il buyer vuole approfittare di possibili cessioni di asset distressed, il seller non vuole rinunciare

---

<sup>161</sup> Deloitte. (2020). Opportunities for private equity post-COVID-19

<sup>162</sup> A titolo di esempio si riporta il seguente report: Considerazioni sulle valutazioni aziendali nella situazione attuale Enrico Rovere Managing Director, Head of Business Valuation Italy - Duff & Phelps, Milano 14 Maggio, 2020

alle plusvalenze della cessione e svendere i propri asset, soprattutto se permane uno stato di incertezza nel mercato che non per forza deve essere negativo.

Come abbiamo constatato nel processo valutativo, il valore dell'azienda non è l'unico elemento della transazione. Ad incidere sul prezzo sono, ad esempio, anche il numero di potenziali compratori e di alternative in vendita all'interno del settore di appartenenza. Dunque, il fatto che il rischio percepito porti a ridurre il prezzo non implica che il numero di compratori aumenti necessariamente, e soprattutto non implica che il numero degli investitori che siano disposti a vendere l'azienda "a sconto" aumenti.

A titolo di esempio, riportiamo il fallimento dell'affare per la holding Exor della famiglia Agnelli-Elkann, che sembrava essere dato per certo dopo la firma dei memorandum d'intesa con la francese Covea. L'operazione, che era data per fatta, aveva messo sul piatto 9 miliardi (più dei 6,7 spesi da Exor all'atto dell'acquisto del riassicuratore con sede alle isole Bermuda). Poi è arrivato il Coronavirus, che ha prima terrorizzato i mercati e poi iniziato a intaccare le operazioni economiche e finanziarie, inducendo i francesi di Covea al ritirarsi dall'affare. A nulla è valso il Memorandum of Understanding firmato all'inizio di marzo: Covea ha provato a cambiare le carte in tavola, chiedendo una rinegoziazione a fronte dell'inatteso scenario economico delineato dal Covid-19, che ha incontrato la ferma risposta negativa da parte di Exor. Chiudendo definitivamente l'operazione<sup>163</sup>.

Questo esempio mostra chiaramente il motivo per cui in fase di incertezza economica, le operazioni di M&A subiscono una contrazione: tutti vogliono vederci più chiaro. Ed è per questo che, in queste tipologie di crisi, le operazioni di M&A vengono compiute da acquirenti strategici, che sono in grado di apprezzare il rischio avendo appunto una visione strategica delle possibili sinergie auspicabili dall'operazione; ed è per questo che in queste crisi gli investitori finanziari tendono ad avere un approccio più distaccato, come accaduto nella crisi del 2008.

---

<sup>163</sup>[https://www.corriere.it/economia/finanza/20\\_maggio\\_12/exor-salta-cessione-9-miliardi-partnerre-62bbda4-9486-11ea-9026-0ed4807e0a45.shtml](https://www.corriere.it/economia/finanza/20_maggio_12/exor-salta-cessione-9-miliardi-partnerre-62bbda4-9486-11ea-9026-0ed4807e0a45.shtml)



Per ovviare ai problemi relativi all'incertezza sulle valutazioni del prezzo, si potrebbero verificare dei meccanismi di natura contrattuale sulle transazioni, in grado di tutelare entrambe le parti.

Come ad esempio l'inserimento di clausole earn-out o MAC.

Le Material Adverse Change ("MAC"), e cioè letteralmente cambiamento rilevante avverso, è una tipologia di clausola che contempla eventi di natura straordinaria e che esorbitano dal normale rischio imprenditoriale, i quali possono generare effetti pregiudizievoli sulla target company. In conseguenza del verificarsi degli eventi contemplati nella clausola MAC una parte, normalmente l'acquirente, può chiedere di sciogliere il vincolo contrattuale ed evitare lecitamente il perfezionamento dell'operazione oppure, in alternativa, la parte interessata può rinegoziare il prezzo di acquisto<sup>164</sup>.

A causa del mercato M&A favorevole al venditore negli ultimi anni, è stato generalmente molto difficile per l'acquirente negoziare l'inclusione di una clausola MAC nel contratto di acquisto.

Tuttavia, in futuro, muovendoci verso un mercato del compratore, gli acquirenti potrebbero avere più forza negoziale e voler essere protetti da ulteriori condizioni, al fine di far fronte alla prevista diminuzione economica causata dalla pandemia COVID-19 e dalle incertezze che ne derivano. In considerazione della portata attualmente difficilmente prevedibile delle conseguenze economiche, sarà difficile per il venditore respingere completamente il maggiore bisogno di sicurezza dell'acquirente.

Di norma infatti, il venditore non è interessato a includere una clausola MAC, in quanto porta a un significativo spostamento del rischio a suo svantaggio. Se il venditore accetta l'inclusione di una clausola MAC, sarà interessato a mantenere l'ambito di applicazione della clausola il più ristretto possibile e limitarlo a circostanze relative al business. Al contrario, è nell'interesse dell'acquirente includere una clausola quanto più completa possibile e non limitata alle circostanze specifiche dell'azienda, ma che copra anche i processi o gli sviluppi economici generali e legati all'industria.

---

<sup>164</sup> <https://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2020-05-04/la-material-adverse-change-come-rimedio-contrattuale-operazioni-acquisizione-corso-l-emergenza-covid-19-120329.php>

Come noto, tale clausola rappresenta il risultato di un compromesso tra contrapposti interessi in gioco, pertanto acquirente e venditore redigono le clausole con l'utilizzo di tecniche che consentano a ciascuna parte di salvaguardare i propri interessi.

Se un venditore è costretto ad accettare una clausola Market MAC o una formulazione ancora più esaustiva a causa della specifica situazione di negoziazione, dovrebbe in ogni caso essere richiesta l'inclusione di soglie di materialità concrete, cioè identificate chiaramente (es. riduzione dell'EBITDA del valore X presso l'azienda target).

Al fine di ridurre la motivazione dell'acquirente a recedere dal contratto di acquisto in caso di MAC, il venditore potrebbe richiedere una commissione di scioglimento, che obbligherebbe l'acquirente a pagare un importo di risarcimento concordato contrattualmente in caso di applicazione della clausola<sup>165</sup>.

Anche l'earn out è un sistema di clausole contrattuali che puntano a ridurre il rischio derivante a una società dall'acquisto di un'altra. Nei contratti relativi alla cessione di partecipazioni societarie o di aziende con le cosiddette clausole di earn out, il pagamento del prezzo o di una parte di esso è vincolato a un determinato risultato o al verificarsi di una situazione della società acquisita in un momento successivo a quello in cui avviene il trasferimento. In pratica, la clausola sottopone il prezzo ad aleatorietà in quanto l'importo definitivo viene a essere legato a eventi futuri che possono anche non essere sotto il controllo delle parti come, per esempio, l'andamento del mercato<sup>166</sup>. Questi sistemi di “pagamento in più tranches” traggono la propria origine storica proprio a seguito della difficoltà di valutare le performance future delle società tecnologiche degli anni Novanta<sup>167</sup>.

La pandemia COVID-19 potrebbe quindi portare a una maggiore inclusione di clausole MAC o di earn out non solo per lo spostamento del mercato a favore del compratore, ma anche a causa di oggettive difficoltà nella valutazione dell'azienda nel prossimo futuro.

---

<sup>165</sup> Deloitte. (2020). Clausole MAC nella documentazione delle transazioni M&A e pandemia COVID-19 DELOITTE

<sup>166</sup> <https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/clausola-earn-out.html>

<sup>167</sup> Un esempio tratto da un'operazione di qualche tempo, riportato da borsa italiana, può chiarire il funzionamento di questo genere di strumenti soprattutto perché basato in un contesto di incertezza che si può assimilare a quello scaturito dal covid-19, ossia post crisi finanziaria 2008 <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/earn-out145.htm>

Difatti, costruire una valutazione su base 2020, essendo stato un anno di natura eccezionale, non porta a nessun tipo di valutazione corretta, a meno che ovviamente non ci stiamo riferendo ad una società facente parte i settori non colpiti.

### **3.9.1 DUE DILIGENCE AI TEMPI DEL COVID-19**

Nella fase post crisi del 2008, molti “buyers” non riuscirono ad estrarre il valore potenzialmente preventivato. Ciò è stato in parte anche dovuto alla minore efficacia delle Due Diligence “tradizionali” che si erano rilevate non adatte a individuare le nuove dinamiche, a causa di un focus troppo spesso orientato esclusivamente alle performance storiche.

L’approccio “tradizionale” era frutto di una situazione di mercato radicalmente diversa da quella successiva alla crisi, dove i multipli utilizzati per le valutazioni erano così alti da imporre ai “buyers” un focus importante sui risultati storici<sup>168</sup>, mentre in realtà i multipli erano significativamente inferiori rispetto ai picchi raggiunti pre-recessione. Situazione che relativamente ai multipli è simile a quella innescata dal post-Covid.

Tuttavia, in questa particolare crisi sembrano essere due le possibilità suggerite dalle società di consulenza e dai professionisti del settore per costruire una corretta valutazione d’azienda.

Una via si rifà all’obiettivo di ricostruire quello che è l’andamento storico delle società, considerando il 2020 come un anno straordinario. Mentre l’altra strada sembra rifarsi al nuovo benchmark dell’ebitac (ebitda before corona virus impact), andando ad isolare l’impatto del virus sulla realtà aziendale.

Con la prima opzione, la finalità della due diligence si ritrova completamente rovesciata rispetto alla difficoltà negli anni successivi al 2008.

Come accennato, la principale motivazione al perseguimento di questa strada è che gli impatti finanziari registrati durante il periodo della pandemia non sono ricorrenti, il che significa che non riflettono l’attività per sempre. A tal fine, si dovrebbero utilizzare

---

<sup>168</sup>Dalocchio, M., Lucchini, G., & Scarpelli, M. (2015). Mergers & acquisitions

delle basi di analisi standardizzate come ad esempio l'EBITDA per gli ultimi 2 o 3 anni escludendo periodi che non descrivono la realtà ricorrente del business<sup>169</sup>.

Viceversa, L'Ebitdac è una misura emersa negli ultimi mesi come un modo per mostrare la performance senza l'impatto della pandemia.

Schenck Process, azienda tedesca controllata dal fondo di private equity Blackstone, è stata la prima a utilizzare il nuovo EBITDAC per presentare i propri risultati. Nella sua trimestrale, Schenck ha utilizzato l'EBITDAC specificando che non è "IFRS compliant", ma che si tratta di una informazione aggiuntiva, utile per comprendere le nuove condizioni finanziarie.

Più di una società, segnala il Financial Times, riporta il livello che presumibilmente i profitti avrebbero raggiunto, in assenza dell'emergenza sanitaria degli ultimi mesi.

I fautori di tale benchmark affermano che fornisce continuità con i risultati passati: se le turbolenze del coronavirus saranno solo un'interruzione temporanea, eliminare l'impatto fornisce un confronto più semplice con i risultati pre-covid. Aggiustare l'Ebitda, in quest'ottica ha senso quando eventi occasionali oscurano la salute sottostante di un'azienda<sup>170</sup>.

Tuttavia, non mancano le critiche a tale metodologia.

Il principale osservatore europeo dei mercati, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, ha chiesto "cautela" nella presentazione dell'impatto del virus. Il Financial Reporting Council, che regola i revisori e i contabili del Regno Unito, ha avvertito che le misure che tentano di mostrare risultati "normalizzati" potrebbero essere "altamente soggettive" e "potenzialmente inaffidabili". La società di rating Moody's Investors Service ha aggiunto la sua voce alle critiche, affermando che l'Ebitdac probabilmente include "una serie di aggiustamenti ipotetici e altamente soggettivi". La European Leveraged Finance Association, che rappresenta più di 30

---

<sup>169</sup> Deloitte. (2020). Covid-19: Impacts on the due diligence process and best practices

<sup>170</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-07-10/would-you-like-those-earnings-with-or-without-covid-quicktake>

gestori istituzionali, ha pubblicato un report a maggio in cui ha definito Ebitdac "inappropriato" e ha avvertito che potrebbe portare a "cifre fittizie"<sup>171</sup>.

Stabilire le premesse per calcolare quali sarebbero i risultati senza l'impatto della crisi potrebbe non essere il modo migliore a causa della soggettività associata.

A causa delle difficoltà associate alla due diligence e alla valutazione d'azienda nei settori colpiti dalla crisi, è altamente probabile che si verifichino le condizioni per l'applicazione delle clausole viste precedentemente, che difatti tutelano entrambe le parti, in quanto il seller non svende l'azienda e il buyer condivide il rischio con il seller. L'attività di due diligence, in caso di applicazione di clausole di earn out, potrà essere improntata sul cercare di cristallizzare la valutazione d'azienda all'anno 2019, basandosi quindi sull'EBITDA conseguito senza pandemia, che diventa l'EBITDA obiettivo da raggiungere e la base su cui costruire la valutazione d'azienda. Se si raggiunge questo valore ad esempio in un paio d'anni, il buyer riconoscerà il prezzo pieno, commisurato a quel EBITDA.

L'EBITDA obiettivo dovrà essere calcolato con lo stesso multiplo di ingresso applicato sulla base di valutazione del 2019. Questo sistema dà la possibilità al buyer di poter pagare una parte del prezzo in funzione di risultati conseguiti negli anni successivi, con eventuali meccanismi di premi, condividendo il rischio con il seller.

Sarà estremamente utile partire dalla due diligence per la valutazione d'azienda su dati condivisi dal buyer e dal seller, che permettano di costruire uno schema di earn-out condiviso e facilmente misurabile da tutti.

La ripresa economica e le difficoltà dei settori maggiormente colpiti dalla crisi sarà molto più difficile da quantificare. L'attività di due diligence subirà sicuramente un allungamento dei tempi, in virtù delle difficoltà di valutazione e diverrà ancora più importante la fase di valutazione del post acquisition soprattutto se verranno utilizzate le clausole descritte precedentemente.

In ogni caso, per quasi tutte le società si dovrà effettuare una revisione dei piani sotto i seguenti aspetti:

---

<sup>171</sup>[https://elfainvestors.com/resources/Documents/\\_EBITDAC\\_%20is%20an%20Inappropriate%20Metric%20for%20Calculations%20of%20Covenant%20Capacity%20under%20Leveraged%20Finance%20Agreements.pdf](https://elfainvestors.com/resources/Documents/_EBITDAC_%20is%20an%20Inappropriate%20Metric%20for%20Calculations%20of%20Covenant%20Capacity%20under%20Leveraged%20Finance%20Agreements.pdf)

- Ricavi: impatto sulla domanda da parte dei clienti, tempistiche di incasso, salute finanziaria dei clienti;
- Supply chain: tempistica e disponibilità delle merci, costo del venduto, salute finanziaria dei fornitori;
- Operations: disponibilità dei lavoratori, livello di produttività, capacità di lavorare da remoto mantenendo i requisiti di cybersecurity.

Si dovrà tener presente che l'effetto sui piani aziendali interesserà non solo gli aspetti economici, ma anche quelli patrimoniali, in quanto oltre agli impatti economici ci potranno essere dei ritardi negli investimenti previsti e si potrà assistere ad un'ulteriore dilazione dei pagamenti, con conseguenti effetti sul capitale circolante e sui cash flow, con possibili effetti anche sui covenant finanziari<sup>172</sup>.

Oltre a questi aspetti tecnici, sebbene gli impatti finanziari della crisi non siano perpetui, è lecito aspettarsi dei cambiamenti nelle abitudini di consumo nel post-crisi, che potrebbero diventare driver di business permanenti per le aziende. Per alcune industrie in particolare, durante il processo di due diligence, sarà necessario considerare aspetti della “nuova normalità”, il che significa differenziare quali fattori potranno scomparire con la ripresa economica da quelli che avranno un impatto permanente sull'azienda<sup>173</sup>.

Anche le misure governative adottate nel mercato in cui operano le imprese dovranno essere comprese a fondo.

Ad esempio, le misure per rendere le leggi sul lavoro più flessibili e ridurre l'orario di lavoro con la riduzione dei salari sono rilevanti per l'analisi delle risorse umane, del lavoro e della sicurezza sociale. Le misure per estendere il pagamento di tasse e contributi, ad esempio, hanno un impatto significativo sulla due diligence finanziaria e fiscale.

---

<sup>172</sup> Considerazioni sulle valutazioni aziendali nella situazione attuale 14 Maggio, 2020 Enrico Rovere Managing Director, Head of Business Valuation Italy - Duff & Phelps, Milano

<sup>173</sup> Deloitte. (2020). Covid-19: Impacts on the due diligence process and best practices

L'analisi delle misure governative dovrà inoltre includere eventuali mosse protezionistiche contro gli accordi transfrontalieri.

La pandemia ha, comprensibilmente, influenzato le operazioni delle autorità di regolamentazione. Gli impatti variano in base alla giurisdizione e includono chiusure temporanee, tempi di elaborazione più lenti, modifiche alle scadenze obbligatorie e richieste di ritardare la presentazione di operazioni di M&A. Inoltre, i fattori chiave che influiscono sull'autorizzazione delle operazioni per i grandi deals (preoccupazioni anticoncorrenziali, questioni di sicurezza nazionale e considerazioni geopolitiche) sono diventati più importanti.

Gli accordi transfrontalieri possono vedere un controllo più approfondito, poiché le crisi in generale rafforzano la recente tendenza dei paesi che introducono o espandono l'uso delle cosiddette approvazioni di investimenti esteri per proteggere le imprese ritenute di interesse nazionale. Già in passato, i regolatori hanno bloccato una serie di importanti accordi a causa di preoccupazioni per la sicurezza nazionale. Ad esempio, nel 2018, il Comitato per gli investimenti esteri negli Stati Uniti (CFIUS) ha bloccato l'acquisizione del produttore di chip Qualcomm da parte di Broadcom, che all'epoca aveva sede a Singapore. Nel 2019 anche le autorità di regolamentazione dell'UE hanno formalmente bloccato la proposta di joint venture nel settore dell'acciaio tra thyssenkrupp e Tata.

Tra il 2014 e il 2019 le autorità di regolamentazione della sola UE hanno bloccato accordi di grandi dimensioni per un valore combinato di quasi \$ 60 miliardi<sup>174</sup>.

Dato che la crisi ha causato interruzioni significative alle catene di approvvigionamento, gli operatori dovrebbero anticipare che le autorità di regolamentazione avranno una visione più ampia di quali acquisizioni costituiscono una minaccia per la sicurezza nazionale.

In un'asta competitiva, un venditore potrebbe, a parità di condizioni, preferire un offerente che ha meno probabilità di sollevare preoccupazioni normative, aumentando così la certezza dell'approvazione dell'accordo. Per compensare un rischio normativo

---

<sup>174</sup> Boston Constalting Group Navigating Merger Clearance During the Crisis 13 MAY 2020 By Georg Keienburg, Jens Kengelbach, Leif Neumann, and Kim Thomas BOSTON CONSTALTING GROUP

più elevato, un acquirente potrebbe dover fare un'offerta a un prezzo maggiorato per acquisire la target. Poiché la crisi COVID-19 potrà influire sul modo in cui le autorità di regolamentazione valutano gli accordi, l'attività di due diligence dovrà valutare e apprezzare tale rischio.

### **3.10 LA STATICITÀ NON È UN'OPZIONE**

La storia insegna che le aziende che si muovono per prime, utilizzando velocemente la leva delle operazioni straordinarie per ridefinire il proprio posizionamento di mercato e le proprie operations, sono quelle che traggono i maggiori benefici nel medio e lungo termine.

È quanto emerge da uno studio pubblicato da EY Strategy and Transactions. Lo studio ha analizzato le transazioni realizzate tra il 2008 e il 2010, ossia immediatamente dopo la crisi finanziaria globale. Dallo studio è emerso che le aziende early-mover che hanno fatto scelte coraggiose in merito a operazioni di M&A e trasformazione del proprio portafoglio, hanno visto un aumento del rendimento nel decennio successivo, rispetto agli altri operatori del mercato.

In particolare, le aziende che in quella fase hanno effettuato acquisizioni hanno registrato un rendimento totale per gli azionisti più elevato del 26%, mentre le aziende che hanno ridefinito il perimetro cedendo asset, hanno ottenuto in seguito rendimenti più alti del 24%. Inoltre, la ricerca ha rilevato che queste aziende hanno registrato rendimenti due o tre volte superiori rispetto a quelle che hanno adottato un approccio più prudente.

Risultato confermato in parte, anche da un report di Accenture: le aziende che hanno acquistato in una fase di recessione tendono ad avere un rendimento totale per gli azionisti a tre anni più elevato rispetto alla media del settore S&P 500<sup>175</sup>.

Andrea Guerzoni, EY Global Vice Chair dell'area Strategy and Transactions, ha commentato: “In qualsiasi tempesta la reazione istintiva è quella di correre ai ripari e

---

<sup>175</sup> Accenture .(2020). COVID-19: Rebalance for resilience with M&A



aspettare, ma l'evidenza dimostra che restare fermi non è un'opzione percorribile. Come ci insegna la crisi finanziaria del 2008, in queste fasi straordinarie il mercato consente alle aziende di effettuare acquisizioni strategiche, in grado di sostenere poi una crescita più rapida nel periodo di ripresa”.

Anche uno studio relativo al settore bancario sempre dopo la crisi finanziaria del 2008, conferma l'importanza delle operazioni di M&A durante una recessione economica. In tale studio emerge che le acquisizioni attuate durante una crisi finanziaria possano assumere un valore particolare e che gli investitori, a causa della sostanziale incertezza, forniscano un premio al completamento della transazione. Il mercato reagisce dunque positivamente in caso di situazioni opache, presumibilmente per premiare la riduzione dell'incertezza associata alla concretizzazione dell'accordo<sup>176</sup>.

Secondo De Phamphilis, non sorprende infatti che le prove dimostrino che il mercato azionario premi le aziende che vedono e agiscono sulle opportunità promettenti, anticipando un'ondata di M&A, mentre punisca le imprese che si limitano ad imitare<sup>177</sup>.

Certamente il futuro che si prospetta è incerto e pieno di insidie. Tuttavia, esiste anche un'altra certezza: aspettare inermi non è la scelta migliore.

---

<sup>176</sup> Beltratti, A., & Paladino, G. (2013). Is M&A different during a crisis? Evidence from the European banking sector. *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 5394-5405.

<sup>177</sup> DePamphilis, D. (2019). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. Academic Press

## CONCLUSIONE

In un sistema economico finanziario per certi versi ancora convalescente per la crisi dei subprime, si è abbattuta la crisi da Covid-19. La diffusione su scala globale del Covid-19 rappresenta la più grande emergenza sanitaria dal dopoguerra. Oltre al bilancio di vite umane e l'impatto sulla quotidianità, la pandemia porta con sé un danno economico di vasta portata.

Gli effetti di questa crisi di natura event driven sono ricaduti direttamente sull'economia reale, con ripercussioni sia dal lato della domanda, sia dell'offerta, e di conseguenza ha interessato i consumi, l'occupazione e il sistema economico in generale.

Ciò nonostante, proprio per la sua natura di essere una crisi event driven, non è una crisi di carattere strutturale quindi non avrà un impatto indistinto, su tutto il sistema economico, drenando liquidità da tutti i settori. Le crisi event driven sono crisi che per loro natura trovano delle vie di fuga. D'altronde, l'impatto è stato enormemente differenziato tra i diversi settori del mercato, beneficiando una serie di comparti legati al Pharma, all'E-commerce e in generale a tutto il mondo digital.

Per la sua peculiarità, infatti, il Covid-19 tenderà ad accelerare eventuali trend già iniziati nei periodi precedenti.

Tutti abbiamo toccato con mano quanto il Covid-19 abbia accelerato il processo di digitalizzazione, dematerializzando una serie di attività. L'innovazione tecnologica sempre più dirompente ha caratterizzato d'altronde il mercato dell'M&A già pre-Covid-19. Tuttavia, se prima il digitale era una grande opportunità, domani sarà una necessità vitale per chi vuole continuare ad operare in un contesto così mutato.

Per le aziende che non vogliono semplicemente superare la tempesta, ma vorranno essere protagoniste del futuro, l'implementazione di ambiziosi piani di digitalizzazione dovrà essere il punto principale sulle agende dei propri manager.

In quest'ottica, giocherà un ruolo importante il grado ed il livello del know-how tecnologico già posseduto dalle imprese, nonché la salute e la liquidità delle stesse. Mai come ora la crescita per linee esterne, che consente una crescita in tempi brevi

rispetto alla crescita organica, dovrebbe essere posta in cima agli obiettivi delle imprese.

La crisi inoltre, destinerà importanti opportunità a quei player dotati di “spalle forti” di consolidare le proprie posizioni o di aumentare la competitività.

Ovviamente, nei settori colpiti duramente dalla crisi, come automotive, manifatturiero, trasporti, sarà lecito aspettarsi una riorganizzazione forzata delle strategie aziendali, con una focalizzazione degli investimenti su attività più profittevoli.

La possibilità di trovare asset interessanti di attività non core per le imprese colpite dalla crisi, che normalmente non si trovano sul mercato, potrà essere una grande opportunità per investitori finanziari e operatori virtuosi.

I deals del futuro dovranno anche affrontare la difficoltà nella valutazione delle aziende. La fase di due diligence, ora più che mai, sarà di vitale importanza per la corretta valutazione delle imprese.

Le difficoltà nella valutazione sono direttamente collegate al carattere straordinario dell'anno 2020, trovandosi le imprese con un EBITDA che non rispecchia le reali condizioni. In quest'ottica, l'implementazione delle strutture di prezzo, costruite sugli andamenti storici delle società e sulle previsioni dei prossimi anni, potranno prevedere l'applicazione di clausole MAC o di earn-out.

Tali clausole, a causa del mercato M&A favorevole al venditore negli ultimi anni, sono state difficili da inserire per l'acquirente all'interno della fase di negoziazione. Tuttavia, in futuro, muovendoci verso un mercato del compratore, gli acquirenti potrebbero avere più forza negoziale e voler essere protetti da ulteriori condizioni, al fine di far fronte alla prevista diminuzione economica causata dalla pandemia COVID-19 e dalle incertezze che ne derivano.

## BIBLIOGRAFIA

Accenure. (2020). COVID-19: Rebalance for resilience with M&A

Alexandridis, G., Mavrovitis, C. F., & Travlos, N. G. (2012). How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave. *The European Journal of Finance*, 18(8), 663-688.

Ali-Yrkkö, J. (2002). *Mergers and acquisitions: Reason and results* (No. 792). ETLA Discussion papers.

Ansoff H.I., (1968) *Strategia aziendale*, Etas Kompass, Milano

Aquaro, D. (18/05/2020). spazio a M&A “distressed” e ristrutturazioni. Sole 24 ore. Disponibile su <https://www.ilsole24ore.com/art/spazio-ma-distressed-e-ristrutturazioni-ADt9sSN>

Bagella, M. (2015). *L'euro e la politica monetaria*. G Giappichelli Editore

Baker, H. K., & Kiyamaz, H. (Eds.). (2011). *The art of capital restructuring: Creating shareholder value through mergers and acquisitions* (Vol. 14). John Wiley & Sons.

Beltratti, A., & Paladino, G. (2013). Is M&A different during a crisis? Evidence from the European banking sector. *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 5394-5405

Blanchard, O., Amighini, A., & Giavazzi, F. (2014). *Macroeconomia: una prospettiva europea*. Bologna: Il Mulino

Bloom, R. (2011). The Financial Crisis Inquiry Report. *The CPA Journal*, 81(5), 6.

Borsa Italiana (2011). EARN-OUT Il sistema di clausole contrattuali per ridurre i rischi nelle acquisizioni di società. Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/earn-out145.htm>

Borsa Italiana. Guida alla valutazione © Luglio 2014 Borsa Italiana S.p.A. – London Stock Exchange Group. Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/pubblicazioni/pubblicazioni/guidaalla valutazione.pdf>

Bower, J. L. (2001). Not all M&As are alike: And that matters

Bruner, R. F., & Perella, J. R. (2004). *Applied mergers and acquisitions* (Vol. 173). John Wiley & Sons.

Buttignon, F. (2015). Distressed firm valuation: Reorganization plan and going-concern capital value. *Available at SSRN 2567651*.

Caiazza, R. (2011). *Cross-border M&A. Determinanti e fattori critici di successo* (Vol. 43). G Giappichelli Editore

Campobasso, G. F., & Campobasso, M. (2014). *Manuale di diritto commerciale*

Chomsisengphet, S., & Pennington-Cross, A. (2006). The evolution of the subprime mortgage market. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*.

Commissione europea. (2020). Spring Forecasts 2020

Consob. (2012). Relazione per l'anno 2012. Disponibile su: <http://www.consob.it/documents/46180/46181/rel2012.pdf/22b03b1f-ba47-4e17-97d3-8b59e457d92d>

Consob. (2020). La crisi da Covid-19- Dalla crisi sanitaria alla crisi economica. Disponibile su :<http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-sanitaria-economica>

Consob. (2020). La crisi da Covid-19- L'impatto sui mercati finanziari. Disponibile su: <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-mercati-finanziari>

CONSOB. La crisi finanziaria del 2007-2009. Disponibile su <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

D'albora, M; Tartaglia E. (2011). *M&A Mergers & Acquisitions*

Dalocchio, M., Lucchini, G., & Scarpelli, M. (2015). *Mergers & acquisitions*

De Pamphilis, D. (2019). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. Academic Press.

DECRETO DEL PRESIDENTE DEL CONSIGLIO DEI MINISTRI 22 marzo 2020. Ulteriori disposizioni attuative del decreto legge 23 febbraio 2020, n. 6, recante misure urgenti in materia di contenimento e gestione dell'emergenza epidemiologica da COVID-19, applicabili sull'intero territorio nazionale. 22 marzo 2020"

Deloitte (2020). Covid-19: A look at the post outbreak M&A scenario

Deloitte LLP. (2018). Past as prologue Navigating through the 2018-2020 M&A cycle

Deloitte. (2020). Clausole MAC nella documentazione delle transazioni M&A e pandemia COVID-19 DELOITTE

Deloitte. (2020). Covid-19: Impacts on the due diligence process and best practices

Deloitte. (2020). Opportunities for private equity post-COVID-19

Elfa. (2020). “EBITDAC” is an Inappropriate Metric for Calculations of Covenant Capacity under Leveraged Finance Agreements. Disponibile su: [https://elfainvestors.com/resources/Documents/\\_EBITDAC\\_%20is%20an%20Inappropriate%20Metric%20for%20Calculations%20of%20Covenant%20Capacity%20under%20Leveraged%20Finance%20Agreements.pdf](https://elfainvestors.com/resources/Documents/_EBITDAC_%20is%20an%20Inappropriate%20Metric%20for%20Calculations%20of%20Covenant%20Capacity%20under%20Leveraged%20Finance%20Agreements.pdf)

Epicentro: Pandemia da COVID-19. Disponibile su: <https://www.epicentro.iss.it/coronavirus/sars-cov-2>; aggiornato al 18 /09/2020

Erel, I., Liao, R. C., & Weisbach, M. S. (2012). Determinants of cross-border mergers and acquisitions. *The Journal of finance*, 67(3), 1045-1082.

Europea, B. C. (2009). Rapporto annuale. Public Finance in Emu.

EY. (2020) Global Capital Confidence Barometer. March. 22nd edition

EY. (2020) We're in the same storm-but are we all in the same boat?

Frankel, M. E., & Forman, L. H. (2017). *Mergers and acquisitions basics: the key steps of acquisitions, divestitures, and investments*. John Wiley & Sons.

Gagliardi, G. (2015). M&A: le prospettive. *Amministrazione & Finanza* n. 11

Gallino, L. (2013). *Il colpo di Stato di banche e governi: l'attacco alla democrazia in Europa* (p. 256). Torino, Italy: Einaudi.

Galpin, T. J. (2014). *The complete guide to mergers and acquisitions: Process tools to support M&A integration at every level*. John Wiley & Sons.

Gaughan, P. A. (2010). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. John Wiley & Sons.

Grave, K., Vardiabasis, D., & Yavas, B. (2012). The global financial crisis and M&A. *International Journal of Business and Management*, 7(11), 56.

Hill, C. A., & Solomon, S. D. (Eds.). (2016). *Research Handbook on Mergers and Acquisitions*. Edward Elgar Publishing.

International Monetary Fund. 2020. World Economic Outlook: The Great Lockdown. Washington, DC, April.

Keienburg, G; Kengelbach, J; Neumann, L; Thomas, K. (2020). Navigating Merger Clearance During the Crisis. Boston Constalting Group

Kleinert, J., & Klodt, H. (2002). *Causes and consequences of merger waves* (No. 1092). Kiel Working Paper.

KPMG 2011 Rapporto Mergers &Acquisitions

KPMG 2014 Rapporto Mergers &Acquisitions

KPMG 2015 Rapporto Mergers &Acquisitions

KPMG 2017 Rapporto Mergers &Acquisitions

KPMG 2018 Rapporto Mergers &Acquisitions

KPMG 2019 Rapporto Mergers &Acquisitions

Kristensen, H. (2000). Does fairness matter in corporate takeovers?. *Journal of Economic Psychology*, 21(1), 43-56.

Lab 24.Sole 24 ore. (27/05/2020). Disponibile su: <https://lab24.ilsole24ore.com/storia-coronavirus/>

Linsell, K. (2020). How Companies Are Accounting for Covid-19. Bloomberg Disponibile su : <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-07-10/would-you-like-those-earnings-with-or-without-covid-quicktake>

Marks, M. L., & Mirvis, P. H. (2001). Making mergers and acquisitions work: Strategic and psychological preparation. *Academy of Management Perspectives*, 15(2), 80-92

Marra, G; Moretti, M. (2020). La Material Adverse Change come rimedio contrattuale nelle operazioni di acquisizione in corso durante l'emergenza Covid-19. Disponibile su: <https://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2020-05-04/la-material-adverse-change-come-rimedio-contrattuale-operazioni-acquisizione-corso-l-emergenza-covid-19-120329.php>

Massari, M., & Zanetti, L. (2008). *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*. Mc Graw Hill.

Miller, R. (2000). How culture affects mergers and acquisitions. *Industrial management*, 42(5), 22-22.

Ministero della salute. Circolare n.1997 del 22 gennaio 2020

Mocciaro Li Destri, A., & Picone, P. (2009). La valutazione delle sinergie nelle operazioni di M&A

Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions?. *The Journal of Finance*, 45(1), 31-48.

Pegoraro, M. S. A. (2009). Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo

Perry, J. S., & Herd, T. J. (2004). Reducing M&A risk through improved due diligence. *Strategy & Leadership*.

Peter O. Steiner, *Mergers: Motives, Effect and Policies* (Ann Arbor:University of Michigan Press,1975), p.104

Potito, L. (2016). *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*. G Giappichelli Editore.

PricewaterhouseCoopers (2009). Back to the 'domestic' future. From strategic expansion to rapid contraction in financial services M&A in EMEA

PWC (2020). 7 priorità d'azione per il settore Retail & Consumer nella fase post COVID-19

PWC. Forum Italian M&A. Disponibile su: <https://www.pwc.com/it/it/press-room/assets/docs/pr-forum-italia.pdf>

Raviolo, G. (2009). *La crisi globale Da Bretton Woods ai mutui subprime*. GAIA srl-Edizioni Univ. Romane.

Rosenbaum, J., & Pearl, J. (2013). *Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers and acquisitions* (Vol. 881). John Wiley & Sons.

Rossi, S. (2012). La crisi globale ed europea, le politiche per la stabilità finanziaria. *Capri, Convegno estivo ADEIMF (Associazione Docenti Economia Intermediari Mercati Finanziari)*, 15.

Rouse, T., & Frame, T. (2009). The 10 steps to successful M&A integration. *Bain and Company Business Insights*.



Rovere, E. (2020). Considerazioni sulle valutazioni aziendali nella situazione attuale. Duff&Phelps

Salvadeo, S., & Tedeschi, G. (2012). *Le operazioni straordinarie e la gestione dei processi di acquisizione*. IPSOA Gruppo Wolters Kluwer

Satta, G. (2017). *Strategie di crescita mediante acquisizioni nelle imprese high tech*. G Giappichelli Editore

Savelli, F. (2020). Exor, salta la cessione da 9 miliardi del riassicuratore PartnerRe. Corriere della sera. Disponibile su: [https://www.corriere.it/economia/finanza/20\\_maggio\\_12/exor-salta-cessione-9-miliardi-partnerre-62bbda4-9486-11ea-9026-0ed4807e0a45.shtml](https://www.corriere.it/economia/finanza/20_maggio_12/exor-salta-cessione-9-miliardi-partnerre-62bbda4-9486-11ea-9026-0ed4807e0a45.shtml)

Schloemer, E. (2006). *Losing Ground: Foreclosures in the Subprime Market & Their Cost to Homeowners*. DIANE Publishing.

Schwert, G. W. (2000). Hostility in takeovers: in the eyes of the beholder?. *The Journal of Finance*, 55(6), 2599-2640.

Sole 24 ore (2016). Clausola di earn out. Disponibile su: <https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/clausola-earn-out.html>

Sole 24 ore. (2018). Term sheet. Disponibile su <https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/term-sheet.html>

Technavio. (2020). Impact Analysis of Covid-19. Disponibile su: <https://mms.businesswire.com/media/20200618005624/en/799440/5/IRTNTR40610.jpg?download=1>

Walker, K. (1998). Meshing cultures in a consolidation. *Training & Development*, 52(5), 83-90.

WHO 30 January 2020. Statement on the second meeting of the International Health Regulations (2005) Emergency Committee regarding the outbreak of novel coronavirus (2019-nCoV).

WHO. WHO Director-General's opening remarks at the media briefing on COVID-19 - 11 March 2020. Disponibile su: <https://www.who.int/dg/speeches/detail/who-director-general-s-opening-remarks-at-the-media-briefing-on-covid-19---11-march-2020>

WilmerHale 2008 M&A Report. Attorney Advertising. © 2008 Wilmer Cutler Pickering Hale and Dorr LLP



## RIASSUNTO

### INTRODUZIONE

Oggetto del lavoro è finalizzato ad intercettare possibili evoluzioni e problematiche del mercato dell'M&A nella fase post Covid-19, offrendo al lettore una panoramica ed un inquadramento generale delle operazioni di M&A.

A tal fine, il primo capitolo è strutturato in modo da rendere al lettore noto le principali motivazioni che muovono le imprese nell'attuazione di tali operazioni e le principali tipologie di operazioni che la letteratura e il mercato riconoscono, offrendo un resoconto dell'evoluzione del mercato nel corso degli anni.

Nel secondo capitolo, l'attenzione si concentrerà sul ripercorrere le fasi in cui si articola il processo di M&A, analizzato in ottica sia buy side che sell side, con un focus sulle principali metodologie di determinazione del capitale economico d'azienda.

Il terzo ed ultimo capitolo, sarà invece riferito al possibile scenario evolutivo del mercato, mettendo in luce le difficoltà di valutazione delle imprese dettate dal carattere straordinario della pandemia da Covid-19, intercettando possibili analogie con la recente crisi finanziaria dei subprime.

### CAPITOLO 1

L'imperativo delle aziende è quello di generare ricchezza e di crescere all'interno del mercato in cui si opera, assicurandosi la sopravvivenza e continuità a lungo termine e condizioni di equilibrio duraturo.

I sentieri di crescita a disposizione delle imprese per la creazione di valore seguono strade principali: la crescita per vie interne e la crescita per vie esterne.

È bene sottolineare che la crescita per le aziende diventa anche sinonimo di sopravvivenza di fronte ai repentini cambiamenti del mercato e l'accesa concorrenza globale. È per questo che anche quando l'azienda è manchevole delle risorse necessarie per attuare una crescita per via interna, si realizzano operazioni alternative di crescita, guardando all'esterno.

La crescita esterna si realizza per mezzo di operazioni di acquisizioni e fusioni (M&A), alleanze strategiche, joint venture o di altre combinazioni interaziendali di imprese già

operanti all'interno del mercato, il cui fine è quello di sfruttare le sinergie scaturite dalla nuova realtà.

Bower identifica cinque principali tipologie di M&A basate sulle tipologie di sinergie ricercate dalle aziende.

1. "The Overcapacity M&A": generalmente si verificano in settori maturi e capital-intensive, dove si ha eccesso di capacità produttiva. L'acquirente in questo caso ha come obiettivo un suo concorrente: acquisendolo potrà razionalizzare i costi, guadagnare quote di mercato e rendere più efficienti le "operation".

2. "The Geographic roll-up M&A": l'obiettivo di questa operazione è quello di abbassare i costi operativi e di incrementare il valore per i propri clienti, ottenendo economie di scala e di scopo.

3. "The industry convergence M&A": questo tipo di M&A ha lo scopo di realizzare delle potenziali sinergie ottenibili da segmenti di mercato apparentemente diversi.

4. "The M&A as R&D": questo tipo di di M&A vede la potenziale acquisizione, o fusione, come una valida alternativa all'attività di ricerca e sviluppo.

5. "The product of market extension M&A": è una tipologia di M&A il cui fine è di estendere la gamma di prodotti e/o il mercato geografico di riferimento.

Oltre che in base alle sinergie ricercate dalle imprese, le operazioni di M&A possono essere classificate in base al tipo di acquisizione (ovvero se amichevole o ostile), in base alle dimensioni delle imprese oggetto dell'operazione, ed infine in base al paese di appartenenza.

Quando classifichiamo le operazioni di M&A in base al paese di appartenenza delle società coinvolte nell'operazione, distinguiamo tra: "M&A Tradizionali e Conglomerati Domestici" ed "M&A Tradizionali e Conglomerati Cross-Border".

Le M&A cross-border sono definite come "transazioni in cui assets di aziende che appartengono a paesi differenti sono combinate per dar vita ad una nuova entità".

L'obiettivo comune riscontrabile nella stragrande maggioranza delle operazioni di M&A è ravvisabile nella volontà di ottenere un aumento importante delle dimensioni dell'attività, di procurarsi nuove risorse e competenze e valorizzare quelle che già si

posseggono, di catturare nuovi valori, di conquistare, di conservare o di rafforzare un vantaggio competitivo, nonché nella velocità con cui si raggiungono tali obiettivi.

Oltre all'obiettivo temporale, un altro obiettivo generalizzabile a tutte le operazioni di M&A è la creazione di valore, nel senso che la combinazione di due o più aziende ha successo se riesce a creare un valore superiore a quello che esse avrebbero potuto realizzare restando separate.

La creazione di valore di un'azienda si genera allorché i rendimenti che essa è in grado di esprimere sono superiori a quanto costa remunerare congruamente i capitali (mezzi propri e di terzi) ottenuti e impiegati per ottenere quei rendimenti.

Sono dunque diversi i motivi per cui realizzare un'operazione di M&A.

La letteratura è solita distinguere le motivazioni oggettive (ovvero che non dipendono dalla "vision" del management) in 5 gruppi: strategiche, economiche, finanziarie, fiscali e speculative.

L'ultimo gruppo di motivazioni (le motivazioni speculative), ci fa riflettere circa quanto possano essere differenti gli obiettivi, i vincoli, i contesti aziendali di riferimento.

Inoltre, le motivazioni variano anche in base al tipo di investitore, ossia se investitore industriale, il quale approccia le motivazioni guidato da logiche strategiche; e l'investitore finanziario, il cui fine è di realizzare un capital gain.

Nel corso degli ultimi anni, le fusioni e le acquisizioni realizzate hanno raggiunto risultati sorprendenti, soprattutto perché avvenute nonostante il perdurare della crisi finanziaria. L'intensa attività del mercato delle Mergers & Acquisitions registratasi dopo la crisi finanziaria del 2008, ha indotto diversi esperti ad ipotizzare una nuova ondata di M&A. Tuttavia, l'arrivo della recente crisi causata dal Covid-19 potrebbe rivelare tale ipotesi incerta, essendosi il mercato delle M&A allineato alla recessione economica.

## CAPITOLO II

Ogni operazione di M&A deve risultare direttamente da un complesso processo valutativo, decisionale e negoziale, dato che i "deals" sono tra le decisioni o azioni più

impattanti che un'azienda possa intraprendere, quindi è particolarmente importante che si colleghino bene con la strategia aziendale.

Molti sono infatti i passi da compiere per giungere al cosiddetto “closing”, che deve riflettere le reali intenzioni delle parti coinvolte.

In primis, un'operazione di M&A che voglia avere successo deve prima di ogni cosa ricevere un'adeguata elaborazione strategica. L'analisi, partendo dall'individuazione del fabbisogno di crescita e della via più efficace per soddisfarlo, comporta una riflessione accurata sugli obiettivi da raggiungere e sulla decisione di acquisto/fusione che sia più coerente con essi, al fine di rendere ottenibile la creazione del massimo valore possibile.

Il processo appena descritto si conclude con una configurazione ideale dell'azienda o del ramo aziendale da acquisire e con una prima stima del costo globale da sostenere.

Da qui, prende avvio il processo di individuazione della target, il quale dovrebbe essere determinato da due prospettive: adattabilità strategica e adattabilità organizzativa.

Può accadere che la prima fase di analisi e selezione delle alternative strategiche di investimento si concluda con la redazione di un'“approach letter”, (blind profile o teaser), una documentazione sintetica nella quale la bidder riassume tipicamente le motivazioni alla base della ricerca di una soluzione di investimento, le prospettive offerte alla società target, le prospettive offerte ai soci e i passi che intende compiere per completare la transazione.

Il processo di M&A può essere attivato anche in ottica sell side.

Una volta presa la decisione di vendere, il management dell'azienda o l'advisor sell-side, dovrà cercare di ottenere il mix ottimale di massimizzazione del valore, velocità di esecuzione e certezza del completamento, tra le altre considerazioni specifiche dell'operazione per la parte venditrice. Di conseguenza, è necessario identificare le priorità sin dall'inizio e creare un processo di vendita su misura.

La selezione di un gruppo appropriato di potenziali acquirenti e la raccolta delle informazioni capaci di suscitare interesse, sono una parte fondamentale della fase di organizzazione e preparazione dell'operazione di M&A. All'estremo, l'omissione o

l'inclusione di un potenziale acquirente può fare la differenza tra un'asta riuscita o fallita.

Difatti, in ottica sell side acquistano una maggiore rilevanza alcuni documenti che dovranno essere presentati ai potenziali acquirenti al fine di fornire una panoramica esaustiva dell'impresa e dei suoi punti di forza, capaci quindi di suscitare interesse. I due principali documenti di "marketing" sono il teaser (o "blind profile") e l'information memorandum (IM).

La fase successiva del processo di M&A, sia in ottica sell side, che in ottica buy side, è dedicata alla negoziazione, dove altri fattori e altre competenze entrano in gioco.

Tipicamente, le parti dell'operazione di M&A possono sottoscrivere una serie di documenti legali, che possiamo definire come preliminari, quali ad esempio l'accordo di riservatezza, o un "term sheet", o una lettera di intenti.

Fatta questa premessa relativa ai documenti preliminari, è doveroso far notare che la fase di negoziazione è spesso l'aspetto più cruciale dell'intero processo di M&A. È una fase iterativa ed interattiva, che può essere suddivisa in ulteriori momenti, che possono iniziare in tempi diversi e tendono a sovrapporsi.

La negoziazione può portare a conclusioni sul prezzo, che possono essere divergenti da quanto previsto precedentemente dalla bidder, non avendo avuto l'accesso ai documenti riservati e non avendo condotto la due diligence. È per questo che un primo momento della negoziazione è la fase di affinamento della valutazione preliminare a seguito delle nuove informazioni ricevute attraverso la conduzione della due diligence. Tema della correttezza delle informazioni, è un tema molto importante. Se è pur vero che la condizione necessaria affinché abbia successo l'operazione di M&A dipende soprattutto dall'analisi strategica, il buon esito della stessa è dato anche da altri fattori, quali ad esempio l'obiettività e la correttezza delle informazioni.

La qualità delle informazioni risente anche del tipo di negoziazione, se amichevole o ostile; in quanto nelle trattative amichevoli i potenziali partner hanno accesso a maggiori informazioni su cui basare il prezzo dell'offerta.

In entrambi i processi, una volta raggiunto l'accordo, al termine dell'ardua fase di negoziazione, esso rimane "sospeso", in attesa che sia condotta una fase investigativa,

cosiddetta di due diligence, il cui fine è di validare quanto pattuito all'interno delle negoziazioni e la bontà delle dichiarazioni delle parti.

Il ruolo della due diligence all'interno di un corretto processo di M&A, prosegue evidenziando eventuali criticità che potranno emergere nella fase successiva, ossia nella fase dell'integrazione. Non è un caso che le aziende mitigano il rischio delle operazioni di M&A trattando la due diligence e l'integrazione come un processo continuo. In quest'ottica, diviene dunque responsabilità del team di due diligence identificare i modi in cui è possibile combinare asset, processi e altre risorse, per realizzare risparmi sui costi, miglioramenti della produttività o altre sinergie percepibili.

Altro nodo decisamente importante all'interno del processo di M&A, è decisamente l'individuazione del prezzo, il quale in ogni caso non può discostarsi di troppo dal valore associato al capitale economico aziendale. Valutare un'azienda, in tale ambito, significa pervenire alla stima di un intervallo di valori all'interno del quale si collochi il prezzo che verosimilmente potrebbe essere raggiunto in una trattativa tra due controparti, prezzo il cui ammontare definitivo dipenderà dal potere contrattuale delle parti negoziali coinvolte nel deal e dalle loro rispettive motivazioni a concludere l'affare.

Anche se il prezzo può non essere un argomento così complesso come la pianificazione dell'integrazione, né così attraente come la visione strategica, è quasi sempre l'elemento chiave di un accordo. Ironia della sorte, i termini sul prezzo di solito costituiscono una piccola frazione dell'enorme volume di documentazione legale su un accordo e, nei resoconti destinati al pubblico, il prezzo è sminuito dalle descrizioni di strategie, sinergie e piani.

Numerosi sono gli approcci utilizzabili per la valutazione del capitale economico, tuttavia nelle operazioni di fusione e acquisizione, si ricorre principalmente al metodo del Discounted Cash Flow, al metodo dei moltiplicatori di mercato e dei multipli di transazioni comparabili.

Il metodo finanziario tratta l'azienda da valutare alla stregua di un normale investimento, estendendo alla stessa i criteri e le formule adottate per le decisioni



d'investimento. Il valore del capitale è definito dal valore attuale dei flussi di cassa prospettici, attualizzandoli a un tasso che rifletta il grado di rischio dell'investimento stesso. Rispetta per questo i principi della teoria finanziaria applicando il Discounted Cash Flow Method (DCF).

Per quanto riguarda l'approccio dei multipli, esso è fondato sull'idea di stimare il valore di un'azienda partendo dai prezzi di borsa di aziende simili quotate (stock market multiples) o dai prezzi negoziati in transazioni comparabili (deal multiples).

Per quanto tale, implica che la valutazione delle attività viene fatta in base a come le attività simili sono valutate dal mercato.

La seguente tabella illustra i moltiplicatori comunemente utilizzati:

MULTIPLI ASSET SIDE	MULTIPLI EQUITY SIDE
EV/EBIT: quoziente tra valore di mercato del capitale investito operativo e reddito operativo	P/E: rapporto tra il prezzo di mercato per azione e l'utile netto per azione
EV/EBITDA: quoziente tra valore di mercato del capitale investito operativo e margine lordo operativo	P/CF: rapporto tra il prezzo e il flusso di cassa calcolato sommando utili, ammortamenti e altri accantonamenti
EV/SALES: quoziente tra valore di mercato del capitale investito operativo e vendite	P/BV: rapporto tra il prezzo e il patrimonio netto contabile

### CAPITOLO III

Le incognite relative alla pandemia da Covid-19 proiettano ombre inquietanti per il prossimo futuro. La ripresa economica prospettata già nel 2021 è correlata ad una serie di fattori di difficile individuazione, primo fra tutti l'evolversi della pandemia stessa.

Come prevedibile, la crisi non ha risparmiato il mercato dell'M&A, generando anche una certa tensione per le rinegoziazioni dei prezzi di vendita e per l'ampliamento delle garanzie per i nuovi deal.

In quest'ultima sezione verranno illustrati i possibili scenari futuri del mercato, nonché le difficoltà dei processi valutativi, partendo dalle conseguenze della crisi dei subprime sulle operazioni di M&A al fine di intercettare possibili analogie con la crisi attuale.

L'andamento dell'attività di M&A è un indicatore predittivo del tasso di fiducia dei mercati. Non sorprende dunque, vista la crisi di fiducia dell'intero sistema economico negli anni successivi allo scoppio della bolla immobiliare, che le operazioni di M&A subirono una battuta di arresto.

Con l'acuirsi della crisi finanziaria globale, il mercato M&A patì la contrazione del credito, la sfiducia verso il sistema economico e l'assenza di investitori finanziari.

Gli acquirenti abbandonarono in massa il mercato a causa della mancanza di fiducia non solo del sistema economico e delle sue evoluzioni, ma anche per le difficoltà di valutazione dei bilanci delle imprese, date dal fatto che ormai i bilanci si basavano su risultati economici privi di sostanza, e dalla difficoltà di reperire dati capaci di riflettere la contrazione del credito sfavorevole di quegli anni.

Nel post crisi si è assistito ad una maggiore focalizzazione sul mercato interno ed a una forte presenza di investimenti governativi, senza i quali il valore totale delle operazioni di M&A di servizi finanziari sarebbe diminuito del 65%.

Per analizzare l'attività di M&A nelle fasi immediatamente successive alla crisi, dobbiamo scindere il segmento dei Private Equity e quindi degli investitori finanziari nel loro insieme, da quello dei corporates.

Gli investitori finanziari durante le fasi di recessione dell'economia tendono a rimanere sulle proprie posizioni, soprattutto quando risulta difficile prevedere lo sviluppo del mercato. In aggiunta, la crisi finanziaria ha colpito direttamente il portafoglio di tali investitori, decretando definitivamente la loro assenza nel mercato dell'M&A.

Per quanto riguarda i Corporates, pur perdurando la scarsa disponibilità di credito bancario e la carenza di società target "performanti", furono diverse le operazioni concluse, aiutate anche dall'assenza dei fondi di private equity, i quali erano capaci di pagare multipli più elevati rispetto ai corporates.

In ogni caso, nel periodo tra il 2009-2013, il mercato di M&A è rimasto piuttosto debole, poiché molte società stavano ancora ricostruendo i propri bilanci, concentrandosi sul proprio core business, disinvestendo attività non essenziali e accumulando livelli record di riserve di liquidità.

Nel 2014, dopo anni di risultati altalenanti, il mercato M&A ha fatto registrare un'inversione di tendenza, in cui la globalizzazione, e quindi l'attività cross border, rappresentava la grande protagonista del mercato M&A.

Nonostante l'Europa rimanga in stallo in questa fase, gli Stati Uniti trainano la ripresa globale dell'M&A con quasi un terzo dei volumi globali realizzati, grazie alla forza dei fondi di Private Equity che non aspettavano altro che una ripresa economica per investire. Inoltre, in questi anni si assiste al record di transazioni concluse da aziende cinesi.

Il trend positivo del mercato M&A è proseguito fino agli ultimi anni.

Difatti, gli anni 2017, 2018 e 2019, sono stati caratterizzati dall'elevata disponibilità di risorse finanziarie, dai processi aggregativi tra leader di mercato, dal consolidamento che, causa un'innovazione tecnologica sempre più dirompente, ha coinvolto settori sempre più numerosi.

A sostenere questo trend hanno contribuito inoltre, il perdurare di condizioni di mercato favorevoli (economie relativamente stabili, tassi di interesse contenuti, mercato del credito accessibile) e l'attivismo di Private Equity ed investitori finanziari, che hanno archiviato anni record.

Acquisizioni, aggregazioni e ricerca di sinergie si stanno sempre più affermando come strategie fondamentali non solo per rimanere competitivi sui mercati globali, ma anche per consentire alle aziende di ampliare le proprie tradizionali capacità e i propri mercati di riferimento.

Proprio mentre già in alcuni report e articoli accademici si riportava la settima merger wave, l'economia mondiale è stata messa alla prova dalla pandemia legata al Covid-19, che rappresenta uno shock per il sistema economico mondiale e per le interconnessioni economiche del mondo globalizzato.

Uno shock, che è di portata generale. Abbiamo assistito infatti ad uno shock negativo dell'offerta, effetto diretto del lockdown, ossia dell'interruzione delle filiere produttive ritenute non essenziali, e ad uno shock dal lato della domanda, innescato da molteplici fattori. Lo shock iniziale si è amplificato attraverso i canali familiari alla crisi del 2008. I mercati finanziari hanno risposto, ovviamente, negativamente all'aumento

dell'incertezza e l'improvvisa materializzazione di ampie interruzioni dell'attività economica.

Molto probabilmente quest'anno l'economia globale sperimenterà la sua peggiore recessione dalla Grande Depressione, superando quella registrata durante la crisi finanziaria globale di un decennio fa. Si prevede infatti che il “Great Lockdown”, come si potrebbe chiamarlo, ridurrà drasticamente la crescita globale, difatti il Fondo Monetario Internazionale prevede che l'economia globale si contrarrà bruscamente del 3% nel 2020, molto più che durante la crisi finanziaria del 2008-2009.

Per il 2021 è prevista una ripresa parziale, ma il livello del PIL rimarrà al di sotto del trend pre-virus, con notevoli incertezze sulla forza della ripresa economica.

Incetanze legate soprattutto da elementi esterni alle dinamiche di mercato a cui siamo abituati, primo fra tutti il percorso della pandemia. Altri fattori che interagiscono in modo difficile da prevedere sono l'intensità e l'efficacia degli sforzi di contenimento, l'entità delle interruzioni dell'approvvigionamento, le ripercussioni del drammatico inasprimento nelle condizioni del mercato finanziario globale, cambiamenti nei modelli di spesa, cambiamenti comportamentali, effetti sulla fiducia e prezzi volatili delle materie prime.

Ci sono in ogni caso ragioni per essere ottimisti, nonostante le circostanze economiche disastrose.

In diversi paesi pur aumentando i casi, con l'attenuarsi delle politiche di distanziamento sociale, il sistema sanitario sembra reggere, come se il peggio fosse passato. La necessità di effettuare nuovi lockdown quindi sembra essere svanita, seppur mantenendo una certa incertezza di fondo. Anche il ritmo senza precedenti del lavoro sui trattamenti e sui vaccini promette speranza.

Ulteriore fattore chiave per la ripresa economica, sarà garantire liquidità al sistema, al fine di ridurre lo shock nel sistema finanziario e rafforzare la fiducia e le aspettative per la ripresa economica, due fattori che hanno causato il perdurare della crisi finanziaria, da come abbiamo notato nel paragrafo precedente.

Per poter inquadrare il possibile ruolo delle operazioni di M&A in tale circostanza economica, è necessario fare una premessa. Il Covid-19 non ha determinato una crisi

strutturale, non ha generato una crisi finanziaria come eravamo abituati a intenderla, come con la crisi dei subprime. Il Covid è una crisi event-driven, determinata da uno specifico evento, e non strutturale. Le crisi event driven sono crisi che per loro natura trovano delle vie di fuga.

Inoltre, tale tipologia di crisi, come nel caso Covid-19, tende ad accelerare eventuali trend che erano iniziati nei periodi precedenti. Negli anni compresi tra il 2017 e il 2019, abbiamo assistito ad un'innovazione tecnologica sempre più dirompente, che ha coinvolto settori sempre più numerosi. Nella crisi del coronavirus, tutti abbiamo toccato con mano quanto il Covid abbia accelerato il processo di digitalizzazione dei processi, dematerializzando una serie di attività.

Inoltre, la crisi scaturita dal Covid ha impattato solo su alcuni settori, a differenza della crisi finanziaria del 2008, se non addirittura avvantaggiandone degli altri.

Va da sé che i settori ovviamente più colpiti sono legati allo spostamento e all'interazione delle persone, come il settore turistico, alberghiero, automotive, trasporto, retail fisico.

Come abbiamo potuto constatare, negli ultimi anni il mercato era descritto come un mercato del venditore, non a caso, l'attività di M&A è stata contraddistinta dalla presenza di investitori finanziari. Con il passaggio dalla crisi sanitaria alla crisi economica, nei settori penalizzati siamo entrati in un mercato del compratore. La conseguenza, è che le valutazioni sul prezzo, scontano il rischio implicito di sistema, rischio che in questa fase economica è caratterizzato dall'incertezza sul proseguo della pandemia e dei suoi effetti.

In questo tipo di mercato, gli operatori finanziari hanno una tolleranza al rischio più elevata, ed è probabile auspicare una loro parziale assenza nel compiere operazioni di M&A, così come avvenuto durante la crisi finanziaria del 2008, lasciando ampio spazio agli investitori industriali che riescono ad apprezzare il rischio in maniera adeguata, essendo dotati di un'ottica strategica.

In tali settori dunque se dovessimo configurare un profilo del tipo di buyer, che potrà essere presente nelle operazioni di M&A a venire, è un buyer di tipo industriale. Come avvenuto successivamente alla crisi finanziaria del 2008, le operazioni partiranno da

questa tipologia di compratori in virtù del fatto che il buyer strategico riesce ad apprezzare di più il rischio.

Come abbiamo accennato, tutti i settori sono interessati dall'impatto del corona virus; tuttavia, tale impatto varia notevolmente a seconda del settore. Difatti, quando si tratta di Covid-19 siamo tutti nella stessa tempesta, ma non nella stessa barca.

Tra i principali settori usciti indenni, se non avvantaggiati dalla crisi ,figura sicuramente il Pharma, nel quale si assisterà ad ulteriori investimenti per far fronte all'aumento della domanda durante la crisi e per rafforzare la posizione competitiva conquistata post crisi.

Il boom dell'E-Commerce è destinato a trainare anche la crescita e lo sviluppo della logistica.

Il settore immobiliare, commerciale e automobilistico invece, sono stati colpiti dal calo della domanda. In tali settori, specificamente per il mercato immobiliare ed automobilistico, difficilmente vi potranno essere delle operazioni nel prossimo domani (a meno che non siano iniziate precedentemente alla crisi). Tuttavia, anche in tali settori è emersa l'importanza di innovare il business di riferimento, con un maggior focus alla robotica per il settore automobilistico, ed iniziative di digitalizzazione per il settore immobiliare.

Analogo discorso meritano i settori del retail e gli operatori dell'industria petrolchimica.

L'industria petrolchimica si trovava già in una fase di declino strutturale, gli operatori di tale settore dovranno diversificare il rischio con nuovi flussi di entrate, effettuando dei disinvestimenti di portafoglio e valutare eventuali acquisizioni di imprese in difficoltà al fine di consolidarsi all'interno del settore.

Il settore retail ha visto il trionfo dell'online, i rivenditori tradizionali dovranno assolutamente sfruttare i canali online, accelerando quella che è la tendenza al commercio elettronico. Anche in tale settore, il canale e-commerce potrà continuare a dare linfa vitale in quanto un aumento degli acquisti online sembra scontato. Le aziende dovranno dunque aumentare e rafforzare le proprie capacità digitali e adattare la propria offerta alle esigenze del consumatore. Soprattutto nel settore Fashion.

Il futuro più incerto è per il settore legato all'Hospitality, che più di tutti potrà risentire delle paure di un possibile aumento del contagio o di misure governative limitative al turismo. In questo settore gli operatori dovranno concentrarsi sul rafforzamento della situazione finanziaria, con possibilità di consolidamenti, ristrutturazioni e fallimenti.

Ulteriore possibilità di operazioni, è rappresentato da asset "distressed", che dall'inizio della crisi finanziaria sono sempre più frequenti, e come più volte abbiamo affermato, la crisi per il covid accelererà diverse tendenze presenti sul mercato, tra cui le operazioni "distressed".

Emerge con chiarezza dalla crisi, l'importanza dell'innovazione tecnologica, tema che è stato già affrontato dalle imprese ed è stato una delle principali motivazioni del compimento di operazioni di M&A negli ultimi anni, e lo sarà anche in quelli a venire. È quanto emerge dalla XXII edizione del Global capital confidence barometer, il sondaggio condotto da EY che ha coinvolto oltre 2.900 top manager attivi in 46 paesi. L'innovazione tecnologica è alla base degli obiettivi post-covid. Il 41% degli intervistati sostiene di star investendo nell'accelerazione dell'automazione e il 72% dichiara che metterà in cima alla lista gli investimenti in ambito tecnologico e digitale. In ogni caso il settore del private equity merita un'analisi di fondo. Seppur vero che sarà il buyer strategico, industriale, ad effettuare operazioni di M&A nel prossimo futuro, non è detto che gli investitori finanziari rimangano ad aspettare a lungo.

In questi soggetti permane un eccesso di liquidità che non potrà essere detenuta in stallo per molto tempo. Seppur vero che molti fondi sono alle prese con le difficoltà tipiche dei cicli recessivi, durante l'ultima crisi economica, molti fondi e i loro investitori sono rimasti ai margini per troppo tempo, perdendo opportunità che esistevano quando le cose sembravano più tette. È probabile che quella lezione non venga dimenticata.

Per quanto riguarda la valutazione aziendale in questa fase, bisogna considerare che condurre una valutazione aziendale con i dati delle società del 2020 condurrà sicuramente a valutazioni fuorvianti dell'effettivo valore aziendale.

Nella fase post Covid-19 occorrerà dunque una fase di due diligence che sia in grado di intercettare da un lato i possibili scenari evolutivi del contesto economico, ma dall'altro cercare di recuperare eventuali andamenti storici della società.

Per quanto riguarda i prezzi delle operazioni di M&A nella fase successiva alla crisi economica, vi sono una serie di considerazioni da argomentare.

Sebbene tutti si aspettino una diminuzione dei prezzi, nella fase immediatamente post crisi, come il buyer vuole approfittare di possibili cessioni di asset distressed, il seller non vuole rinunciare alle plusvalenze della cessione e svendere i propri asset, soprattutto se permane uno stato di incertezza nel mercato che non per forza deve essere negativo.

Come abbiamo constatato nel processo valutativo, il valore dell'azienda non è l'unico elemento della transazione. Ad incidere sul prezzo sono, ad esempio, anche il numero di potenziali compratori e di alternative in vendita all'interno del settore di appartenenza. Dunque, il fatto che il rischio percepito porti a ridurre il prezzo non implica che il numero di compratori aumenti necessariamente, e soprattutto non implica che il numero degli investitori che siano disposti a vendere l'azienda "a sconto" aumenti.

Difatti, costruire una valutazione su base 2020, essendo stato un anno di natura eccezionale, non porta a nessun tipo di valutazione corretta, a meno che ovviamente non ci stiamo riferendo ad una società facente parte i settori non colpiti.

In questa particolare crisi sembrano essere due le possibilità suggerite dalle società di consulenza e dai professionisti del settore per costruire una corretta valutazione d'azienda.

Una via si rifà all'obiettivo di ricostruire quello che è l'andamento storico delle società, considerando il 2020 come un anno straordinario. Mentre l'altra strada sembra rifarsi al nuovo benchmark dell'ebitac (ebitda before corona virus impact), andando ad isolare l'impatto del virus sulla realtà aziendale (anche se non mancano le critiche a tale metodo).

Per ovviare ai problemi relativi all'incertezza sulle valutazioni del prezzo, si potrebbero verificare dei meccanismi di natura contrattuale sulle transazioni, in grado di tutelare entrambe le parti. Come ad esempio l'inserimento di clausole earn-out o MAC, favorite anche dallo slittamento del mercato a favore del compratore.



Oltre a questi aspetti tecnici, sebbene gli impatti finanziari della crisi non siano perpetui, è lecito aspettarsi dei cambiamenti nelle abitudini di consumo nel post-crisi, che potrebbero diventare driver di business permanenti per le aziende. Per alcune industrie in particolare, durante il processo di due diligence, sarà necessario considerare aspetti della “nuova normalità”, il che significa differenziare quali fattori potranno scomparire con la ripresa economica da quelli che avranno un impatto permanente sull'azienda. Anche le misure governative adottate nel mercato in cui operano le imprese dovranno essere comprese a fondo. Ad esempio, le misure per rendere le leggi sul lavoro più flessibili e ridurre l'orario di lavoro, e eventuali mosse protezionistiche contro gli accordi transfrontalieri.

## CONCLUSIONE

La storia insegna che le aziende che si muovono per prime, utilizzando velocemente la leva delle operazioni straordinarie per ridefinire il proprio posizionamento di mercato e le proprie operations, sono quelle che traggono i maggiori benefici nel medio e lungo termine.

Certamente il futuro che si prospetta è incerto e pieno di insidie. Tuttavia, esiste anche un'altra certezza: aspettare inerme non è la scelta migliore.

Anzi, proprio in virtù del carattere di tale crisi, che tenderà ad accelerare trend già iniziati nei periodi precedenti, la staticità potrà decretare la fine di molte imprese.

L'innovazione tecnologica sempre più dirompente ha caratterizzato d'altronde il mercato dell'M&A già pre-Covid-19. Tuttavia, se prima il digitale era una grande opportunità, domani sarà una necessità vitale per chi vuole continuare ad operare in un contesto così mutato.

Per le aziende che non vogliono semplicemente superare la tempesta, ma vorranno essere protagoniste del futuro, l'implementazione di ambiziosi piani di digitalizzazione dovrà essere il punto principale sulle agende dei propri manager, in quest'ottica l'M&A potrà svolgere un ruolo chiave per decretare il futuro di molte realtà aziendali.

I deals del futuro dovranno anche affrontare la difficoltà nella valutazione delle aziende. La fase di due diligence, ora più che mai, sarà di vitale importanza per la corretta valutazione delle imprese.

Le difficoltà nella valutazione potranno prevedere l'applicazione di clausole MAC o di earn-out. Tali clausole, a causa del mercato M&A favorevole al venditore negli ultimi anni, sono state difficili da inserire per l'acquirente all'interno della fase di negoziazione. Tuttavia, in futuro, muovendoci verso un mercato del compratore, gli acquirenti potrebbero avere più forza negoziale e voler essere protetti da ulteriori condizioni, al fine di far fronte alla prevista diminuzione economica causata dalla pandemia COVID-19 e dalle incertezze che ne derivano.