



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale Corso Avanzato

Le operazioni di M&A come strategia di crescita per le PMI italiane: l'analisi di un'azienda Elite

Prof. Luigi Gubitosi

RELATORE

Prof. Giuseppe D' Alessandro

CORRELATORE

Antonio Izzo
Matr. 705721

CANDIDATO

Anno Accademico 2020/2021

Ringraziamenti

I primi ringraziamenti vanno a chi non ha mai creduto in me e a chi non è stato all'altezza di starmi vicino, perché, inconsapevolmente, ha suscitato in me rabbia, che si è trasformata in forza e determinazione.

Ancora più importanti sono i ringraziamenti che rivolgo a coloro che per me ci sono sempre stati, anche quando non lo meritavo e quando non ero in grado di ricambiare il loro affetto. Mi hanno aiutato molto a distinguere le persone e a dare valore a fatti e parole.

Vorrei ringraziare tutti i miei amici, quelli di sempre e quelli conosciuti qui a Roma, compagni di studio e di viaggio. Senza di loro sarebbe stato tutto più complicato, sapevo di poter contare sempre sul loro supporto.

Dedico questo traguardo ai miei nonni che, anche se non sono presenti fisicamente, mi hanno sempre fatto sentire la loro vicinanza e sono convinto che oggi sarebbero orgogliosi di me.

A mio padre, la mia ispirazione, il mio faro illuminante, la mia guida. Gli devo tutto e lo sa.

A mia madre, che ha sempre desiderato questo traguardo, forse più di quanto possa averlo fatto io. Glielo dedico con tutto il cuore, se lo merita.

A mio fratello, il mio grande esempio. Forse non gliel'ho mai detto, ma nutro una stima nei suoi confronti che non ha eguali, per la persona che è e per il temperamento che lo contraddistingue e che un giorno vorrò riuscire ad avere anche io.

A mia sorella, il gioiello più prezioso della famiglia. Non glielo dico spesso, ma è il tesoro più grande che ho.

Vorrei ringraziare Marta Testi e Michele Agazzi di Elite di Borsa Italiana. I ripetuti confronti avuti con loro sono stati per me fonte di grande stimolo e motivazione. Vi ringrazio per la vostra incondizionata disponibilità.

Ringrazio il dottor Francesco Baroncelli, una figura professionale di grande caratura che mi ha concesso una straordinaria intervista, determinante per la tesi, ma non solo. Mi ha colpito molto il suo entusiasmo e ascoltarlo mentre rispondeva alle mie domande mi ha ulteriormente avvicinato al tema trattato e mi ha convinto ancora di più del percorso lavorativo che intendo intraprendere.

Infine, i ringraziamenti più sentiti vanno al sottoscritto. Ringrazio me stesso più di qualsiasi persona, perché ho portato a termine ciò che ho sempre desiderato, avendo la meglio su quella parte di me che per troppo tempo mi ha inibito e ostacolato. Spero di averla sconfitta per sempre. Questa volta lo posso dire: sono fiero di me, del percorso che ho fatto e della tesi che ho scritto contando solo sulle mie forze. Ora inizia una nuova sfida e credo di avere la carica giusta per affrontarla al meglio!

INDICE

<i>Introduzione</i>	7
<i>Capitolo primo – Le piccole e medie imprese italiane</i>	11
1.1 Definizioni di PMI	11
1.2 Peculiarità del modello capitalistico delle imprese italiane: aspetti positivi e controversi	13
1.3 L'evoluzione storica delle PMI italiane	17
1.3.1 La crisi del 2008 e le difficoltà per le PMI	26
1.3.2 L'Industria 4.0: sfide e opportunità per le PMI	29
1.3.3 Digitalizzazione e internazionalizzazione.....	33
1.3.4 Le necessità delle PMI post - Covid.....	35
1.4 Spinte alla crescita e direttrici di sviluppo	38
1.4.1 Meccanismi di governance	39
1.4.1.1 Definizioni	39
1.4.1.2 Codice di autodisciplina 2020	41
1.4.1.3 I problemi legati alla corporate governance delle PMI	44
1.4.1.4 Considerazioni conclusive	48
1.4.2 Gestione dell'innovazione.....	50
1.4.2.1 Le tipologie di innovazione	51
1.4.2.2 La convergenza settoriale e il business model innovation	53
1.4.2.3 Innovazione nelle grandi imprese: il modello dello skunk work e del bootlegging	56
1.4.2.4 Le PMI innovative	57
1.4.3 Apertura del capitale e quotazione in Borsa.....	62
1.4.3.1 Il Private Equity e il Venture Capital.....	63
1.4.3.2 La quotazione in Borsa	66
1.4.3.2.1 L'IPO.....	68
<i>Capitolo secondo – Le operazioni di M&A</i>	71
2.1 Crescita per linee interne e crescita per linee esterne.....	71
2.1.2 La crescita organica	72
2.1.3 La crescita inorganica	74
2.2 Le operazioni di fusione e acquisizione	77
2.2.1 Le fusioni.....	78
2.2.2 Le acquisizioni	79
2.3 Le motivazioni alla base delle operazioni di M&A.....	80
2.3.1 Le economie operative	80
2.3.2 Le economie finanziarie e le sinergie fiscali	81
2.3.3 Eliminazione delle inefficienze	82
2.3.4 Incremento del potere di mercato	83
2.4 Gli svantaggi delle operazioni di M&A.....	84
2.4.1 Eccesso di fondi e Teoria dell'Agenzia	85
2.5 Le tipologie di M&A.....	88
2.5.1 Differenti tipologie di operazioni per differenti finalità	89
2.5.2 Le operazioni di M&A cross border	90
2.5.3 Acquisizioni amichevoli e acquisizioni ostili	91
2.6 Storia del mercato M&A	94
2.6.1 Le merger waves.....	96

2.6.2 Andamento mercato M&A dal 2008 al 2018.....	98
2.6.2.1 Il quadro italiano del biennio 2019-2020: l'impatto del Covid e le prospettive future	106
Capitolo terzo – Le fasi del processo e i metodi di valutazione	113
3.1 Svolgimento di un processo di M&A	114
3.1.1 Selezione.....	116
3.1.2 Valutazione	118
3.1.3 Negoziazione	120
3.1.3.1 La Due Diligence.....	122
3.1.4 Integrazione	125
3.1.5 Il processo sul sell side	127
3.2 I metodi di valutazione	129
3.2.1 Metodi finanziari.....	130
3.2.1.1 Il metodo dei flussi di cassa scontati	133
3.2.2 Il metodo dei multipli di mercato (<i>Stock Exchange Multiples Method</i>).....	136
3.2.3 Il metodo dei multipli di transazioni comparabili	140
3.2.4 I metodi patrimoniali	140
3.2.4 I metodi reddituali.....	142
3.2.5 Approccio basato sull' <i>economic profit</i> : metodi misti e l'EVA	143
3.2.6 Considerazioni finali	144
Capitolo quarto – Il programma Elite e il caso Wiit s.p.a.....	145
4.1 Il progetto Elite di Borsa Italiana	145
4.1.1 Caratteristiche del programma Elite e la sua evoluzione dal 2012 al 2020	145
4.1.2 Requisiti di accesso	149
4.1.3 Le fasi del progetto: Get Ready, Get Fit e Get Value.....	150
4.1.4 Soluzioni offerte e benefici per le aziende	153
4.1.5 Le recenti adesioni e le considerazioni in chiave prospettica.....	157
4.2 Il mercato del Cloud Computing	158
4.2.1 I servizi di Cloud Computing e le tradizionali modalità di implementazione e distribuzione	161
4.2.2 Le soluzioni Cloud innovative: l'Hybrid Cloud e il Multi-Cloud.....	165
4.2.3 I principali players e le relative quote di mercato	169
4.2.4 Il mercato italiano	177
4.3 Il caso Wiit s.p.a.	182
4.3.1 Descrizione delle attività ed evoluzione del gruppo.....	182
4.3.2 Fattori di successo e fattori di rischio	190
4.3.3 Le principali acquisizioni: Adelante e MyLoc	193
4.3.4 Intervista al responsabile M&A di WIIT, il Dottor Francesco Baroncelli	198
Conclusioni.....	210
Bibliografia.....	217
ABSTRACT	224

Introduzione

Ho deciso di scrivere la mia tesi di laurea sulle tematiche riguardanti le piccole e medie imprese italiane e sulle strategie di crescita inorganica che possono perseguire implementando operazioni di M&A, argomento che mi ha appassionato durante il percorso di studi. Ciò che ha contribuito a questa mia scelta è stato sicuramente il periodo storico che improvvisamente ci siamo trovati a dover affrontare, con tutte le problematiche che la pandemia ha portato con sé, in termini di impatto a livello sociale, economico, ma soprattutto sanitario. Gli avvenimenti recenti hanno messo a dura prova il nostro tessuto economico e ci hanno imposto di riflettere, dapprima sulle condizioni necessarie alla sopravvivenza delle nostre imprese e, in un secondo momento, su quelle su cui far leva per improntare la ripartenza. Per questo motivo, ho voluto approfondire, attraverso un'accurata ricerca, le questioni più rilevanti che hanno, da sempre, contraddistinto lo scenario imprenditoriale italiano. Il nostro Paese era già impegnato in una lenta e difficile ripresa economica dalla fase di recessione che lo ha colpito nello scorso decennio e, in effetti, aveva bisogno di colmare alcuni gap che lo separavano dalle altre economie più industrializzate. In particolare, l'economia italiana è caratterizzata dalla presenza di una grande maggioranza di imprese di piccola e media taglia, per lo più a stampo familiare. Da troppi anni lo scenario italiano è il ritratto di un Paese vecchio, anche per quanto riguarda ciò che dovrebbe rappresentare il suo aspetto più dinamico, quello delle imprese private, che risentono del peso del familismo aziendale e, allo stesso tempo, dell'arretratezza del settore pubblico, schiacciato dalla burocrazia e dalla corruzione.

I limiti strutturali delle PMI italiane non sono solo dimensionali, ma soprattutto culturali: l'assetto familiare in cui domina un' "ossessione per il controllo", che si traduce in una compagine sociale chiusa e ristretta, reticente all'apertura del capitale ad investitori esterni; la carenza di risorse finanziarie e la contestuale difficoltà nel reperimento delle stesse, che si identifica in una lontananza dal mercato dei capitali e in un sistema finanziario bancocentrico; la mancanza di competenze specifiche, soprattutto dovuta al basso grado di managerializzazione delle imprese; la scarsa propensione all'internazionalizzazione. Sono tutte problematiche che incidono negativamente sullo

sviluppo del nostro tessuto imprenditoriale e che sono state messe a nudo ancora una volta, in questo caso a causa di un'emergenza sanitaria. Chiaramente, i limiti dimensionali e culturali appena descritti non consentono alle imprese italiane di essere innovative su tematiche che, oggi, richiedono particolari sforzi in termini di investimento: sostenibilità, governance e digitalizzazione rappresentano alcuni degli aspetti principali a cui bisogna destinare una parte dei fondi del Recovery Plan.

Una volta inquadrati, dunque, i problemi che affliggono le PMI italiane e una volta descritte le possibili direttrici di sviluppo che le stesse possono percorrere per cercare di essere competitive, l'elaborato approfondisce il tema della dimensione e descrive i vantaggi che le operazioni di finanza straordinaria possono generare in tal senso. Infatti, nell'attuale contesto competitivo, caratterizzato da mercati in continua evoluzione, la dimensione rappresenta una delle principali criticità per le PMI italiane, in quanto può influire negativamente sulla loro posizione competitiva rendendole vulnerabili alla concorrenza ed esponendole alle azioni delle multinazionali.

Per tale ragione, le operazioni di fusione e acquisizione rappresentano uno strumento attraverso cui creare valore e rendere la propria organizzazione più solida. È così che le PMI italiane possono intraprendere le proprie strategie di crescita ed espandersi in ambito internazionale, anziché essere, come spesso accade, oggetto di acquisizione da parte di altre imprese.

Ciò premesso, l'elaborato viene strutturato in quattro capitoli.

Il primo capitolo delinea gli aspetti principali che caratterizzano le PMI italiane, partendo dalla definizione della Commissione europea e sintetizzando le fasi salienti che hanno segnato la loro evoluzione storica e i fattori determinanti che hanno contribuito alla loro affermazione.

Inoltre, dopo aver evidenziato i punti di forza e i punti di debolezza che contraddistinguono le imprese italiane, il capitolo descrive le principali sfide che esse devono affrontare in chiave moderna, ovvero: innovazione e digitalizzazione; internazionalizzazione; governance; e apertura del capitale alla quotazione e a nuove forme di finanziamento.

Il secondo capitolo si apre con una descrizione delle differenze tra le strategie di crescita organica e le strategie di crescita inorganica. In seguito, vengono spiegate le motivazioni alla base delle operazioni di fusione e acquisizione e i relativi vantaggi e svantaggi a cui possono condurre tali scelte strategiche.

La seconda metà del capitolo descrive le varie tipologie di operazioni e si chiude con un excursus sull'andamento del mercato M&A, dalle origini ad oggi, facendo un'analisi anche in chiave prospettica.

La prima parte del terzo capitolo è incentrata su una spiegazione approfondita e dettagliata di tutti gli stadi del processo di acquisizione, identificando le attività principali da condurre, le fasi più critiche a cui prestare attenzione e le problematiche più comuni da affrontare.

La seconda parte, invece, riguarda l'analisi dei principali metodi di valutazione adottati nella prassi, le motivazioni alla base della scelta di un metodo rispetto ad un altro, e i vantaggi e i limiti di ciascuno di essi.

Infine, il quarto ed ultimo capitolo si suddivide in tre parti. Nella prima parte si discute del programma Elite di Borsa Italiana, descrivendo i vari step del programma, i benefici che esso genera per le imprese partecipanti e analizzando le soluzioni innovative offerte dal progetto. Nella seconda parte si analizza dettagliatamente il mercato del Cloud Computing, fornendo un'ampia descrizione dei relativi servizi, delle modalità di distribuzione. Vi è poi un focus sulle soluzioni Cloud più recenti e innovative offerte dal mercato e sui vantaggi che darebbero alle imprese che intendono adottarle. Infine, si procede ad un'analisi dei trend del mercato globale e nazionale e ad una descrizione dei principali player operanti nel settore.

Il capitolo si chiude con il caso aziendale di successo di Wiit, un'impresa operante nel mercato del Cloud Computing. Viene raccontato il percorso di crescita della società, perseguito attraverso la

crescita organica, la partecipazione al programma Elite, la quotazione e l'adozione di strumenti di finanza alternativa e, infine, le strategie di crescita esterna e di internazionalizzazione.

L'elaborato si conclude riportando un'intervista fatta ad uno dei personaggi chiave per lo sviluppo della società, il responsabile delle attività di M&A Francesco Baroncelli.

La sua testimonianza avvalora quanto descritto in precedenza.

Capitolo primo – Le piccole e medie imprese italiane

1.1 Definizioni di PMI

Per dare una definizione di piccole e medie imprese (PMI), o *small and medium-sized enterprises* (SMEs), e inquadrarle da un punto di vista normativo, bisogna fare riferimento all'articolo 2 della raccomandazione della Commissione europea del 6 maggio 2003 (n. 2003/361/CE). Quest'ultima cita: "La categoria delle microimprese, delle piccole imprese e delle medie imprese (PMI) è costituita da imprese con meno di 250 occupati, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro".

Figura 1: Requisiti per la definizione di PMI



Fonte 1: Commissione europea, 2020

Un'impresa, inoltre, può essere considerata una microimpresa, una piccola impresa o una media impresa:

- Le microimprese hanno meno di 10 occupati e realizzano un fatturato annuo oppure un totale di bilancio non superiore a 2 milioni di euro.

- Le piccole imprese hanno meno di 50 occupati e realizzano un fatturato annuo oppure un totale di bilancio non superiore a 10 milioni di euro.
- Le medie imprese hanno meno di 250 occupati e realizzano un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro.

La ragione per cui si è voluto attribuire una definizione comune di PMI a livello europeo sta nella volontà di stabilire una politica di sostegno coerente in tutti i paesi dell'UE. Il fine della raccomandazione sulle PMI, dunque, è quello di garantire che a beneficiare delle misure di assistenza siano solo le imprese che ne hanno realmente bisogno, appunto quelle qualificabili come PMI. Per comprendere l'importanza che ha una regolamentazione in materia è utile fornire alcuni dati. Le micro, le piccole e le medie imprese costituiscono il motore dell'economia europea e sono essenziali per la creazione di posti di lavoro e per la crescita economica della comunità. Nel 2013, più di 21 milioni di PMI hanno offerto circa 90 milioni di posti di lavoro in tutta l'Unione europea. Nove imprese su dieci sono una PMI e le PMI creano 2 posti di lavoro su 3, stimolano lo spirito imprenditoriale e l'innovazione in tutta l'UE. Data la loro importanza per l'economia europea, le PMI costituiscono una delle priorità della politica dell'UE e, per questo, l'intento della Commissione europea è quello di promuovere l'imprenditorialità e migliorare il contesto competitivo, affinché possano esprimere al meglio il loro potenziale. In un mercato senza frontiere e sempre più globalizzato, la mancanza di una definizione comune potrebbe portare ad un'applicazione non uniforme delle politiche e causare quindi una distorsione della concorrenza tra gli Stati membri (Europea, 2020).

È fondamentale individuare quali imprese siano davvero qualificabili come PMI perché queste necessitano di un sostegno diverso rispetto ad altre imprese. Infatti, questa tipologia di imprese riscontra numerosi problemi nello svolgimento delle sue attività. Le PMI hanno spesso difficoltà ad accedere ai finanziamenti (soprattutto di capitale di rischio); possono non essere in grado di investire nella ricerca e nell'innovazione; potrebbero non disporre di risorse sufficienti per rispettare le normative in materia ambientale; riscontrano spesso problemi legati alla mancanza di capacità di

gestione e di figure manageriali in grado di prevedere e analizzare opportunità di espansione internazionale.

Nel valutare se un'impresa sia o meno una PMI, le sue dimensioni non rappresentano l'unico fattore da considerare. Infatti, un'impresa può rientrare nelle soglie dimensionali sopra citate, ma se ha accesso ad ulteriori risorse significative perché, ad esempio, posseduta, collegata o associata ad un'impresa più grande, potrebbe non esserle riconosciuta la qualifica di PMI.

Le parole di seguito riportate, citate dall'ex presidente della Commissione europea Jean-Claude Juncker confermano l'importanza di una tutela normativa per le piccole e medie imprese. «L'occupazione, la crescita e gli investimenti in Europa sono subordinati all'istituzione di un contesto normativo adeguato e alla promozione dell'imprenditorialità e della creazione di posti di lavoro. Non possiamo permetterci di soffocare l'innovazione e la competitività con normative troppo prescrittive e troppo dettagliate, in particolare nei confronti delle piccole e medie imprese (PMI). Le PMI sono la colonna portante della nostra economia e creano l'85 % dei nuovi posti di lavoro in Europa. Abbiamo il dovere di sgravarle da regolamentazioni onerose»

1.2 Peculiarità del modello capitalistico delle imprese italiane: aspetti positivi e controversi

Per comprendere al meglio le caratteristiche del capitalismo italiano è doveroso descrivere quelli che sono i due sistemi economici prevalenti: il capitalismo *renano* e quello *anglosassone*. Il modello anglosassone è espressione del liberismo ed è caratterizzato da una forte incidenza dei mercati finanziari, dove la Borsa rappresenta il fulcro dell'economia. Si tratta del modello tipico del Nord America e della Gran Bretagna e prevede che gli azionisti non siano direttamente coinvolti nella gestione delle aziende ma più interessati al profitto di breve periodo e al conseguimento di un *capital gain*. La proprietà è poco concentrata e il controllo è affidato a manager esterni. Questo modello vede come protagoniste le *big companies* mentre il peso delle piccole e medie imprese risulta essere poco incidente. Nel capitalismo renano, invece, tipico delle realtà tedesca e giapponese, i mercati finanziari

e la Borsa hanno scarsa rilevanza, il capitale è concentrato nelle mani di pochi azionisti che detengono il controllo dell'impresa e la gestiscono supportati da banche e investitori istituzionali, spesso presenti nel *board* amministrativo. Le piccole e medie imprese sono gli attori principali sia in termini occupazionali che per creazione di valore.

Il modello italiano si configura sulla falsa riga di quello renano, in quanto caratterizzato dalla forte incidenza di organizzazioni di piccola e media dimensione, dalla scarsa rilevanza del mercato borsistico e dalla presenza di un costante intervento delle istituzioni finanziarie. Tuttavia, il sistema imprenditoriale italiano si differenzia particolarmente perché contraddistinto da alcuni aspetti di unicità:

- Peso estremamente rilevante delle PMI in termini di percentuale numerica di imprese presenti sul territorio, di contribuzione alla ricchezza del Paese e di percentuale di occupati a cui danno lavoro;
- Ampia diffusione, tra le PMI, di imprese a gestione familiare, il che comporta il coinvolgimento diretto dell'imprenditore nell'amministrazione e quindi una sovrapposizione tra proprietà e controllo (vedi grafico seguente);

Figura 2: Distribuzione della proprietà nelle imprese italiane



Fonte 2: Rielaborazione personale dati BARCA ET AL. (1994)

- Presenza di partecipazioni rilevanti dello Stato e di enti locali nell'azionariato delle grandi imprese.

I motivi per cui la quotazione al mercato dei capitali non è così diffusa tra le imprese italiane sono legati agli elevati costi da sostenere per affrontare il procedimento di ammissione in Borsa, in termini anche di obblighi di trasparenza, e per la complessità burocratica che esso comporta. Per quanto riguarda, invece, il rapporto tra imprese e banche, a differenza del modello tedesco, le banche italiane non partecipano direttamente al controllo delle imprese se non in situazioni di crisi, piuttosto fungono da fornitori di capitale a breve e medio termine. Altra caratteristica del modello italiano è rappresentata dalla scarsa presenza di investitori istituzionali negli assetti proprietari delle società quotate; ciò costituisce un evidente limite per le nostre imprese nella raccolta di capitali di rischio. Il capitalismo italiano, dunque, si concretizza nel mancato sviluppo del mercato azionario, nella

sottocapitalizzazione delle imprese, e nel ruolo marginale delle banche che svolgono una funzione di intermediazione evitando ingerenze nell'amministrazione.

Proviamo ora a descrivere i punti di forza e di debolezza del capitalismo italiano.

Per quanto riguarda i punti di forza, di fondamentale importanza è il patrimonio imprenditoriale: esso è composto da persone con spirito imprenditoriale e capacità di iniziativa e rappresenta uno dei capisaldi della ricchezza del nostro paese. Basti pensare al fatto che l'Italia è uno dei paesi che ogni anno dà origine al maggior numero di nuove imprese. Altro elemento di successo è rappresentato sicuramente dalla combinazione di fattori che hanno portato il *made in Italy* ad essere uno dei marchi più riconosciuti al mondo, e quindi: l'attenzione al design, la qualità, le competenze tecniche. Infine, tra i punti di forza va citato anche il modello imprenditoriale familiare che, se da un lato rappresenta anche un limite importante del nostro tessuto industriale, dall'altro è un esempio di successo poiché ha visto numerose famiglie italiane creare aziende che ad oggi godono di fama mondiale.

Descritti i principali punti di forza, è utile capire quali sono i limiti dell'impresa italiana.

Prima di tutto, come già accennato più volte, il tessuto imprenditoriale italiano è composto da una grande maggioranza di microimprese e PMI che incidono in modo rilevante sull'economia del paese. D'altro canto, l'imprenditoria italiana ha visto decrescere progressivamente il peso delle grandi aziende, mentre il successo e la crescita delle piccole e medie imprese sono strettamente legati alla persona dell'imprenditore e alla sua esperienza: questo genera resistenza al cambiamento e allo sviluppo. Si è ancora troppo ancorati ad una visione familiare dell'impresa e spesso non si considera la possibilità di introdurre competenze manageriali esterne per attuare un processo di crescita.

Ciò si traduce in una scarsa propensione all'innovazione: infatti, le nostre imprese hanno un peso marginale nei settori della tecnologia, ad eccezione di qualche specifica nicchia, e sono quasi del tutto assenti nell'*high tech*; la maggior parte di esse opera in settori manifatturieri caratterizzati da lavoro non qualificato e che può essere esternalizzato nei paesi in via di sviluppo. Da ciò si può intendere il motivo per cui molte imprese sono sempre più esposte alla concorrenza dei paesi emergenti.

Dunque, per reggere il passo dei paesi più avanzati c'è bisogno di strategie più aggressive, investimenti rischiosi per creare innovazione e generare un vantaggio competitivo sostenibile nel lungo periodo. D'altronde il sistema finanziario italiano, da troppo tempo gravato dal peso del debito pubblico, non è in grado di promuovere lo sviluppo delle imprese nei mercati internazionali.

Le politiche protezionistiche e la cultura del “piccolo è bello” non erano adatte per competere su scala internazionale nel momento in cui, negli anni Novanta, avanzava inesorabilmente il fenomeno della globalizzazione. Per questo motivo l'Italia ha, infatti, perso quote di mercato nel commercio mondiale, passando dal 5% del 1990 al 3,9% del 2002 (Antonio D'Amato, 2004).

1.3 L'evoluzione storica delle PMI italiane

Al termine della seconda guerra mondiale, l'Italia si trovava a dover fronteggiare numerose sfide particolarmente complesse: innanzitutto per quanto riguarda il profilo politico, in seguito all'approvazione del Referendum del 1946 che ha decretato la fine della monarchia e l'inizio dell'era repubblicana, si avvertiva la necessità di dare al Paese una spinta di credibilità internazionale; per quanto riguarda invece l'aspetto economico, il Paese era impegnato a governare i problemi legati alla ricostruzione, alla ripresa della produzione industriale e alla riconversione delle industrie; infine, dal punto di vista sociale, il tasso di disoccupazione crescente e la povertà che invadeva le campagne italiane destavano al Paese non poche preoccupazioni in termini di tensioni sociali che minavano seriamente la sua stabilità.

In quel periodo storico il sistema industriale italiano risultava essere particolarmente frammentato. Oltre ai settori cosiddetti *capital intensive*, caratterizzati da alta concentrazione ed economie di scala, esistevano anche settori in cui il design, la flessibilità e la qualità erano caratteristiche qualificabili come fattori determinanti per il successo. Dunque, accanto alle grandi imprese pubbliche e private, c'era un ampio comparto di piccole e medie imprese di natura semiartigianale che operavano in nicchie specializzate.

A livello globale l'Italia era in netto svantaggio nel competere nei settori più avanzati con le nazioni *leader* del processo di industrializzazione (Germania, Inghilterra e Stati Uniti), sia per quanto riguarda le disponibilità di capitale da investire, sia nel possesso di tecnologie o macchinari ad alta specializzazione.

Si prospettava una situazione in cui, da un lato, le grandi imprese erano alle prese con la mancanza di domanda e riconversione industriale, dall'altro invece, si aprivano scenari favorevoli allo sviluppo delle piccole e medie aziende che in passato non venivano di certo favorite dalla politica economica e industriale del regime monarchico e che sembravano essere ora le più preparate ad affrontare le problematiche postbelliche. A tal riguardo, il presidente dell'IRI, Giuseppe Paratore, e il presidente di Confindustria Angelo Costa convenivano sul fatto che le piccole imprese avessero maggiori capacità di adattamento rispetto a quelle più grandi. Essi, infatti, ritenevano che la produzione di nicchia avesse un maggior potenziale rispetto a quella di massa, e che quindi il Paese, data l'inefficienza delle grandi aziende, si sarebbe dovuto focalizzare sull'attività delle imprese di minore dimensione, per le quali non si temeva una concorrenza estera (R.A. Cenciarini, 2005).

Il primo decennio del dopoguerra, in particolare quello che segue il 1950, vede l'Italia attraversare un processo di industrializzazione e conseguente urbanizzazione. La nascita di poli industriali, soprattutto al nord, causava forte ondate migratorie della popolazione che dalle campagne si spostava in città. Il reddito nazionale iniziava a presentare tassi di crescita annuali sempre più elevati e la produzione industriale incrementava il suo contributo alla formazione del prodotto interno lordo del paese.

Il desiderio di riscatto del popolo italiano, la manodopera a basso costo e la crescita della domanda interna rappresentano senz'altro alcuni dei fattori principali che hanno portato al cosiddetto *boom* economico.

Altro elemento che ha contribuito enormemente allo sviluppo industriale del Paese è sicuramente legato al rapido aumento delle esportazioni di merci italiane, in particolare dopo il 1957, anno in cui

fu costituito il Mercato Comune Europeo (MEC) e segnato dall'ingresso del Paese nella Comunità Economica Europea (CEE).

Lo sviluppo di un mercato estero consentiva alle grandi imprese italiane di superare i confini nazionali ed espandere la produzione dopo aver affrontato i problemi legati alla carenza di domanda interna, rappresentando inoltre una grande opportunità per ridurre il gap con i paesi pionieri dell'industrializzazione.

Così, le imprese di grandi dimensioni iniziarono ad investire come mai fatto prima, soprattutto quelle operanti nell'industria automobilistica e in quella siderurgica del nord Italia, le quali raddoppiarono le rispettive produzioni e contribuirono in maniera determinante a dar vita a fenomeni di inurbamento.

In ogni caso, non furono solo le grandi aziende a beneficiare di questo periodo di espansione economica. Anche le imprese di nicchia poterono giovare del *boom* della domanda, in quanto la maggiore produzione di aziende più grandi portava con sé un aumento anche delle sottoproduzioni e delle forniture di componenti dei prodotti. Di pari passo con l'espansione delle maggiori aziende, dunque, si assiste alla nascita di un consistente numero di organizzazioni di piccole dimensioni che si discostavano sempre più dalla figura della bottega artigiana per assumere una fisionomia più vicina a quella di una piccola impresa, impegnata nella produzione di semilavorati destinati ad essere assemblati e commercializzati da altre imprese.

È così che nascono i primi *cluster* industriali o distretti, ovvero sistemi locali altamente specializzati.

Le numerose botteghe lasciano spazio ad aggregazioni di piccole fabbriche che raddoppiano la capacità produttiva: il distretto calzaturiero nelle Marche, quello della meccanica per la produzione di motori, quello alimentare e il comparto mobiliario, infine la produzione di elettrodomestici che hanno rappresentato l'emblema del miracolo economico, in quanto simboli di modernità e benessere.

È bene sottolineare che gli anni del *boom* economico non solo hanno visto crescere dal punto di vista numerico le piccole imprese, ma hanno portato anche alla crescita dimensionale di alcune di esse, le quali sono diventate medie imprese e hanno acquisito rilevanza nazionale, spesso grazie alle capacità innovative degli imprenditori che provenivano dal mondo dell'artigianato. In poco tempo, a seguito

di investimenti in stabilimenti ed impianti per accrescere la capacità produttiva ed ottenere economie di scala, molte botteghe artigianali si trasformavano in gruppi industriali, talvolta con migliaia di dipendenti, che erano in grado di competere sia in ambito nazionale che internazionale.

Secondo Valerio Castronovo, tra i fattori che hanno determinato la diffusione delle PMI, va annoverato il differenziale tra i costi di manodopera delle grandi imprese e di quelle con dimensioni più ridotte. È proprio grazie alle dimensioni più contenute, infatti, che queste imprese riuscivano ad operare al riparo delle contrattazioni collettive dei sindacati e ad ottenere, dunque, costi della manodopera inferiori. Inoltre, grazie alla loro struttura, spesso a conduzione familiare, rispetto alle grandi imprese, i contrasti tra i dipendenti risultavano essere meno frequenti e si risolvevano più facilmente eventuali controversie. (Castronovo V. , 2013)

La tabella seguente descrive l'evoluzione dimensionale del tessuto imprenditoriale italiano in termini di numero di addetti per impresa.

Figura 3: Evoluzione dimensionale del tessuto imprenditoriale italiano

Classe addetti	1951	1961	1971
1-9	32,3	28,0	20,2
10-49	14,1	18,9	21,8
50-199	19,9	22,5	21,2
>200	33,7	30,6	36,8
Totale	100,0	100,0	100,0

Fonte 3: Rielaborazione personale dati (S.Brusco – S.Paba, Storia del capitalismo italiano. Dal Dopoguerra ad oggi, Roma, Donzelli, 1997).

Gli anni '50, tuttavia, se da un lato sono stati di grande spinta per settori come quello automobilistico, alimentare, siderurgico, dei mobili e degli elettrodomestici, dall'altro lato non hanno avuto successo altre industrie con dimensione produttiva e tecnologica più avanzata, come il settore dell'energia, quello dell'elettronica o della chimica avanzata. In questi ambiti, infatti, l'Italia non è stata in grado

di emergere, a causa di decisioni politico-economiche errate o per insufficienza di capacità manageriali. Essere competitivi anche in questi settori significava poter raggiungere o addirittura superare i maggiori Paesi continentali. L'insuccesso di questi tre compartimenti, fondamentali per un paese industrializzato, ha determinato quella che poi sarà la fisionomia dell'industria nazionale italiana riconosciuta oggi nel mondo per il *made in Italy*, ovvero per essere eccezionalmente innovativa nel proporre prodotti industriali ed artigianali di alta qualità.

Tra il 1958 e il 1963, gli anni definiti "del miracolo economico", l'Italia si trasformò radicalmente e diventò una potenza industriale, grazie ad una crescita annua della ricchezza nazionale pari al 6,5% e a quella del tasso di occupazione nell'industria che salì al 40%. Alla fine degli anni Sessanta il Paese aveva fatto enormi progressi in numerose aree: in vent'anni dal dopo guerra il reddito crebbe come mai successo prima, la lira si affermò come una delle monete più forti, il numero di lavoratori agricoli diminuì notevolmente a favore delle tante assunzioni nelle fabbriche, specialmente quelle del triangolo industriale (Torino-Milano-Genova).

Gli anni '60 e '70 furono caratterizzati da politiche di incentivo agli investimenti nel meridione e dal progressivo calo della domanda. Alla fine degli anni Sessanta, il sistema economico italiano, a differenza degli altri paesi europei, era contraddistinto da una grande fetta di imprese a partecipazione statale. Le politiche di investimento nel Mezzogiorno riscontrarono forti problemi legati alla mancanza di infrastrutture che si traducevano in elevate diseconomie e conseguenti tensioni sociali. Aumentò il costo del lavoro e la conflittualità sindacale, l'offerta cresceva mentre la domanda diminuiva, la moneta crollò causando l'esplosione dell'inflazione. La realtà è che il miracolo economico non era stato accompagnato a livello governativo quanto a livello imprenditoriale: i salari italiani erano tra i più bassi d'Europa, la classe operaia rivendicava i propri diritti provocando rivolte sindacali; inoltre, il governo non prestava attenzione a problematiche come l'evasione fiscale e l'inquinamento. Nel 1973 ci fu il primo shock petrolifero a peggiorare una situazione già delicata: aumentò il costo delle materie prime e i margini di profitto delle grandi imprese si ridussero

drasticamente, le imprese pubbliche dipendevano sempre più dalla politica e dai fondi erogati dal Parlamento, mentre quelle private erano ancora legate a una gestione familiare e presentavano una scarsa managerialità e un basso grado di diversificazione produttiva. Anche in questa situazione le imprese che reagirono meglio furono quelle di piccole dimensioni, le quali, grazie alla loro flessibilità, riuscirono ad adattarsi al nuovo ciclo economico.

La fine del periodo del *boom* economico mise in risalto i problemi del sistema economico italiano, in particolare il legame tra imprese e banche per sopperire alla mancanza di redditività, e la mancanza di managerialità e imprenditorialità che contraddistinguevano il capitalismo italiano.

È in questo contesto economico e sociale fortemente incerto che si affermano con prepotenza nello scenario nazionale le piccole e medie imprese. Infatti, se da un lato diminuivano i dipendenti delle grandi imprese, dall'altro aumentavano quelli impiegati nelle PMI, finendo per rappresentare il 60% della produzione manifatturiera. Il forte sviluppo delle PMI contribuì alla riconversione di molte aree del Paese ancora caratterizzate da un'economia rurale. Le grandi differenze tra le economie del nord e del sud diventarono meno marcate e alla tradizionale immagine delle "2 Italie" se ne sostituì una definita a "macchia di leopardo" che mostrava nuove potenzialità da parte di tanti nuovi piccoli imprenditori (Castronovo V. , 2013).

Gli anni '80 sono gli anni del liberismo economico che vede come principali protagonisti il governo statunitense di Reagan e quello britannico di Margaret Thatcher. Gli Stati Uniti conoscono il più importante periodo di crescita economica e diventano la prima economia mondiale. In Europa, nel 1989, con la caduta del Muro di Berlino, termina il comunismo sovietico e inizia un processo di democratizzazione non del tutto semplice. In Italia lo scenario economico è dominato dall'inflazione che supera il 20% e dalla crescita del tasso di disoccupazione, e, inoltre, cominciano a sorgere i problemi legati al debito pubblico e alla corruzione della classe politica.

La deregolamentazione e liberalizzazione dei mercati comportava l'annullamento di qualsiasi forma di protezionismo economico esponendo le imprese alla concorrenza internazionale. Serviva

flessibilità e capacità di adattamento e, per quanto le PMI italiane fossero caratterizzate da una struttura snella grazie alle limitate dimensioni aziendali, avevano, per altri aspetti, forti limiti gestionali. Le competenze manageriali e la capacità di previsione e analisi dei mercati divennero in quel momento storico requisiti fondamentali per competere, e, sotto questo punto di vista, l'Italia era indietro rispetto agli altri paesi europei: si pensi che i tassi di analfabetismo in Lombardia (regione più avanzata del Paese) erano molto più alti degli standard europei.

Tuttavia, nonostante le difficoltà italiane rispetto ai paesi concorrenti, il Paese ha visto le PMI affermarsi in modo preponderante e diventare il cuore pulsante dell'economia.

Negli anni '90 l'affermazione del libero mercato genera come conseguenze il superamento della logica dello Stato imprenditore e l'avvio di processi di privatizzazione: i grandi monopoli pubblici passano in mani private e si mira alla gestione manageriale dei grandi gruppi industriali. Lo sviluppo delle tecnologie informatiche e di comunicazione accelera il fenomeno della globalizzazione già in atto. A livello globale le economie diventano sempre più interdipendenti, si intensificano gli scambi finanziari, si indebolisce il concetto di sovranità degli stati e aumentano le disuguaglianze tra i paesi. In Europa procedono gli obiettivi di integrazione e nel 1992 viene firmato il trattato di Maastricht: la Comunità Economica Europea (CEE) diventa Unione Europea (UE), all'interno della quale merci e risorse finanziarie circolano liberamente. Il trattato definisce le condizioni per l'ingresso nella comunità europea da parte dei paesi membri e viene adottata la moneta comune, l'Euro, che entra in vigore il 1° gennaio 1999.

Mentre gli Stati Uniti continuano ad attraversare un periodo di forte crescita economica sotto la presidenza di Clinton, l'Europa, nella prima metà degli anni '90, vive una fase di stallo. In particolare, l'Italia deve affrontare i problemi relativi al debito pubblico e risanare gli effetti di scelte politiche penalizzanti. Solo nella seconda parte del decennio si assiste ad una graduale ripresa della crescita del vecchio continente, con l'Italia, tuttavia, che partecipa in modo poco incisivo.

Dagli anni '90, anche grazie allo sviluppo delle nuove tecnologie, che permettevano ad organizzazioni di scarse dimensioni di esportare facilmente, si è accentuato il decentramento produttivo dell'industria italiana che si è tradotto in aumento del peso delle piccole imprese e in una diminuzione di quello delle grandi.

Di seguito è riportata una tabella che rappresenta la composizione del sistema imprenditoriale nelle principali economie europee.

Figura 4: Struttura dimensionale dell'industria nei grandi paesi europei

STRUTTURA DIMENSIONALE DELL'INDUSTRIA NEI GRANDI PAESI EUROPEI (quota di occupazione per classe dimensionale)						
Paesi	Piccole imprese (1) (da 1 a 49 dipendenti)		Medie imprese (da 50 a 249 dipendenti)		Grandi imprese (250 dipendenti e oltre)	
	1992	1997 (2)	1992	1997 (2)	1992	1997 (2)
Italia	52,5	53,2	18,9	19,6	28,5	27,2
Francia	25,8	31,3	21,2	20,4	52,9	48,4
Germania	21,7	23,8	15,8(3)	15,9	62,6(4)	60,3
Regno Unito	22,8	24,0	21,7	21,5	55,5	54,6

Fonte 4: Rielaborazione personale dati Eurostat

Come si può notare, le piccole imprese rappresentano il segmento principale dell'economia italiana in termini di occupazione. Queste imprese sono prevalentemente esportatrici di prodotti del *made in Italy* e godono di una situazione finanziaria stabile. Tra la fine dell'ultimo decennio del XX secolo e l'inizio del nuovo millennio si assiste ad una crescita dimensionale di queste imprese efficienti:

piccole imprese che entrano a far parte della categoria delle medie imprese e imprese di media dimensione che diventano grandi.

L'avvento della globalizzazione ha posto le PMI di fronte a sfide particolarmente complesse: la ridotta dimensione non consentiva loro di cogliere al meglio le opportunità della globalizzazione e servivano risorse umane specializzate per sfruttare le nuove tecnologie e attuare un processo di rivoluzione informatica. Inoltre, molti piccoli imprenditori non contemplavano i cambiamenti in atto e la politica nazionale non ha agito a sostegno del rilancio delle PMI.

L'assenza nelle aziende di figure manageriali, se da un lato aveva permesso fino ad allora all'imprenditore di controllare direttamente l'impresa e di trarne i benefici, dall'altro aveva privato la stessa di competenze in grado di valutare in modo obiettivo le sfide e le opportunità che l'evoluzione del mercato presentava.

Innovazione nel processo produttivo, ottimizzazione dell'organizzazione del lavoro e delle tecniche manageriali, economie di scala e scarsa dinamicità della produttività sono alcune delle criticità che hanno causato il rallentamento della crescita dell'economia italiana a partire dalla seconda metà degli anni Novanta.

Un altro fattore determinante è rappresentato dalla spesa in ricerca e sviluppo, in quanto, a fronte di un'incidenza media europea sul PIL pari al 2%, l'Italia si posizionava con un punto percentuale in meno. Si tratta di un elemento di forte debolezza per la nostra economia se si considera che nel consiglio europeo di Lisbona del 2000 fu stabilito che gli stati membri dell'Unione avrebbero dovuto raggiungere entro il 2010 una spesa in R&S pari al 3% del PIL. La tendenza delle imprese italiane all'innovazione di prodotto e di processo era, ancora una volta, limitata dalla prevalenza di organizzazioni di piccole dimensioni. L'elevato grado di frammentazione del tessuto imprenditoriale italiano, inoltre, disincentivava gli investimenti dall'estero e comportava un basso grado di penetrazione delle multinazionali.

Uno studio fatto dal *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM) nel 2012 evidenzia come le PMI italiane abbiano perso negli anni la capacità di sperimentare nuove tecnologie, sia di prodotto che di processo. La ricerca dimostra non solo che l'economia italiana è in forte ritardo rispetto ad altri paesi che presentano la stessa struttura industriale, ma anche che, dall'inizio del millennio ad oggi, essa ha perso quello spirito di imprenditorialità che la contraddistingueva. Nel 2013, infatti, l'Italia si piazza all'ultimo posto in Europa per tasso di nuova imprenditorialità (Monitor, 2013).

1.3.1 La crisi del 2008 e le difficoltà per le PMI

Il protagonista indiscusso della crisi finanziaria globale scoppiata nel 2008 è stato il mercato immobiliare americano e la bolla finanziaria che si è creata nel settore. Il crollo del mercato immobiliare fu causato dalla crescente insolvenza dei mutui ipotecari, troppo facilmente concessi dalle banche negli anni precedenti, che ha portato ad un forte deprezzamento dei titoli legati al credito fondiario (*credit default swap*).

Nel settore immobiliare si verifica un forte calo degli investimenti proprio per l'eccessiva concessione da parte degli istituti finanziari americani di mutui *subprime*, ovvero prestiti concessi ad investitori "ad alto rischio", con un punteggio di credito basso perché nel passato erano stati soggetti inadempienti. La caratteristica tipica di questi mutui era l'assenza di garanzie richieste e i tassi di interesse variabili che, una volta superata una determinata soglia percentuale, generavano l'insolvenza del mutuatario. Il motivo per cui venivano concessi questi prestiti è fortemente legato alla grande deregolamentazione del mercato finanziario statunitense e alla presenza di un alto grado di fiducia che si è instaurato grazie all'imponente crescita del Paese che prende origini negli anni Ottanta con l'era Reaganiana.

Un ulteriore fattore che ha inciso nel determinare la crisi finanziaria è legato all'incapacità delle agenzie di *rating*, come *Moody's* e *Standard & Poor's*, nell'attribuire un giudizio di rischio adeguato ai titoli emessi dalle banche. Esse, infatti, definirono come solidi i prestiti composti da mutui *subprime*, che si rivelarono invece ad alto rischio.

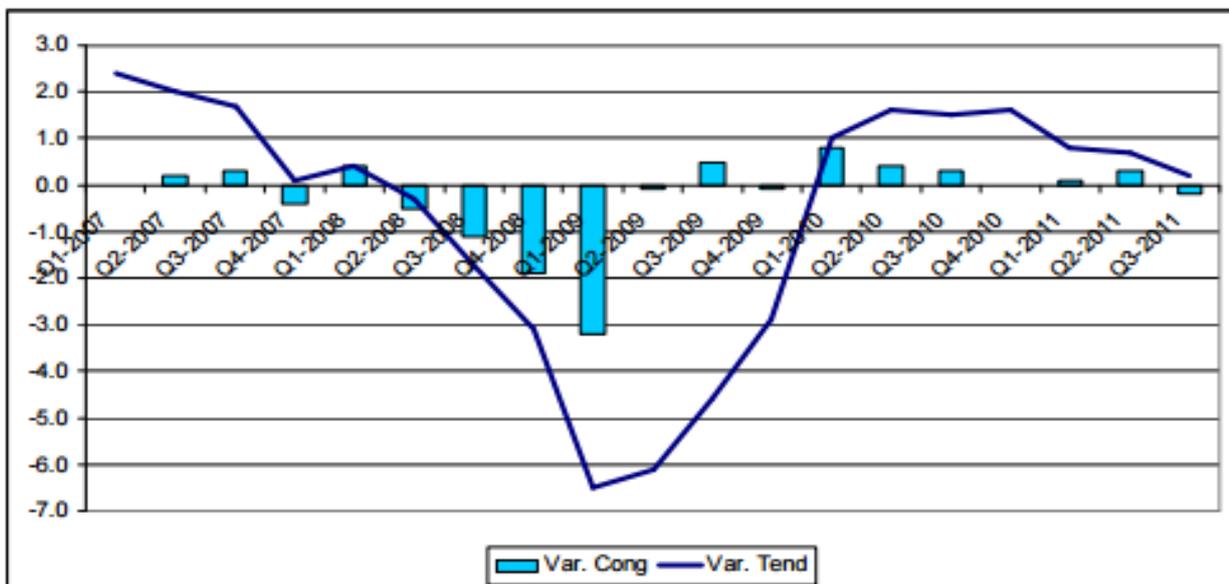
Il 15 settembre del 2008 il colosso finanziario *Lehman Brothers* fallisce sommerso dai mutui *subprime* e a Wall Street l'indice di Borsa *Standard & Poor's* registra un crollo del - 40%, inferiore solo a quello della Grande Depressione degli anni '30 (Bianchi, 2020).

Lo shock finanziario è dilagato in tutto il mondo coinvolgendo tutti i mercati finanziari e colpendo duramente l'economia reale. Per la prima volta dal secondo dopo guerra si è assistito ad una contrazione del PIL globale.

L'Italia, già sommersa dagli oneri dell'enorme debito pubblico, nonostante fosse stata toccata dalla crisi finanziaria solo in modo parziale, ha vissuto un triennio di forte recessione (2008-2010), a causa degli effetti della crisi sull'economia reale.

Nel grafico seguente è mostrato l'andamento trimestrale del PIL italiano tra il 2007 e il 2011.

Figura 5: Andamento trimestrale PIL italiano (2007-2011)



Fonte 5: Istat, Conti economici trimestrali, 2011

La crisi causò una forte contrazione del PIL nazionale (nel 2009 calava del 6%), generò un aumento dei tassi di disoccupazione già in crescita e provocò il fallimento di numerose imprese.

Come mostra la tabella di seguito riportata, nel 2008 in Italia, a fronte di circa 130mila nuove imprese, sono state circa 150mila quelle costrette a chiudere, per un saldo negativo, dunque, di circa -20mila

imprese. Il dato è impressionante se consideriamo che solo l'anno precedente il saldo era stato di circa +10mila (Istat, 2008).

Figura 6: Saldo chiusura imprese italiane in seguito alla crisi del 2008

	Iscrizioni	Cessazioni	Saldo
Nord Ovest	38147	42012	-3865
Nord Est	26230	33462	-7232
Centro	28356	29196	-840
Sud e Isole	37896	47773	-9877
Italia	130629	152443	-21814

Fonte 6: Natalità e mortalità delle PMI italiane nel 2008, Unioncamere, 2010

Già dopo un anno dall'avvento della crisi, dunque, il sistema produttivo italiano risultava compromesso e le imprese presentavano le peggiori performance a livello europeo.

La prima conseguenza della crisi per le imprese ha riguardato la limitazione dell'accesso ai finanziamenti. Le PMI, per la loro ridotta dimensione e scarsa liquidità, non riuscivano ad apportare le adeguate garanzie per ottenere i prestiti dalle banche.

A peggiorare la situazione si aggiungono le difficoltà legate alla burocrazia e una pressione fiscale tra le più alte di Europa. Per questi motivi, mentre negli altri paesi europei si è assistito ad una graduale ripresa economica, in Italia si è instaurato un clima di forte sfiducia che ha scoraggiato i giovani dall'intraprendere nuove attività imprenditoriali e ha influenzato negativamente sulla propensione delle PMI ad innovare.

In un contesto così difficile le PMI dovevano riconvertire il proprio modello di business per sopravvivere alla crisi e, una risposta in tal senso, poteva sicuramente essere quella di intraprendere processi di internazionalizzazione e sposare l'inesorabile avanzamento del fenomeno della digitalizzazione.

1.3.2 L'Industria 4.0: sfide e opportunità per le PMI

Il fenomeno della digitalizzazione, conosciuto anche come “Industria 4.0” o “Quarta rivoluzione industriale”, si è sviluppato negli anni successivi alla crisi del 2008, in particolare dopo il 2010, ed è stato innescato dalla diffusione delle *Information and Communication Technologies* (ICTs). La tecnologia dell'informazione e della comunicazione indica l'insieme delle tecnologie dell'informazione (IT) sia nella loro parte *hardware* che *software* ed il ruolo fondamentale che giocano le comunicazioni e l'integrazione delle telecomunicazioni per consentire agli utenti di accedere, archiviare, trasmettere e analizzare informazioni. Le tecnologie ICT possono apportare significativi vantaggi alle imprese, influenzando in modo determinante le attività aziendali. Esse, infatti, garantiscono maggiori livelli di efficienza dei processi, consentono di ottenere maggiori risorse informative, così da rafforzare le competenze e rendere più efficace la comunicazione per ampliare le opportunità di mercato.

Una delle caratteristiche distintive della digitalizzazione è la pervasività, cioè la sua capacità di influenzare ogni ambito della vita umana, producendo effetti non solo a livello economico, ma anche sociale e culturale. Insieme alla globalizzazione e all'avvento dei *social media*, la rivoluzione digitale ha trasformato completamente l'industria manifatturiera sconvolgendo i paradigmi produttivi. Si può dire che l'Industria 4.0 rappresenta un'evoluzione e uno sviluppo di quel processo di informatizzazione già avviato dalla terza rivoluzione industriale con l'avvento di Internet. Questa nuova rivoluzione si associa ad un impiego sempre più pervasivo di dati e informazioni, di tecnologie computazionali e di analisi dei dati, di nuovi materiali, componenti e sistemi totalmente digitalizzati e connessi.

L'Industria 4.0 richiede soluzioni tecnologiche per:

- Ottimizzare i processi produttivi;
- Supportare i processi di automazione industriale;

- Favorire la collaborazione produttiva tra imprese attraverso tecniche avanzate di pianificazione e gestione integrata dei processi, e interoperabilità dei sistemi informativi.

Secondo un rapporto della McKinsey, le nuove tecnologie digitali, a supporto della nascita del nuovo paradigma produttivo, avranno un profondo impatto su tre direttrici di sviluppo:

- 1- Utilizzo dei dati, che si riconduce ai concetti sempre più pervasivi di *Big Data*, *Open data* e *cloud computing*, per la centralizzazione delle informazioni.
- 2- *Data analysis*: il vero valore dei dati deriva dalla corretta capacità di saperli manipolare e ricavare valore dal loro utilizzo.
- 3- Interazione uomo e macchina, attraverso interfacce *touch* sempre più diffuse.

Tra le tecnologie abilitanti, di fondamentale importanza è quella rappresentata da Internet delle cose, o *Internet of Things* (IoT). Con tale termine si fa riferimento ad uno scenario per cui ogni oggetto che usiamo quotidianamente può diventare “*smart*” (capacità di auto identificazione, localizzazione, diagnosi di stato, acquisizione dati ed elaborazione) ed essere connesso con altri dispositivi per fornire dati in tempo reale.

L’applicazione in ambito industriale di tali tecnologie può generare innumerevoli vantaggi. Infatti, la possibilità di avere a disposizione in tempo reale grandi quantità di informazioni sui clienti, in merito ad esempio alle loro modalità di fruizione dei prodotti o servizi, può consentire all’impresa di personalizzare l’offerta in base alle esigenze dei consumatori e progettare nuove *value propositions*, ottenendo grandi benefici in termini di fidelizzazione della clientela.

Altra importante conseguenza della rivoluzione digitale si identifica nell’affermazione di nuovi modelli di business, fondati sull’offerta di prodotti e servizi integrati. Un esempio di questi nuovi modelli che nascono in seguito alla digitalizzazione è l’offerta *quad play*.

Si tratta di un’offerta nel campo delle telecomunicazioni, caratterizzata dall’integrazione tra servizio *triple play* di accesso a Internet a banda larga, televisione e telefono con la fornitura di servizi *wireless*.

Il vantaggio principale generato da un'offerta che integra al prodotto un servizio ad esso complementare è dato dalla possibilità di contrastare produzioni *low cost* e sta nella disponibilità del consumatore a pagare un *premium price*.

Infine, altra tendenza innescata dall'evoluzione del digitale è la possibilità per un'impresa di ampliare le opportunità di collaborazione all'interno e all'esterno della filiera produttiva. Le tecnologie consentono il continuo scambio di dati e informazioni tra molte imprese e, grazie a queste informazioni, è possibile individuare nuove *partnership* e creare nuove opportunità di business. È chiaro come quest'ultimo aspetto sia molto rilevante soprattutto per imprese di dimensioni ridotte come le PMI.

Risulta dunque evidente che la trasformazione digitale nelle aziende è un processo che deve essere realmente sostenuto, nella misura in cui è in grado di incidere sulla competitività e sullo sviluppo delle imprese, quindi sulla crescita economica dell'intero paese.

Come già accennato, l'Italia si trova, da sempre, a dover rincorrere gli altri paesi industrializzati d'Europa e del mondo per quanto riguarda i processi di innovazione tecnologica. Dunque, anche in ambito digitale, ci sono molti passi in avanti che bisogna ancora compiere. In particolare, le PMI italiane sono in ritardo nell'adozione delle nuove tecnologie digitali rispetto a quelle europee per motivi di carattere strutturale e culturale.

Secondo un rapporto Istat del 2015 il ritardo tecnologico delle PMI riguarda soprattutto i seguenti aspetti:

- Adozione di connessioni in banda larga;
- Velocità delle connessioni;
- Utilizzo della Rete e di soluzioni applicative, come CRM, ERP.

Nella maggior parte dei casi le PMI tendono ad investire in progetti destinati alla digitalizzazione dei processi di base, come la contabilità o la gestione del personale, mirando all'abbattimento dei costi. Quello che manca, dunque, è una visione di lungo periodo che consideri la digitalizzazione un fattore

su cui riflettere da un punto di vista strategico, per migliorare la qualità dei propri prodotti o servizi, e per innovare i modelli di business aziendali.

I motivi principali per cui le PMI stentano ad avviare in modo convincente un processo di digitalizzazione possono essere di diversa natura. Da un lato c'è sicuramente la scarsità di risorse finanziarie, le quali, nel contesto di crisi economica in cui si trovano ad operare le PMI, vengono utilizzate per effettuare investimenti incrementali volti a migliorare strumenti già adottati, e non per sperimentare qualcosa di nuovo e rischioso. Dall'altro lato, forse, l'elemento di maggiore criticità per le PMI è di natura culturale: il digitale viene tuttora percepito come una delle possibili opzioni perseguibili e non come la strada da seguire per attuare un processo di crescita. Inoltre, altro elemento che scoraggia l'investimento da parte delle PMI in tecnologie digitali è dato dalla mancanza di personale qualificato, e, dunque, di risorse umane preparate ad affrontare tale processo di trasformazione tecnologica.

Questo si traduce nella necessità per le PMI di acquisire competenze manageriali, le quali si caratterizzano per essere certamente più pronte a sostenere un percorso del genere. Serve investire nella formazione del personale per sviluppare competenze *digital*, oppure introdurre dall'esterno professionalità in grado di gestire la complessità delle tematiche legate alla digitalizzazione (Pascucci & Temperini, 2017).

A conferma dei vantaggi creati dalle tecnologie digitali per le PMI, un rapporto di Boston Consulting Group (BCG) ha analizzato più di 4000 PMI verificando che quelle che hanno investito maggiormente nelle nuove tecnologie hanno aumentato il fatturato del 15% in più rispetto alle imprese che non l'hanno fatto. Queste PMI, definite come "leader tecnologici", hanno clienti sparsi da un punto di vista geografico, hanno relazioni più intense con i clienti, rendono più efficienti i processi operativi e possiedono un modello di business più innovativo (BCG, 2013).

In sintesi, perché le PMI possano continuare ad essere competitive in un mercato che diventa sempre più interattivo e digitalizzato, devono affrontare un cambiamento da un lato culturale, investendo in formazione e orientando il mindset imprenditoriale all'innovazione, così da essere più predisposti ad

abbracciare le sfide poste dalla trasformazione digitale; dall'altro lato serve adattarsi sul piano organizzativo e gestionale, strutturando l'organizzazione in modo flessibile e inserendo figure manageriali nella gestione dei processi.

1.3.3 Digitalizzazione e internazionalizzazione

Un altro aspetto da tenere in forte considerazione per lo sviluppo delle PMI è la possibilità di attuare processi di internazionalizzazione. In passato le aziende che entravano in mercati esteri erano solitamente organizzazioni di grandi dimensioni, dotate di risorse in abbondanza da poter investire in altri mercati per perseguire strategie di diversificazione. Per le PMI risultava più difficile competere sui mercati esteri perché non disponevano delle informazioni necessarie né delle disponibilità finanziarie per sostenere gli elevati costi che comporta un investimento così rischioso. Esse, infatti, nell'implementare una strategia di internazionalizzazione sono condizionate da almeno due fattori inibitori: la *liability of foreignness*, con cui si intende la scarsa conoscenza del mercato target e, in particolare, del suo quadro normativo e istituzionale; e la *liability of smallness*, che rappresenta un vero e proprio vincolo dimensionale e fa riferimento, dunque, alle limitate risorse finanziarie e competenze manageriali a supporto del processo di espansione estera.

Negli anni Novanta, con l'intensificazione degli scambi economico-commerciali e, soprattutto, con l'avvento di Internet, si sono ridimensionati i costi per il reperimento di informazioni e le nostre PMI si sono affermate nei mercati globali offrendo prodotti di qualità attraverso l'export, la modalità di internazionalizzazione meno strutturata e più facile da sostenere in termini di costi. È così che il *Made in Italy* è diventato uno dei marchi più riconosciuti al mondo.

La crisi finanziaria dello scorso decennio ha costretto le PMI a riorganizzarsi e a ricercare opportunità in mercati anche molto distanti geograficamente e culturalmente. Inoltre, la crescente competizione dei grandi player globali e la stagnazione del mercato domestico fa sì che per le PMI l'internazionalizzazione diventi un percorso obbligato.

Diverse teorie hanno identificato una relazione positiva tra digitalizzazione e internazionalizzazione.

Uno studio di Ernesto Cassetta afferma che il ricorso al canale online per la raccolta di informazioni e l'utilizzo di software innovativi per l'elaborazione e la gestione di tali informazioni consentono anche alle imprese di minori dimensioni di acquisire una conoscenza approfondita dei mercati esteri, dal punto di vista sia macro, sia micro, a costi relativamente contenuti, andando così a ridurre il rischio percepito e l'incertezza tipica dell'operare in mercati sconosciuti e lontani. La ricerca empirica si basa su un campione di aziende manifatturiere italiane e dimostra che l'adozione di tecnologie digitali influenza in maniera rilevante l'attitudine delle PMI all'esportazione. L'utilizzo del sito web, dei social network o dell'e-commerce rende il processo di internazionalizzazione molto più attraente per imprese che non dispongono di molte risorse.

Adottare tecnologie digitali innovando al contempo la struttura organizzativa può migliorare il coordinamento e lo scambio di informazioni, portando così a prestazioni aziendali superiori anche nei mercati internazionali.

La Rete, dunque, può rappresentare un importante driver per l'esportazione del *Made in Italy* nel mondo e una risorsa di valore, soprattutto per le PMI. Essa consente alle imprese di abbattere i costi promozionali e delle ricerche di mercato, e permette di avere maggiore visibilità sui mercati internazionali. Le imprese possono così sviluppare e mantenere relazioni con partner commerciali, fornitori esteri e clienti in modo semplice ed economico (Cassetta, Monarca, Dileo, Di Berardino, & Pini, 2020).

A conferma di quanto detto, secondo uno studio di Doxa Digital, le PMI italiane che hanno utilizzato tecnologie digitali per commercializzare all'estero i propri prodotti sono riuscite a compensare gli effetti negativi della crisi, in alcuni casi addirittura incrementando il proprio fatturato; inoltre, le evidenze empiriche dimostrano che al crescere delle competenze digitali aumenta la percentuale di imprese che entra a far parte di un network internazionale e che esporta (Novelli, Federico, & Latorre, 2013).

1.3.4 Le necessità delle PMI post - Covid

L'emergenza sanitaria causata dal Covid ha portato alla più grande crisi economica degli ultimi cento anni dal crollo di Wall Street nel 1929, risultando essere più devastante della recessione del 2008. La pandemia ha colpito fortemente il sistema industriale del nostro Paese incidendo in maniera rilevante sulle PMI, le quali si sono trovate ad affrontare conseguenze pesanti sulla propria struttura finanziaria, già non particolarmente solida e caratterizzata da una situazione di liquidità inadeguata. Dopo il primo lockdown, a maggio del 2020, la maggior parte delle PMI versava in condizioni di estrema necessità finanziaria, poiché il 60% di esse ha subito un forte rallentamento dell'attività produttiva, mentre il 30% ha addirittura dovuto interrompere del tutto la propria attività. Solo una piccola percentuale di imprese è riuscita ad evitare le conseguenze catastrofiche della pandemia o perché è stata in grado di riconvertire il proprio modello di business o perché operava in settori non particolarmente impattati dal Covid-19. L'Italia è tra i paesi che più ha risentito di questa crisi economica, con una riduzione del PIL nazionale di circa il 9%. La situazione economica del paese risulta essere ulteriormente aggravata se si considera che non c'era ancora stata una totale ripresa dalla crisi del 2008. Le conseguenze di questa situazione si manifestano anche sul tasso di disoccupazione italiano che in un anno è salito di un punto percentuale (da circa il 9% a circa il 10%).

Se da un lato l'emergenza in corso ha compromesso seriamente l'equilibrio economico – finanziario del nostro Paese, dall'altro però ha anticipato tendenze già in atto a livello globale e su cui l'Italia ritardava ad investire. Il distanziamento sociale ha infatti costretto l'intera nazione ad adottare nuove metodologie di gestione del lavoro (*smart working*) e ha visto l'affermarsi di nuovi paradigmi di business. La digitalizzazione, se prima era considerata come un'opportunità, è diventata negli ultimi tempi una traiettoria di sviluppo necessaria a garantire la continuità dell'attività aziendale. Il lavoro agile, l'e-commerce, e, quindi, la vendita online, rappresentavano già obiettivi su cui allinearsi (il 10% delle aziende italiane vende online rispetto ad una media UE del 18%) e sono diventate oggi modalità di esecuzione dei rapporti lavorativi e modelli di business imprescindibili per le aziende, rappresentando un'opportunità anche per la pubblica amministrazione.

Dunque, la pandemia ha accelerato i cambiamenti che già erano in atto nel contesto competitivo mettendo in discussione i modelli di business delle imprese italiane. Infatti, le imprese che prima dell'avvento della crisi risultavano essere già fortemente innovative sono quelle che hanno reagito meglio alla fase di emergenza, dimostrando capacità di essere flessibili e digitali. Gli elementi che hanno garantito il successo di molte imprese italiane dopo la crisi del 2008 sono stati:

- La capacità di innovare;
- L'internazionalizzazione e la diversificazione;
- La solidità patrimoniale.

Anche nella situazione attuale i driver di vantaggio competitivo per il futuro sembrano essere gli stessi.

A riguardo, Deloitte ha condotto uno studio su 6.100 PMI analizzando i loro bisogni al fine di comprendere ciò di cui le imprese necessitano per resistere e rilanciarsi durante questo periodo di incertezza. Per quanto riguarda il primo driver, quindi la capacità di innovare, tutte le imprese convengono sul voler ridefinire le proprie attività in linea con le nuove esigenze dettate dal cosiddetto “*new normal*”. Il 60% dichiara di volere introdurre modalità di lavoro agile e più del 50% del campione intende digitalizzare i propri processi operativi. In particolare, seguono questa linea le imprese appartenenti a settori tradizionali come quello della distribuzione, della sanità o di energia e gas.

Nonostante però le imprese abbiano tra le priorità lo sviluppo di competenze digitali, le prime necessità per le PMI riguardano l'organizzazione degli spazi aziendali per mettere in sicurezza i propri dipendenti e assicurare la continuità delle attività produttive e l'ampliamento della base clienti.

Figura 7: Necessità PMI post-Covid



Fonte 7: Survey «I bisogni delle PMI post-Covid» - Deloitte, Piccola Industria Confindustria e Intesa Sanpaolo, 2020

Quanto all'internazionalizzazione, essa ha rappresentato negli ultimi anni una delle principali direttrici di crescita per le nostre PMI. Lo confermano i dati riguardanti l'export delle PMI nazionali che, tra il 2014 e il 2018, è cresciuto a un tasso annuo del 2,5% arrivando a toccare volumi di più di 200 miliardi di euro. La survey condotta da Deloitte dimostra che, anche oggi, l'espansione verso i mercati esteri rimane la strategia da perseguire per ritornare alle condizioni di operatività pre – Covid. Circa un'azienda su due preferisce tale strategia ad investimenti in nuovi canali distributivi o nuove tecnologie di prodotto.

L'ultimo driver è rappresentato dalla componente patrimoniale e più del 90% delle imprese del campione reputa la solidità patrimoniale un elemento fondamentale per garantire competitività nel lungo termine. Interventi strutturali come le operazioni straordinarie sono ancora poco considerati tra le PMI italiane come strumenti per rafforzare la propria solidità patrimoniale: solo il 18% dei leader di azienda dichiara di aver effettuato operazioni di M&A nell'ultimo anno. Si distinguono da questo trend il settore manifatturiero e quello logistico, per i quali le operazioni di M&A rappresentano rispettivamente la prima e la seconda strategia finalizzata ad ottenere un vantaggio competitivo sostenibile. In particolare, nel settore manifatturiero questa tendenza aumenta all'aumentare della dimensione dell'impresa (imprese con fatturato > 10 milioni di euro), mentre, nel settore logistico,

aumenta al decrescere della dimensione (imprese con fatturato < 10 milioni di euro). Per quanto riguarda invece la generalità del campione analizzato, le operazioni straordinarie occupano il sesto posto tra i driver di vantaggio competitivo (Pincetti, Lanzillo, Falcone, & Grillo, 2020).

In conclusione, per affrontare al meglio le sfide imposte alle imprese dal complesso scenario attuale serve una visione strategica ben definita. Le imprese necessitano di una pianificazione strategica che si distingua dai classici business plan e che si orienti su orizzonti temporali che superino i tre anni. Le ricerche condotte, tuttavia, dimostrano che solo il 30% delle PMI si sta attrezzando in tal senso e questo mette in risalto il bisogno di colmare il gap di competenze manageriali per essere più competitive.

Inoltre, la dimensione aziendale e la solidità patrimoniale diventano fattori critici per reagire prontamente alle crisi e continuare ad essere profittevoli.

Le grandi imprese e le principali società di consulenza presenti in Italia giocano un ruolo centrale in questo periodo storico, grazie alla loro possibilità di mettere a disposizione competenze e formazione con il fine di supportare la crescita del Paese, la quale dipende fortemente dal successo economico delle PMI. A conferma di ciò, secondo un recente articolo del Sole24ore, in Italia cresce la fiducia su una vera ripresa economica nel secondo semestre del 2021 e a puntarci sono anche le Big Four della consulenza, le quali hanno predisposto un piano assunzioni particolarmente cospicuo. Entro giugno 2021 saranno oltre 2.000 le assunzioni programmate in Italia da Deloitte, EY, KPMG e PWC (Graziani, 2021).

1.4 Spinte alla crescita e direttrici di sviluppo

Per i motivi descritti in precedenza e per le esigenze imposte dalle conseguenze causate dalla pandemia globale, le imprese devono necessariamente ambire ad una crescita di lungo periodo per mirare a quello che si definisce un vantaggio competitivo sostenibile. Fenomeni come la

globalizzazione, l'evoluzione del commercio internazionale e della tecnologia, e l'abbattimento delle barriere all'entrata hanno reso le imprese più vulnerabili alla concorrenza ed esposte alle azioni delle multinazionali. In un contesto del genere, è chiaro che essere una microimpresa con un eccellente modello artigianale o in possesso di una buona tecnologia non basti a difendere la propria posizione competitiva. Le nuove tecnologie stanno dimostrando che anche piccolissime aziende possono gestire grandi affari e globalizzarsi, ma in uno scenario economico sempre più volatile e in continua trasformazione la dimensione diventa un fattore cruciale. Di seguito le parole del presidente di Piccola Industria, nonché vicepresidente di Confindustria, Carlo Robiglio: “La dimensione oggi è una condizione da superare: ciò che conta davvero è la capacità di stare sul mercato. Questo è possibile puntando sulla capacità di innovare, aprire il capitale e migliorare la *governance*; in sintesi facendo crescere l'impresa a tutto tondo” (Lupi, 2018). Nonostante queste affermazioni, se è pur vero che ci sono ormai diversi modi per crescere, è vero anche che la crescita dimensionale è un'opzione che non va trascurata. Uno degli aspetti più preoccupanti delle PMI è proprio legato alla crescita: solo poche aziende riescono a fare il salto dimensionale. Infatti, come osservato da KPMG, la sfida per le imprese è quella di superare 1 miliardo di fatturato, individuato come soglia per poter competere sui mercati internazionali. Molte di queste imprese si trovano inevitabilmente dinanzi a un bivio: crescere o essere acquisite.

Possiamo individuare quattro direttrici di crescita essenziali da seguire per le PMI: buoni meccanismi di *governance*, gestione dell'innovazione, apertura del capitale e quotazione in Borsa, processi di crescita dimensionale attraverso m&a (KPMG, 2019). Delle prime tre direttrici di sviluppo tratteremo nei prossimi paragrafi, mentre i processi di crescita esterna verranno discussi nel secondo capitolo.

1.4.1 Meccanismi di governance

1.4.1.1 Definizioni

Il concetto di “corporate governance” (“governo di impresa”) fa riferimento ai meccanismi e ai processi di governo delle imprese. Questo termine, dunque, definisce il sistema con cui le aziende

vengono dirette e controllate. La governance rappresenta la struttura organizzativa che assume ciascuna impresa e costituisce un elemento fondamentale per il suo corretto funzionamento. Si tratta di uno strumento attraverso cui i vertici aziendali diffondono, all'interno dell'organizzazione, i valori e gli ideali che formano la cultura aziendale. Una buona governance garantisce la trasparenza dei processi interni all'impresa e fa sì che la *mission* aziendale sia ben chiara e condivisa da tutti i soggetti che prendono parte all'attività imprenditoriale. Negli anni si è affermata una concezione ristretta e una concezione allargata di corporate governance. Con la concezione ristretta si fa riferimento alle regole di funzionamento degli organi di governo delle grandi società con molti azionisti, caratterizzate dalla separazione tra proprietà e controllo dell'impresa. In queste realtà gli azionisti delegano la gestione della società a manager professionisti, i quali potrebbero perseguire interessi personali e non quelli degli azionisti e quindi quelli dell'impresa che dirigono.

Per evitare che questo accada, come vedremo nel corso dell'elaborato quando parleremo della teoria dell'agenzia, esistono dei meccanismi di controllo e di incentivazione che mitigano gli effetti di un eventuale disallineamento di interessi.

In un'ottica di evoluzione della teoria economica, che dal focus sulla massimizzazione dei profitti per gli azionisti (*shareholder value*) si è spostata verso la massimizzazione del valore per tutti gli stakeholder, si è assistito anche ad un'evoluzione del concetto di corporate governance, e dalla concezione ristretta si è arrivati ad una concezione allargata.

La concezione allargata della corporate governance va oltre il tema della separazione tra proprietà e controllo e sottolinea che le imprese, nella realizzazione dei loro obiettivi, sono tenute a considerare le attese di tutti i soggetti coinvolti e influenzati dalla sua attività. Il tema del governo di impresa viene trattato in letteratura da molti anni e con più enfasi in tempi recenti, in seguito al fallimento dei meccanismi di governance nel monitorare l'operato dei manager e ai conseguenti scandali finanziari che si sono manifestati negli ultimi decenni (Parmalat, Lehman Brothers).

1.4.1.2 Codice di autodisciplina 2020

Per i motivi sopra esposti, il Comitato per la Corporate Governance, costituito nel giugno del 2011 dalle Associazioni di impresa (ABI, ANIA, Assonime, Confindustria), Borsa Italiana e l'Associazione degli investitori professionali (Assogestioni), ha redatto il nuovo "Codice di Autodisciplina" delle società quotate, a distanza di due anni dall'ultima revisione del 2018.

Il nuovo Codice è rivolto a tutte le società con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario (MTA) gestito da Borsa Italiana. Questa edizione è suddivisa in sei articoli, composti da principi e raccomandazioni che definiscono gli obiettivi di una buona governance e indicano le *best practices* (i migliori comportamenti) da attuare per rispettare gli obiettivi di governance. L'adesione da parte delle imprese è volontaria ed è basata sul principio "comply or explain", la cui applicazione è in vigore dall'inizio dell'esercizio 2021.

Nonostante ciò, tutte le società quotate hanno l'obbligo di specificare, nel documento di relazione sulla gestione, le informazioni riguardanti il rispetto del codice di comportamento, giustificando eventualmente la mancata adesione e le pratiche alternativamente adottate.

La nuova edizione del Codice si distingue per la sua struttura semplificata e più sintetica, rispetto al Codice del 2018 composto da dieci articoli. Inoltre, il nuovo Codice non fa differenze tra sistemi di governance (tradizionale, monistico e dualistico), ma definisce le norme in modo neutrale per tutte le imprese, così da facilitare le quotazioni in Italia di società straniere che adottano sistemi diversi (Borsa italiana s.p.a, 2021).

Il nuovo Codice di Autodisciplina rivolge particolare attenzione ai seguenti temi:

- La presenza di amministratori indipendenti nel c.d.a. delle grandi società: l'organo di amministrazione deve comprendere almeno due amministratori indipendenti; in particolare, è prevista l'indipendenza di un terzo del c.d.a. per le grandi società a proprietà concentrata e almeno la metà nelle società con azionariato diffuso. I requisiti di professionalità e indipendenza devono permanere per l'intera durata della carica e sono sottoposti al vaglio dell'organo amministrativo o del collegio sindacale. Inoltre, il comitato remunerazioni deve

essere composto da soli amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti, e deve essere presieduto da un amministratore indipendente.

- I criteri di diversità di genere nella composizione degli organi di amministrazione e di controllo: almeno un terzo dell'organo di amministrazione e dell'organo di controllo deve essere costituito da componenti del genere meno rappresentato.
- Il successo sostenibile: inteso come creazione di valore di lungo periodo, quindi sostenibile. La sostenibilità assume un ruolo centrale nella strategia di un'azienda, in quanto per anni le imprese si sono focalizzate su politiche di breve termine non considerando adeguatamente i rischi imprenditoriali che possono inficiare la creazione di valore nel lungo periodo. L'approccio di medio-lungo periodo si deve riflettere anche nelle politiche di remunerazione.
- L'attività di *engagement* verso gli investitori: i rappresentanti dell'impresa, per confrontarsi con le agenzie di rating e con gli investitori istituzionali, devono dialogare con i grandi investitori, in quanto sono tenuti a rendere conto non soltanto del proprio merito di credito, ma anche dell'adozione di parametri ESG (*Environmental, Social and Governance*) riferiti alla sostenibilità sociale e ambientale. Le procedure adottate devono essere descritte nella relazione sulla corporate governance. Per quanto riguarda le politiche sostenibili da un punto di vista ambientale, il Codice viene in soccorso alle raccomandazioni dell'Unione Europea che oggi sono sempre più forti in ottica del "Green Deal" europeo, il piano investimenti che mira ad azzerare entro il 2050 le emissioni di gas serra.

A riguardo, le imprese italiane, specialmente le PMI, hanno ancora dei passi in avanti da fare. Dal monitoraggio annuale effettuato dal Comitato con il supporto di Assonime, risulta che in molti casi manca ancora una chiara considerazione del tema della sostenibilità come parte integrante delle strategie di impresa. Nel 2019 il 77% delle aziende medio-grandi risulta essere *compliant*, mentre la percentuale scende al 59% per le imprese più piccole (Serafini, 2020). Inoltre, con l'entrata in vigore del *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR), già attivo in alcune parti dal 10 marzo 2021, la sostenibilità per le imprese quotate non è più solo

un impegno morale per combattere il riscaldamento globale, ma diventa uno strumento fondamentale per attrarre nuovi investitori e capitali. Adeguarsi alle norme in tema di sostenibilità ambientale significa anche comunicarlo in maniera corretta e standardizzata. Fino ad oggi c'era una certa soggettività nel comunicare i dati al mercato; ora, invece, sono in via di approvazione 14 parametri uguali per tutti, secondo cui, dal 2022, le imprese e i gestori di fondi dovranno fornire dati precisi, ad esempio riguardo alla quantità di CO2 che producono, rispetto ai benchmark, le aziende facenti parte del loro portafoglio.

A spronare le PMI, in ritardo sul tema, è uno studio di Intermonte, secondo cui l'incapacità di fornire i dati adeguati agli investitori potrebbe compromettere seriamente le loro possibilità di ottenere gli investimenti necessari, rischiando di essere sottopesate nei portafogli. Lo studio, realizzato da Intermonte in collaborazione con il Politecnico di Milano, sottolineava l'evidente ritardo delle PMI quotate alla Borsa di Milano. Nonostante il campione scelto dall'analisi comprendesse le PMI ritenute più virtuose in tema di sostenibilità, si è evidenziato che le imprese analizzate hanno divulgato in media il 73,8% delle informazioni considerate rilevanti, ma solo il 31,8% ha legato le proprie politiche di incentivazione e remunerazione alle variabili ESG, e solo un terzo di esse dispone di un manager CSR (*Corporate Social Responsibility*) preposto per la supervisione e l'implementazione dei piani di sostenibilità (Longo, 2021).

Altra direttrice su cui si è mossa la revisione operata dal nuovo Codice di autodisciplina riguarda il tema della proporzionalità. I criteri di proporzionalità tengono conto del contesto economico del Paese e delle caratteristiche dell'impresa italiana per fare in modo che le aziende più piccole non siano intimorite dall'affrontare i costi della quotazione. Per le PMI, dunque, sarà più facile quotarsi a Piazza Affari. Per le società con una capitalizzazione inferiore ad un miliardo di euro e per quelle a proprietà concentrata, che oggi rappresentano circa la metà delle imprese quotate sul mercato MTA, sono previste facilitazioni in termini di minori adempimenti per allinearsi alle regole dettate dal Codice di autodisciplina in materia di corporate governance (Serafini, 2020).

1.4.1.3 I problemi legati alla corporate governance delle PMI

Nelle grandi imprese i problemi relativi alla corporate governance vengono visti in un'ottica di accesso al mercato dei capitali e quindi di reperimento di capitale di rischio. Come abbiamo visto, la regolamentazione di autodisciplina ha tra i suoi obiettivi principali quelli di mitigare il conflitto di interessi tra chi possiede l'azienda e chi la gestisce, e di fornire informazioni complete e affidabili che consentano agli investitori di valutare l'impresa in modo corretto.

Per quanto riguarda le PMI, invece, le questioni legate alla corporate governance sono totalmente differenti. Prima ancora di dover adottare modelli di governance per accedere al mercato delle risorse finanziarie, le PMI necessitano di acquisire competenze professionali e manageriali. In entrambi i casi, dunque, la governance viene vista come uno strumento per perseguire finalità strategiche.

Nella prassi, purtroppo, il concetto di corporate governance è stato fin troppe volte considerato dagli imprenditori come un complesso di strutture formalistiche che genera un'ulteriore mole di lavoro che distoglierebbe la loro attenzione da altre attività più importanti.

La governance non va nemmeno confusa con la *compliance*, che rappresenta la mera attività di conformità alle normative per non rischiare di incorrere in sanzioni. Al contrario, l'istituzione di un organo collegiale che prenda il posto di un organo monocratico deve essere intesa come una necessità o un'opportunità.

Abbiamo già visto come lo scenario del capitalismo italiano sia dominato dalla forte presenza delle famiglie imprenditoriali, le quali affidano ai propri membri la gestione dell'impresa. A riguardo, l'AIDAF, nell'ottobre 2018, ha stimato che l'Italia, sotto il profilo dell'incidenza delle aziende familiari, è in linea con i principali paesi europei; tuttavia, il 66% delle aziende familiari italiane ha tutto il management composto da componenti della famiglia, a differenza di altri paesi come la Francia in cui questa situazione si presenta nel 26% dei casi o l'Inghilterra con solo il 10%. Questa caratteristica delle imprese familiari italiane, sebbene, da un lato, garantisce maggior fiducia nella gestione dell'impresa e consente di creare un maggior senso di appartenenza all'organizzazione,

dall'altro lato rappresenta un forte limite per quanto riguarda la disponibilità di risorse e competenze manageriali adatte per affrontare un percorso di crescita dimensionale. Il limite è di stampo culturale, in quanto la ridotta dimensione dell'impresa consente alla famiglia di eliminare il rischio di una perdita del controllo, nonostante le scarse dimensioni esponano l'impresa stessa a maggiori rischi di natura congiunturale.

La forte presenza di componenti familiari nella gestione dell'impresa genera, inoltre, conflitti tra gli interessi della famiglia e quelli dell'impresa stessa. Tali conflitti aumentano al crescere della dimensione e sono scaturiti da scelte gestionali che favoriscono i soggetti appartenenti alla famiglia imprenditoriale a discapito dell'interesse generale dell'azienda e degli altri lavoratori estranei al nucleo familiare.

L'imprenditore di un'azienda familiare è spesso troppo coinvolto nella gestione operativa da trascurare gli obiettivi di lungo termine privilegiando il profitto a breve termine; tende ad accentrare i processi decisionali perché teme che delegare mansioni e condividere decisioni possa estrometterlo dal proprio potere. Non percepisce l'importanza del focus su aspetti strategici ed evolutivi e non ritiene produttivo supportare l'attività aziendale adottando strutture organizzative formali. In queste aziende non si viene a creare una cultura aziendale che abbia carattere formale: le esperienze professionali accumulate nel tempo vengono trasmesse in modo informale e rischiano di essere disperse nel momento in cui le persone abbandonano l'organizzazione. La totale assenza di una struttura formale significa anche carenza dei meccanismi di controllo e flussi di informazione incompleti.

Per tutte queste ragioni il tema della governance assume notevole rilevanza, non solo in termini di accesso ai finanziamenti di capitale di rischio, ma per rendere l'organizzazione solida e pronta ad adottare una visione strategica di lungo periodo.

Organizzare le piccole imprese attraverso meccanismi di governance significa prepararle a gestire un processo di crescita dimensionale e far sì che siano pronte a perseguire strategie di creazione di valore sostenibile, orientato non solo alla soddisfazione di chi investe nell'impresa, ma a quella di tutti gli

operatori indirettamente coinvolti nella sua attività (stakeholders). Un tale processo di creazione di valore genera benefici per la comunità economica e contribuisce allo sviluppo dell'intero Paese.

Di seguito si riportano le principali caratteristiche di governance che un'impresa dovrebbe consolidare per adottare una struttura che sia forte e duratura nel tempo:

- Etica: l'ambiente interno all'organizzazione deve promuovere comportamenti etici. Per assumere tali comportamenti è necessario che il vertice aziendale dia il buon esempio a tutti i collaboratori, affinché essi agiscano secondo integrità, correttezza e onestà. *“Tone at the top”*: avere un buon tono al vertice contribuisce alla prevenzione di comportamenti opportunistici e pratiche non etiche.
- Centralità delle persone (*teaming*): la gestione delle persone, che collaborano all'interno dell'impresa e che rappresentano per essa una delle risorse principali, deve incoraggiare il lavoro in *team* coinvolgendo nelle varie attività tutti i livelli aziendali. Le riunioni possono rappresentare uno strumento per stimolare e rendere partecipi tutti gli attori che operano nel processo aziendale.
- Leadership forte: è importante stabilire una leadership solida che funga da guida per l'intero team. Una leadership efficace non fa capo ad un'unica persona ma si identifica con lo stile direzionale dell'impresa, in grado di influenzare, attraverso la comunicazione e la responsabilizzazione, l'azione dei componenti del team, al fine di raggiungere gli obiettivi comuni prefissati.
- Struttura organizzativa flessibile: organizzare l'impresa in modo che essa sia in grado di rispondere velocemente ad eventi inaspettati e di superare le difficoltà con determinazione. Questa caratteristica è particolarmente rilevante oggi per le imprese che si trovano a competere in mercati molto discontinui.
- Sistemi di controllo interno efficaci: per rendere i processi affidabili è necessario strutturare un sistema di controllo e di gestione dei rischi che consenta di garantire l'efficienza dei

processi operativi, il rispetto delle procedure e la salvaguardia del patrimonio sociale (Bignami, 2018).

Nel descrivere i meccanismi di governance delle PMI è necessario suddividere le stesse in due categorie:

- Microimprese;
- Piccole imprese evolute.

Le prime sono imprese di piccolissime dimensioni, di solito guidate da un imprenditore dotato di poca professionalità, con un'organizzazione poco strutturata, i cui flussi informativi, riguardanti i parametri economico-finanziari, sono destinati al mero adempimento degli obblighi imposti dalla normativa fiscale. La funzione amministrativa, spesso limitata alla redazione del bilancio di esercizio, viene svolta da soggetti terzi esterni all'impresa (commercialista e/o consulenti).

Le piccole imprese più evolute sono guidate da un imprenditore più ambizioso e più proiettato alla crescita. Queste imprese dispongono di un livello di "managerializzazione" più elevato, che rappresenta la condizione necessaria per mirare ad un processo di sviluppo dimensionale. Le attività di amministrazione vengono svolte internamente e il bilancio non è solo uno strumento di *compliance*, ma rappresenta un mezzo di supporto ai processi decisionali e di gestione. Tuttavia, anche queste imprese presentano dei limiti in termini di trasparenza informativa. La redazione del bilancio risponde ad imposizioni normative e non alle esigenze di informazione degli interlocutori aziendali.

Se mettiamo in relazione regole e valori di un'impresa con gli attori in essa coinvolti (proprietari, manager e altri stakeholders) è possibile proporre alcuni modelli di governance adottabili da un'organizzazione:

- Modello formale: molte regole e pochi attori coinvolti;
- Modello rigido: molte regole e molti attori coinvolti;
- Modello informale: poche regole e pochi attori coinvolti;
- Modello estemporaneo: poche regole e molti attori coinvolti.

Il modello formale e il modello rigido sono tipici delle imprese di grandi dimensioni (società quotate e non), mentre il modello informale e quello estemporaneo caratterizzano le imprese di dimensioni minori; in particolare, quello informale è proprio delle microimprese, mentre il modello estemporaneo è più attribuibile alle piccole imprese evolute.

Il modello informale è tipico di quelle piccole imprese governate da un imprenditore che non riesce ad instaurare relazioni che lo supportino nella conduzione della propria impresa e non è in grado di riconoscere i propri limiti nell'attuare processi di crescita. Queste imprese sono caratterizzate da una maggiore capacità nel gestire i processi operativi rispetto a quelli strategici, rassegnandosi ad una dimensione limitata che non prevede potenzialità di sviluppo e innovazione.

Infine, il modello estemporaneo è tipico di quelle aziende che, seppur sotto il controllo di pochi soggetti (famiglie imprenditoriali), cercano di creare un network di relazioni con clienti, fornitori e istituzioni per ricevere supporto nel loro processo di sviluppo competitivo.

Risulta evidente che la governance delle PMI debba fondarsi su relazioni formali e informali che l'imprenditore deve essere in grado di ricercare per reperire risorse indispensabili allo sviluppo innovativo (Paoloni & Fortuna, 2010).

1.4.1.4 Considerazioni conclusive

L'inasprimento della competizione ha reso necessaria, anche per le PMI, l'adozione di meccanismi di governance tipici delle grandi imprese. Se le piccole e medie imprese intendono superare i limiti dimensionali che le caratterizzano hanno bisogno di proporsi agli investitori con maggiore credibilità e trasparenza. Inoltre, esse necessitano di creare una struttura formale e organizzata per coordinare al meglio le attività, coinvolgere a pieno il personale attribuendo specifiche funzioni e mansioni a tutti i livelli della struttura gerarchica e rendere più efficienti i processi aziendali. La corporate governance rappresenta una tematica importante soprattutto per le imprese riconducibili al modello estemporaneo, in cui il successo di alcune idee imprenditoriali si fonda sull'improvvisazione del

piccolo imprenditore, caratterizzato da ingegno e intuitività, ma allo stesso tempo anche da incoscienza e da un'intraprendenza che non ha fondamenta solide in termini di competenze.

Servono soggetti capaci di analizzare i fattori determinanti e di gestire il rischio per pianificare un'azione strategica che non si basi solo sull'estemporaneità, sull'intuito e sull'esperienza dell'imprenditore. Il modello estemporaneo è tipico delle piccole imprese evolute che avviano un percorso di crescita intessendo relazioni che non sono in grado di supportare da un punto di vista manageriale. In un'ottica di crescita dimensionale le capacità operative non sono più sufficienti e devono essere affiancate da quelle strategiche. L'imprenditore deve superare quel limite culturale che vede nel controllo assoluto dell'impresa l'unica strada per ottimizzare i risultati; egli deve farsi affiancare da un'equipe manageriale in grado di infondere nell'organizzazione nuove competenze e una nuova visione strategica e deve abbandonare il ruolo operativo occupandosi di delegare, indirizzare e controllare. Inoltre, l'ampliamento del numero dei soggetti deputati alla governance consente di migliorare il rapporto con le banche, le quali rivestono un ruolo di particolare importanza per il sostentamento finanziario delle PMI.

Il processo di reperimento delle risorse manageriali può avvenire in un primo momento con l'assunzione di advisor esterni, i quali possono contribuire nella definizione di un sistema di attribuzione di ruoli e responsabilità che tende verso la condivisione delle informazioni e che mette i vari team in condizione di lavorare meglio. Una volta compresa l'importanza della condivisione delle informazioni e delle decisioni, il passo più importante è rappresentato dalla costituzione di un consiglio di amministrazione che sia composto non solo da soci e persone appartenenti alla famiglia imprenditoriale, ma soprattutto da amministratori indipendenti che sono estranei alla proprietà. Questo rappresenta il vero passaggio evolutivo che può compiere una PMI, in quanto genera benefici in termini di risoluzione di conflitti interni, bilanciando gli interessi della famiglia e quelli dell'impresa, e rende la sua struttura più simile a quelle adottate dalle grandi imprese.

Condizione imprescindibile affinché una PMI possa adottare una buona governance è che l'imprenditore sia realmente convinto di affrontare questo percorso di evoluzione culturale e di

abbracciare un nuovo mindset che gli consenta di abbandonare l'ossessione del controllo per rivestire un ruolo più strategico e meno operativo.

1.4.2 Gestione dell'innovazione

L'innovazione rappresenta per l'impresa uno dei principali driver di crescita, verso cui si orienta tutta l'azione strategica dell'impresa. Essa è considerata come l'elemento delle organizzazioni che trascina allo sviluppo sostenibile. Secondo Schumpeter, l'innovazione è l'essenza dell'imprenditorialità che conduce alla creazione di valore e benessere e ad una crescita sostenibile delle imprese.

La continua ricerca e sperimentazione di soluzioni innovative permette alle imprese di evitare la competizione creando nuovi mercati dove non c'è concorrenza. Questo concetto mette in discussione quanto affermato da Porter e dalla tradizionale scuola dell'Industrial Organization, che studiava il paradigma struttura – condotta – performance (SCP). Secondo questa scuola di pensiero le imprese competono in oceani rossi, caratterizzati da confini settoriali ben definiti e regole della competizione note a tutti gli operatori. In questo contesto, le imprese devono affrontare una forte competizione, dovuta alla presenza di molti attori, cercando di acquisire quote di mercato competendo su un'offerta per i consumatori sempre più standardizzata. Secondo Porter, le imprese competono attuando strategie di costo o di differenziazione; dunque, esse possono creare un valore accettabile per i clienti ad un costo inferiore rispetto alla concorrenza, acquisendo una leadership di costo, oppure possono offrire un valore superiore ai loro clienti differenziando la propria offerta e sostenendo un costo maggiore. Il nuovo approccio, definito “oceano blu”, consente alle imprese di sfuggire alla pressione competitiva, muovendosi verso mercati inesplorati dove la domanda dei beni prodotti va creata ex novo e dove le regole della competizione non sono ancora note. Le imprese creano oceani blu dando vita a settori completamente nuovi (*greenfield*), o riconvertendo settori già esistenti modificandone i confini (*brownfield*).

L'elemento che consente all'impresa di adottare questa strategia è proprio l'innovazione o il possesso di una tecnologia che possa affermarsi come standard tecnologico. Si vengono a creare, quindi,

mercati caratterizzati da confini molto labili, in cui convergono sempre di più offerte di imprese eterogenee che iniziano a collaborare per creare valore condiviso. In questi mercati lo scopo non è quello di attirare la domanda dei consumatori, ma di crearne una nuova carpando i loro bisogni inespressi e personalizzando l'offerta. In tal modo diventa possibile, inoltre, perseguire simultaneamente strategie di leadership di costo e di differenziazione. Le imprese che adottano questo tipo di approccio generano forti brand, in quanto spesso la nascita di un nuovo settore viene associata all'impresa che per prima ha colto l'opportunità (Fontana F., 2015).

1.4.2.1 Le tipologie di innovazione

Esistono due tipi di innovazione: l'innovazione di processo e l'innovazione di prodotto.

La prima riguarda cambiamenti nelle modalità in cui l'impresa compie le proprie attività: produzione, distribuzione, marketing, post-marketing etc. Basti pensare all'impatto che hanno avuto Industria 4.0, digitalizzazione e computerizzazione dei macchinari sulla produzione, oppure all'avvento dei social media che hanno letteralmente stravolto il modo di comunicare e di promuovere delle aziende.

L'innovazione di prodotto riguarda, invece, il lancio sul mercato di un prodotto o servizio completamente nuovo nelle sue caratteristiche di base.

Esistono poi altre declinazioni del concetto:

- Per quanto riguarda l'effetto che una tipologia di innovazione può avere sulle competenze dell'impresa, si distinguono le innovazioni competence enhancing da quelle competence destroying. Le prime, come suggerisce l'espressione britannica, generano un miglioramento delle competenze aziendali, mentre le seconde sono generate da nuove competenze che rendono obsolete quelle precedenti.
- In base a quali sono le caratteristiche o i componenti del prodotto oggetto di innovazione, si può parlare di innovazione architeturale e innovazione modulare. L'innovazione architeturale determina un cambiamento nella struttura sistemica del prodotto o del modo in

cui i componenti interagiscono tra loro, e necessita dunque di competenze su tutta l'architettura del prodotto.

Le innovazioni modulari, invece, portano alla modifica di un singolo componente e hanno bisogno, dunque, di conoscenze specifiche sull'oggetto di modifica per essere attuate.

- Freeman (*"The Economics of Industrial Innovation", 1982*) fornisce un'altra classificazione delle innovazioni, distinguendole in radicali ed incrementali. Le innovazioni incrementali si traducono in miglioramenti di prodotti o processi produttivi esistenti nelle loro caratteristiche e nella loro performance. Non sono innovazioni particolarmente rischiose sotto il punto di vista dell'incertezza dell'investimento, in quanto si manifestano costantemente nel tempo, non richiedono il possesso di competenze particolarmente diverse da quelle già presenti in azienda e vengono stimulate dalla domanda dei consumatori.

Le innovazioni radicali, invece, sono rappresentate da prodotti che incorporano nuclei tecnologici molto diversi o servizi completamente nuovi, sconosciuti al mercato, che spesso creano nuove opportunità e nuovi mercati causando la totale obsolescenza dei prodotti e servizi offerti in precedenza. Sono caratterizzate da un alto tasso di volatilità, in quanto richiedono conoscenze tecnologiche assolutamente nuove e si susseguono in modo discontinuo nel tempo. Queste innovazioni si discostano dalle traiettorie tecnologiche esistenti mettendo in crisi i domini tecnologici presieduti dalle imprese incumbents.

- Altre due definizioni di innovazione sono concettualmente simili al significato attribuito all'innovazione radicale: breakthrough innovation e disruptive innovation.

Il termine breakthrough innovation, o innovazione rivoluzionaria, nasce nel linguaggio aziendale per indicare discontinuità nei processi di innovazione e Barnholt (1997) la definisce come un cambiamento rivoluzionario, un'innovazione inaspettata e di ampia rottura rispetto agli standard tecnologici precedenti. La differenza con un'innovazione di tipo radicale è che quest'ultima è frutto di attività di ricerca e sviluppo svolte nel tempo, mentre le breakthrough innovations sono in grado di stravolgere lo scenario in maniera imprevedibile.

Il concetto di disruptive innovation, invece, viene introdotto per la prima volta ad Harvard da Christensen (1997). L'aggettivo "disruptive", "dirompente", descrive un tipo di innovazione che rende i prodotti e i servizi più accessibili, convenienti e disponibili per una popolazione più ampia. Secondo Christensen, non è tanto la tecnologia stessa ad avere un impatto dirompente ma, piuttosto, il modo in cui la tecnologia è utilizzata nel contesto di business. Mentre le innovazioni radicali vanno ad intercettare nuovi bisogni nei consumatori grazie al lancio di un nuovo prodotto e una nuova tecnologia, le disruptive innovations soddisfano bisogni già esistenti ma lo fanno in modo più completo e arrecando una maggior utilità al consumatore finale. In questo modo, di fatto, acquisiscono quote di mercato sempre più grandi e le imprese incumbents devono reinventarsi per non uscire dal mercato. La capacità di una innovazione dirompente è quella di intercettare un segmento di mercato non del tutto soddisfatto. Solitamente queste innovazioni hanno nel breve termine prestazioni inferiori rispetto alle tecnologie in uso, ma si propongono come un'alternativa in termini di proposta di valore. La caratteristica principale non è dunque tanto il grado di novità tecnologica, quanto il fatto che queste tecnologie non vengono comprese dai leader del settore, i quali, non riuscendo ad intercettare i nuovi segmenti di mercato su cui si sta spostando la competizione, ritardano gli investimenti per difendere la propria posizione competitiva (Christensen, 1997).

1.4.2.2 La convergenza settoriale e il business model innovation

L'incremento della pressione competitiva è stimolato dal progressivo sgretolamento dei confini settoriali che diventano sempre più labili e alimentano casi di convergenza di mercato. Ciò comporta che un numero crescente di imprese supera le tradizionali barriere dell'industria di riferimento, le quali, in passato, garantivano la stabilizzazione di uno standard tecnologico in uno specifico settore e proteggevano, dunque, le imprese operanti al suo interno dai tentativi di ingresso di potenziali competitors.

Lo scenario che ci troviamo ad analizzare oggi, invece, viene definito metamercato, cioè un contesto in cui settori diversi tendono a sovrapporsi tra loro ed imprese eterogenee integrano le proprie *asymmetrical capabilities* per ridefinire la struttura dei settori stessi o crearne di nuovi.

Si inizia a ragionare in un'ottica di ecosistema. Un ecosistema di business rappresenta una comunità economica composta da imprese che interagiscono tra loro. Fanno parte di questa comunità competitors, fornitori e altri stakeholder, oltre ai clienti, per i quali l'ecosistema produce beni e servizi di valore.

In un contesto del genere, gli attori organizzativi sono costretti ad assumere comportamenti proattivi facendo leva su capacità relazionali e dinamiche. Le prime consentono all'impresa di instaurare rapporti collaborativi con altri player del settore, il che permette loro di individuare quelle fonti di nuova conoscenza che sono alla base del processo di sviluppo e di innovazione che si verifica all'interno dell'azienda. Le seconde implicano la necessità per l'impresa di poter disporre di un portafoglio di competenze dinamiche e diversificate, grazie alle quali essa può rinnovarsi e tenere il passo rispetto all'evoluzione continua del contesto di riferimento.

Si tratta di un ambiente estremamente complesso e interattivo, caratterizzato da sistemi dinamici e non lineari. La tecnologia è il motore di tutto. È opportuno quindi che le imprese dispongano di una base tecnologica diversificata per ambire a livelli di performance elevati. Diventa di fondamentale importanza governare traiettorie tecnologiche per far sì che l'impresa sia attore protagonista nel processo di convergenza tecnologica. Le imprese più competitive sono quelle che, pur operando un processo di diversificazione tecnologica, restano ancorate ad un unico core business, quello per cui l'impresa dispone di competenze core, specifiche, in grado di portare l'organizzazione al conseguimento di un vantaggio competitivo. Il focus per le aziende consiste nello sviluppare tecnologie in grado di spaziare il loro ambito di applicazione in più domini tecnologici e in diversi business, correlati a quello core. Così facendo, si alimentano casi di *business model innovation* che generano appunto processi di convergenza settoriale e di mercato. Sono questi i contesti che vengono definiti come meta-markets, caratterizzati da confini settoriali labili, tecnologie convergenti e

modalità di fruizione e di consumo da parte dei clienti sempre più interdipendenti. Si pensi all'importanza che ha oggi l'elettronica nel settore automobilistico o a quella dell'informatica nell'industria delle telecomunicazioni. Questi fenomeni di convergenza settoriale generano la possibilità per le aziende di proporre offerte integrate che confluiscono in un'unica value proposition, fornendo i vantaggi già descritti in precedenza.

Nella definizione del processo di crescita l'innovazione dei prodotti e dei servizi è essenziale, ma l'innovazione del modello di business può fornire un vantaggio competitivo sostenibile, quindi duraturo nel tempo. Il business model rappresenta la combinazione di risorse, competenze e soluzioni strategiche attraverso cui un'organizzazione crea, distribuisce e raccoglie valore. Distinguiamo il modello proprietario dal modello open: nel primo tutte le complementarietà sono gestite da un'impresa focale che scambia risorse con partner esterni attraverso accordi contrattuali di transazione o fornitura; il secondo modello, perfettamente aperto, prevede accordi di suddivisione dei ricavi per gestire le complementarietà esterne, senza la presenza di un operatore con ruolo centrale.

Per riuscire ad ottenere performance eccellenti in uno scenario turbolento, come quello descritto in precedenza, è necessario avere un buon modello di business oltre ad una buona tecnologia. Se si considera l'esempio di Apple ed il suo successo nell'industria musicale con il prodotto I-Pod, si può notare che questo è giustificato non tanto dal possesso di una tecnologia superiore, quanto piuttosto dalla congiunzione tra tecnologia avanzata e business model superiore. Di fatto, l'integrazione tra l'elemento hardware, l'I-Pod, e il software, l'I-Tunes, ha determinato il successo del modello di business, che si è rivelato innovativo in quanto consentiva il reperimento di musica digitale a prezzi convenienti.

Dunque, un business model innovativo è in grado di ridisegnare i confini di un settore, modificarne le regole della competizione e ridistribuirne quote di mercato e ricavi.

Per affrontare cambiamenti esogeni dell'ambiente le imprese innovative possono rispondere in qualità di *orchestrator*, conseguendo il cosiddetto *architectural advantage*, il quale consiste nel

presidio da parte dell'impresa di una fase critica della catena del valore, detta *bottleneck*. È il caso ancora una volta dell'azienda Apple che tramite il lancio dell'I-Phone ha creato un prodotto che funge da piattaforma, grazie all'integrazione del software Ios, in grado di far convergere settori come quello delle telecomunicazioni, dei computer e dei media, arrivando a creare un vero e proprio ecosistema economico. Grazie al software, infatti, altre imprese possono sponsorizzare le proprie idee innovative sulla piattaforma promuovendo le proprie applicazioni. Questo meccanismo favorisce indirettamente la diffusione dello standard tecnologico governato da Apple, accrescendone di fatto il valore. Il principio sottostante, dunque, è quello degli *indirect network effects*. Il focus strategico si sposta dal settore al network, inteso come l'insieme di nodi interorganizzativi che rivestono un'importanza strategica non solo dal punto di vista dell'approvvigionamento di nuove fonti di conoscenza e di nuove risorse, ma soprattutto per la possibilità che si verifichino fenomeni di convergenza tecnologica che vadano a rafforzare la proposta di valore dell'impresa focale (Fontana F., 2015).

1.4.2.3 Innovazione nelle grandi imprese: il modello dello skunk work e del bootlegging

Per diffondere una cultura innovativa all'interno di un'organizzazione è necessario che la stessa sia strutturata in modo flessibile per lasciare spazi di autonomia ai dipendenti, senza tuttavia trascurare la forte interdipendenza che sussiste tra le varie funzioni. È importante trasferire ai manager le caratteristiche attitudinali tipiche degli imprenditori che rientrano nel concetto di "*entrepreneurial mindset*".

L'innovazione spesso deriva dalle attività di ricerca e sviluppo, ma può essere anche la conseguenza della cooperazione tra gruppi multifunzionali creati in base al modello organizzativo adottato.

Tra i modelli organizzativi implementabili si riscontrano il modello dello *skunk work* e il modello del *bootlegging*. Il primo modello nasce nella prima metà del Novecento con l'esigenza di svolgere in segretezza le attività di ricerca e sviluppo per la sperimentazione di prototipi dei velivoli dell'esercito americano. Il modello prevede l'isolamento dal resto dell'azienda di un team di lavoro al quale viene affidato un progetto innovativo. La segretezza del progetto è garantita per un periodo di tempo

limitato che si esaurisce quando si raggiunge lo stadio che prevede lo sviluppo su larga scala. I team di ricerca e sviluppo lavorano autonomamente al progetto fino al momento della sperimentazione interna del suo potenziale. Le grandi aziende come Apple o Google adottano questo tipo di modello per la creazione dei propri prodotti innovativi. Il lancio dell'I-Pod e dell'I-Pad ne sono un esempio, e anche imprese come Amazon e Nike si stanno muovendo sulla stessa linea.

Il modello del *bootlegging* rappresenta un approccio all'innovazione di tipo *bottom-up*, fondato su attività non pianificate svolte spesso senza il consenso dei top manager. Si favorisce, in tal senso, la possibilità per gli individui di lavorare spontaneamente a progetti innovativi attraverso la predisposizione di strutture informali. Le procedure burocratiche limitano l'espressione di creatività degli individui, dunque con il *bootlegging* si creano degli spazi di ampia autonomia dove poter sviluppare idee all'avanguardia. Ad esempio, Google consente ai propri ricercatori di impiegare fino al 25% del loro tempo a progetti autonomi mettendo a loro disposizione degli *open space* dove interagire e dar sfogo alla loro creatività.

1.4.2.4 Le PMI innovative

Nei paragrafi precedenti abbiamo già affrontato il tema riguardante la gestione dell'innovazione per le PMI, in particolare descrivendo le opportunità a disposizione e le sfide da affrontare in termini di digitalizzazione e tecnologie abilitanti. In questa sezione analizzeremo l'importanza che rivestono le PMI innovative e la tutela che la normativa ad esse riserva.

La peculiarità delle piccole imprese innovative è quella di riscontrare notevoli difficoltà nel finanziare il percorso di crescita soprattutto nelle fasi iniziali, quando non è possibile coprire il fabbisogno attraverso la generazione di flussi di cassa. Così, tali imprese sono costrette a fare ricorso a fonti di finanziamento esterne. Tuttavia, il ricorso a contratti di finanziamento è ostacolato dagli elevati livelli di rischiosità e dalla scarsa trasparenza informativa che caratterizzano questa tipologia di imprese. Le asimmetrie informative derivano dalla disponibilità da parte dell'imprenditore, rispetto ai potenziali finanziatori, di informazioni più complete circa le caratteristiche del progetto e le probabilità del suo

successo. Gli imprenditori, infatti, sono riluttanti a trasferire informazioni riguardanti il contenuto tecnologico dei propri progetti a causa della facilità con cui le nuove idee innovative vengono imitate. In più, oltre al rischio relativo al possibile utilizzo che il finanziatore potrebbe fare di queste informazioni, esistono le problematiche relative all'incapacità di una piccola impresa di comunicare in maniera efficace la propria situazione economica e finanziaria. Infatti, come abbiamo visto nei precedenti paragrafi, un elemento che contraddistingue le PMI è sicuramente la presenza di processi decisionali destrutturati. La mancanza di strutture formali incide negativamente sulla trasparenza informativa nei confronti dei finanziatori e degli altri stakeholder.

Un altro modo per attestare la qualità del progetto potrebbe manifestarsi nella concessione di garanzie da parte dell'imprenditore, tuttavia, anche questa metodologia risulta essere di difficile applicazione a causa delle limitate garanzie a disposizione dell'impresa. Il bilancio delle imprese innovative è caratterizzato dalla prevalenza di attività intangibili e, benchè ci possano essere assets tangibili, questi sarebbero specifici per l'impresa innovativa (*firm specific*) e, dunque, avrebbero un valore di mercato non particolarmente rilevante. Ancora, l'intermediario finanziario potrebbe effettuare un'attività di *screening* dei progetti di investimento per valutarne la qualità e concedere i finanziamenti a quelli più meritevoli in termini di potenziale profittabilità. In questo caso, però, può verificarsi una situazione in cui il finanziatore non sia in grado di valutare in modo efficace le informazioni riguardanti il progetto per l'elevato grado di complessità tecnologica relativa al suo contenuto.

Queste complicazioni relative alle asimmetrie informative rendono i contratti di finanziamento di difficile attuazione, soprattutto per la definizione di un *pricing* adeguato. Ciò può costringere i finanziatori a determinare un prezzo medio del finanziamento a fronte di classi di creditori che presentano differenti livelli di rischiosità, causando l'inefficienza del sistema creditizio. Per superare i problemi di asimmetria informativa legati al reperimento di capitale di debito, la letteratura finanziaria ha individuato la soluzione nei rapporti di lunga durata tra PMI e intermediari finanziari. Tuttavia, nel caso di PMI innovative, l'assenza di "*track record*" trattiene le banche dal concedere prestiti all'impresa di nuova costituzione che non ha una storia pregressa consolidata. Oltre alle

asimmetrie informative ex ante, e quindi ai problemi di selezione avversa, ci sono anche complicazioni relative ad asimmetrie informative ex post, e quindi situazioni di azzardo morale e di comportamenti opportunistici ad opera delle imprese, i quali non sono perfettamente osservabili da parte dei soggetti finanziatori. Infatti, una volta concluso il contratto e ottenuto il finanziamento, l'imprenditore potrebbe essere tentato dall'assumere comportamenti sleali modificando il grado di rischio della propria attività innovativa.

Appare dunque evidente che reperire risorse finanziarie a titolo di debito per avviare un'attività innovativa non sembra essere la scelta ottimale, mentre, piuttosto, la forma di finanziamento più idonea è rappresentata dal capitale di rischio. Nonostante ciò, l'arretratezza dei sistemi finanziari europei rispetto a quello statunitense nel sostenere le attività di imprese a contenuto innovativo aggravano la strutturale difficoltà delle PMI nell'accesso alla finanza, causando problemi connessi al reperimento di capitale di rischio e evidenziando la presenza di un *equity* gap per le PMI del nostro paese (Canovi, Grasso, & Venturelli, 2007).

Le opportunità relative all'apertura al capitale di rischio da parte delle PMI saranno trattate nella prossima sezione dell'elaborato.

Per le ragioni esposte in precedenza, l'ordinamento italiano ha reputato opportuno disciplinare dal punto di vista giuridico le categorie di imprese rientranti nella definizione di PMI innovative, considerandole meritevoli di tutela e concedendo loro una serie di agevolazioni.

Le PMI innovative sono state introdotte nell'ordinamento giuridico italiano con l'articolo 4 del decreto di legge del marzo 2015, sulla scia della normativa riferita alle start up innovative.

Tali imprese contribuiscono allo sviluppo innovativo della nazione e rappresentano l'evoluzione delle start up innovative, identificandosi come imprese pronte ad un processo di crescita consolidato.

Ai sensi della normativa le PMI innovative sono società di capitali, costituite anche in forma cooperativa, che rispettano i limiti dimensionali delle piccole e medie imprese e i parametri riguardanti l'innovazione tecnologica. Esse devono rispettar ei seguenti requisiti:

- Residenza in Italia o in un altro paese della Comunità europea, ma con sede produttiva o filiale in Italia;
- Aver già depositato un bilancio certificato;
- Non essere quotate su un mercato regolamentato;
- Non essere iscritte alla sezione speciale delle startup innovative.

Inoltre, la PMI innovativa deve rispettare almeno due dei seguenti requisiti soggettivi:

- 1- Aver sostenuto spese in ricerca e sviluppo almeno pari al 3% del maggior valore tra costo e valore totale della produzione;
- 2- Impiegare personale altamente qualificato: almeno 1/5 di dottorandi o ricercatori oppure 1/3 con laurea magistrale;
- 3- Essere titolare o licenziataria di almeno un brevetto oppure titolare di un software registrato.

Le agevolazioni previste per le PMI innovative sono sancite dal “Decreto Crescita 2.0” convertito in legge 221/2012. Tra le principali individuiamo:

- La flessibilità nella gestione societaria: si tratta di deroghe alla disciplina societaria ordinaria. È consentito alle PMI costituite in forma di s.r.l., ad esempio, di creare quote di capitale con particolari diritti (prive di voto o con diritti di voto non proporzionali alla partecipazione), effettuare operazioni sulle proprie quote e offrire al pubblico quote di capitale.
- Facilitazioni nel ripianamento di perdite: in caso di riduzione del capitale oltre un terzo, si può riportare la perdita a meno di un terzo entro due esercizi e non prima dell’esercizio successivo. In caso di riduzione del capitale per perdite al di sotto del minimo legale, l’assemblea, invece di procedere immediatamente alla riduzione del capitale sociale e al contestuale aumento dello stesso al di sopra del minimo legale, può deliberare il rinvio della decisione alla chiusura dell’esercizio successivo.
- Remunerazione attraverso strumenti di partecipazione al capitale: la PMI innovativa può remunerare i propri collaboratori con stock option, caratterizzate da un regime fiscale

estremamente favorevole, in quanto non rientrano nel reddito imponibile ma sono soggette alla tassazione soltanto sul capital gain.

- Esenzione dai limiti previsti dal Jobs Act: le PMI innovative possono assumere personale con contratto a tempo determinato per un massimo di 36 mesi. Al termine del contratto questo potrà essere rinnovato per altri 12 mesi.
- *Equity crowdfunding*: la possibilità di raccogliere capitali da un ampio numero di investitori attraverso portali online autorizzati, ricevendo un contributo finanziario in cambio di quote societarie.
- Esonero dalle imposte di bollo: le PMI innovative sono esentate dal pagamento dell'imposta di bollo necessario per l'iscrizione presso la sezione speciale del Registro delle imprese.

Condizione fondamentale per beneficiare di queste agevolazioni è che tali imprese siano iscritte nell'apposita sezione speciale del Registro delle imprese riservata alle PMI innovative.

Inoltre, con il decreto legge del 19 maggio 2020 ("Decreto Rilancio"), convertito in legge il 17 luglio 2020, sono state introdotte ulteriori misure a sostegno dell'ecosistema delle PMI per alleggerire il peso della crisi causata dal Covid-19. Tali misure riguardano:

- Il sostegno al *Venture Capital*: sono state assegnate risorse aggiuntive pari a 200 milioni per l'anno 2020 al Fondo di sostegno al venture capital, con l'intento di sostenere investimenti nel capitale delle PMI innovative.
- L'estensione della garanzia per il fondo centrale di garanzia per le PMI: è stata riservata una quota pari a 200 milioni di euro dedicata all'erogazione di garanzie in favore di PMI innovative.
- Detrazioni del 50% dell'imposta IRPEF per investimenti (di una durata minima di tre anni) fino a 300 mila euro nel capitale sociale delle PMI innovative (MISE, 2020).

1.4.3 Apertura del capitale e quotazione in Borsa

L'arretratezza dei sistemi finanziari europei rispetto a quello statunitense ha, da sempre, complicato l'accesso alla finanza da parte delle PMI. L'assenza di un mercato dei capitali di rischio, la disponibilità di pochi strumenti finanziari specifici per le esigenze delle PMI e le scarse convenienze fiscali hanno fatto sì che queste imprese privilegiassero il canale bancario come fonte di finanziamento a breve termine. Queste imprese si indebitano sfruttando la leva finanziaria fino a quando la redditività del capitale investito supera il costo del debito. Esiste una relazione inversa tra la dimensione aziendale e il grado di indebitamento: per ogni euro di capitale proprio le imprese di dimensioni minori presentano un livello di indebitamento maggiore rispetto alle grandi imprese. Ciò evidenzia il rapporto peculiare delle PMI con il sistema bancario rispetto ad imprese di diversa classe dimensionale. Tale rapporto è stato da sempre caratterizzato da relazioni basate sulle cosiddette *soft information*, informazioni riservate ottenute tramite il rapporto diretto tra la banca e l'imprenditore. A riguardo, abbiamo già descritto le ragioni per cui le piccole e medie imprese sono sempre state scarsamente disposte a comunicare in modo trasparente informazioni di natura economico – finanziaria. Questo problema si è ulteriormente accentuato con l'accordo di Basilea 2, stipulato nel 2004 con l'obiettivo di accrescere la solidità e l'efficienza dei sistemi finanziari focalizzando l'attenzione su un'appropriata misurazione del rischio nella concessione del credito bancario. Con questo accordo i requisiti richiesti dalle banche sono determinati analiticamente attraverso un'analisi dei singoli fattori di rischio. Le imprese, dunque, hanno cominciato a dover predisporre in favore delle banche un flusso di dati e informazioni più dettagliato e più completo. Per fare ciò, è stato necessario compiere un salto culturale e organizzativo nel configurare un rinnovato rapporto di comunicazione con le banche. Figure professionali e specializzate sono fondamentali per la programmazione e formalizzazione dei piani informativi. Con riferimento anche alle raccomandazioni sui meccanismi di governance contenute nel codice di autodisciplina, alle PMI è richiesto un notevole sforzo in termini di *disclosure* delle informazioni.

Oggi le istituzioni bancarie continuano a rivestire un ruolo centrale non solo nel sostegno alle piccole e medie imprese italiane, ma anche per le istituzioni governative che richiedono il loro intervento per risollevarlo il tessuto imprenditoriale dall'emergenza creata dalla pandemia. Le banche sono tra gli attori maggiormente coinvolti in questa fase, in grado di garantire un supporto sia finanziario che operativo, contribuendo, per esempio, all'attivazione di processi di digitalizzazione delle PMI.

Nonostante ciò, per intraprendere strategie di crescita dimensionale e competere sui mercati internazionali, le PMI devono superare il vincolo del credito bancario ed affiancare ai finanziamenti di capitale di debito il reperimento di capitale di rischio. Aprire il capitale a soggetti esterni e investitori qualificati significa non solo raccogliere liquidità che non è soggetta al vincolo della restituzione, ma acquisire competenze che altrimenti non si avrebbero a disposizione.

L'accesso al mercato dei capitali rappresenta, dunque, per le PMI italiane, più esposte verso il sistema bancario rispetto alla media delle PMI europee e americane, un veicolo per la raccolta di fondi a supporto dello sviluppo, sia come capitale di rischio (mercato azionario), sia come capitale di debito (mercato obbligazionario).

1.4.3.1 Il Private Equity e il Venture Capital

L'associazione italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI) definisce l'attività di Private Equity come “un'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio – lungo termine” (Dallocchio, Lucchini, & Scarpelli, 2015). Si tratta di investimenti nel capitale di rischio di un'azienda finalizzati allo sviluppo della stessa, in modo da poter generare una plusvalenza (*capital gain*) al momento della cessione della partecipazione (*exit*). Ciò che distingue i fondi di Private Equity da quelli di Venture Capital è rappresentato dalle differenti fasi del ciclo di vita dell'impresa in cui avviene l'investimento. Con il Venture Capital, infatti, si finanzia un'impresa che sta avviando la propria attività, tipicamente una start up, mentre con il Private Equity si interviene in un'impresa già avviata.

Il ruolo dei fondi di Venture Capital è quello di investire in realtà imprenditoriali ad alto potenziale innovativo e decidere, successivamente al loro sviluppo, se incorporare la start up o rivenderla sul mercato per ottenere un guadagno in conto capitale.

L'investimento opera in una logica di *stage financing* (finanziamenti a stadi), in cui le *tranches* di finanziamento successive dipendono dal raggiungimento da parte dell'impresa di determinati risultati. L'apporto di un fondo di corporate Venture Capital è definito *smart money*, ossia un contributo che mette a disposizione dell'impresa non solo capitale finanziario, ma soprattutto un network di relazioni e competenze in grado di favorirne la crescita. Le fasi di investimento tipiche del Venture Capital sono racchiuse nel cosiddetto *early stage financing*, che a sua volta si divide in *seed capital funding* e *start up capital funding*. Con il finanziamento di tipo *seed* si avvia la fase di sperimentazione di un nuovo prodotto o di un modello di business, verificando la risposta del mercato attraverso le prime performance misurabili. Qualora venisse superata con successo questa fase, con lo *start up financing* si finanzia lo sviluppo commerciale e organizzativo dell'impresa.

Gli investimenti tipici dei fondi di Private Equity, invece, non hanno ad oggetto una start up ma una piccola impresa e vengono definiti come interventi di *expansion capital*, cioè di capitale finalizzato al potenziamento di competenze manageriali, tecniche e commerciali necessarie ad avviare un processo di crescita dimensionale, ad esempio attraverso operazioni di M&A (Fontana F., 2015).

In entrambi i casi l'interesse degli investitori è tipicamente di natura finanziaria e consiste nella possibilità di ottenere una plusvalenza sul capitale investito grazie alla cessione delle partecipazioni acquisite in una società ad alto potenziale, dopo aver apportato competenze e aver contribuito al suo sviluppo.

In paesi come l'Italia, caratterizzati da un tessuto industriale composto da piccole e medie imprese, a conduzione prevalentemente familiare, con relativi problemi di successione e di accesso al credito, il Private Equity è diventato uno strumento di trasformazione e sviluppo di queste imprese. Per le PMI, aprire il capitale ad operatori di Private Equity, significa disporre di un miglior bilanciamento delle fonti di finanziamento. Si sostituiscono, così, le linee di indebitamento a breve termine con capitale

a medio – lungo termine (l'equity). Tutto ciò attribuisce alle PMI maggiore visibilità sui mercati internazionali, maggiore propensione agli investimenti e una migliore competitività. I fondi di Private Equity sono in grado di apportare competenze manageriali e uno strategico network di relazioni, attraverso cui le PMI possono cogliere al meglio le opportunità che le si presentano. Non è un caso che più di 20mila PMI europee abbiano aperto il proprio capitale a fondi di Private Equity (Dallocchio, Lucchini, & Scarpelli, 2015).

Nel corso degli anni i fondi di Private Equity sono stati al centro di numerosi dibattiti, secondo cui venivano associate ad essi attività di speculazione finanziaria. Si è diffusa l'idea che tali fondi, assumendo il controllo delle società con un eccessivo ricorso all'indebitamento, perseguissero notevoli plusvalenze a discapito della società stessa, la quale verrebbe soffocata dal debito bancario e portata al dissesto finanziario.

Un recente articolo del Sole24ore smentisce questa idea sottolineando la rilevanza strategica che ricoprono i fondi di Private Equity per le imprese del nostro paese. In particolare, l'articolo descrive come si modifica il ruolo di questi investitori alla luce del nuovo scenario economico imposto dalla recente crisi. L'interesse degli investitori si sposta dal tipico ritorno finanziario alla creazione di valore permanente nelle imprese partecipate. Il capitale apportato dai fondi viene così definito paziente e intelligente. Paziente, in quanto investito con orizzonti temporali notevolmente prolungati per beneficiare dell'effetto "*compounding*" della crescita in presenza di bassi tassi di interesse. Intelligente, perché si tratta di un capitale integrato da competenze tecniche e manageriali. Non si tratta più di prendere il controllo della governance o della finanza di un'impresa, ma di affiancarla inserendo nella compagine manageriale nuove figure tecniche altamente specializzate dotate di una visione di lungo periodo. I fondi di Private Equity hanno cominciato ad investire in competenze industriali e settoriali che risultano essere specifiche per la creazione di valore nel business di riferimento. Si vengono a creare delle partnership industriali di lunghissimo periodo: i nuovi orizzonti di investimento superano i cinque anni dei tradizionali fondi di Private Equity, arrivando fino a vent'anni di *holding period* e somigliando sempre più ad orizzonti temporali tipici dei Titoli di Stato.

Questo approccio si contrappone naturalmente a quello proprio della Borsa e sta ridisegnando il rapporto tra finanza e impresa. Si assiste alla crescita del *private market* che fa da contraltare alla quotazione in Borsa, soprattutto per quanto riguarda le piccole e medie imprese, più vulnerabili alle speculazioni dei mercati finanziari. Le imprese si “delistano” dalla Borsa per tornare private (73 nel 2020 per una cifra di oltre 155 miliardi di dollari).

La novità sembra dunque essere il ritorno alle origini dell’alta finanza privata: la finanza come supporto per la creazione di valore nelle imprese e lo sviluppo dell’economia reale (Plateroti, 2021).

1.4.3.2 La quotazione in Borsa

La quotazione rappresenta un passaggio importante per le imprese italiane che intendono finanziare la propria crescita, diversificare le fonti di finanziamento, favorire il passaggio generazionale, aumentare la competitività e attrarre liquidità e risorse qualificate. La scarsa propensione alla quotazione delle PMI non è ascrivibile ai costi connessi al relativo processo, ma è più che altro da ricondurre a ragioni di carattere culturale. Gli interventi di semplificazione apportati alla regolamentazione sono volti al superamento di luoghi comuni, quali la perdita di controllo, l’eccessiva burocrazia e gli elevati costi della quotazione; motivazioni che limitavano l’accesso delle PMI al mercato dei capitali e che già oggi possono essere considerate obsolete.

I processi di quotazione, inoltre, possono essere considerati anche come strumenti complementari ad altre operazioni di finanza straordinaria, come ad esempio le operazioni di M&A. Il consolidamento patrimoniale agevolato dalla quotazione in Borsa può, infatti, fornire alle PMI italiane quelle risorse che consentono loro, più che di diventare oggetto di acquisizioni, di essere protagoniste sul mercato M&A a livello internazionale.

Infatti, alcuni dati confermano che circa il 40% delle risorse raccolte in sede di quotazione sono destinate ad operazioni di crescita esterna e il 70% di imprese quotate effettua circa quattro operazioni successivamente alla quotazione (Arlotta & al., PMI e M&A in Italia: Una strada sicura per la crescita, 2015).

Nel corso degli ultimi anni si sono moltiplicate le iniziative volte a favorire l'accesso delle PMI al mercato dei capitali. Tra i fattori che rendono vantaggioso il ricorso ai mercati finanziari ci sono: elevati multipli di mercato ed elevata liquidità, entrambi generati da bassi tassi di interesse che spingono gli investitori a ricercare strumenti finanziari che offrano maggiori rendimenti, e incentivi fiscali, grazie all'introduzione dei Piani individuali di risparmio (PIR) e al credito di imposta sui costi di quotazione delle PMI.

Per quanto riguarda i PIR, si tratta di incentivi fiscali per investimenti a lungo termine introdotti dalla legge di Bilancio del 2017. Essi favoriscono la creazione di grandi somme di liquidità sui mercati dei capitali italiani, soprattutto per le piccole e medie imprese e per i mercati borsistici come l'AIM Italia (*Alternative Investment Market*), verso cui è indirizzata una parte sostanziosa di questi investimenti. I Piani individuali di risparmio sono strumenti che prevedono l'esenzione della tassazione sui redditi da capitale e sui redditi derivanti dalla liquidità e dagli strumenti finanziari che fanno parte del PIR, purchè non si tratti di partecipazioni qualificate e siano detenuti da persone fisiche, al di fuori dell'ambito dell'esercizio della propria attività di impresa. Per poter ottenere tali agevolazioni il periodo di investimento deve essere pari o superiore ai cinque anni e ci sono due limiti in termini di somme investite: un massimo di 30.000 euro all'anno a persona e un totale massimo investito di 150.000 euro a persona. Il PIR, inoltre, prevede che solo il 30% dell'investimento sia libero, il quale quindi può avere ad oggetto qualsiasi strumento finanziario; mentre, l'altro 70% deve trattarsi di un investimento qualificato, cioè vincolato per 2/3 dell'anno in obbligazioni o azioni di società italiane o europee con stabile attività in Italia, sia quotate che non quotate. Infine, di questo 70%, il 30% (quindi il 21% del totale del PIR), deve essere investito in strumenti finanziari emessi da soggetti non iscritti all'indice FTSE MIB, ma in mercati come AIM Italia (Arlotta & al., *PMI in volo: destinazione mercato dei capitali*, 2018).

1.4.3.2.1 L'IPO

L'IPO o *Initial Public Offering* (Offerta pubblica iniziale) rappresenta la procedura relativa alla quotazione delle azioni su un mercato regolamentato. Trattandosi di due operazioni di finanza straordinaria spesso complementari, un elaborato riguardante il tema dell'M&A non può prescindere dalla descrizione del processo di IPO.

Al momento dell'IPO, una società offre per la prima volta al pubblico un pacchetto di azioni. Può trattarsi sia di azioni di nuova sottoscrizione per raccogliere nuovo capitale, e in tal caso si parla di offerta primaria o OPS (offerta pubblica di sottoscrizione), sia di azioni già in circolazione che vengono vendute agli azionisti attuali, e allora si parla di offerta secondaria o OPV (offerta pubblica di vendita).

Le ragioni alla base di un processo di IPO possono riguardare sia esigenze interne alla società che esigenze proprie degli azionisti. Dal punto di vista della società, la quotazione consente di reperire capitali ampliando la base azionaria, finanziare strategie di crescita, dotarsi di liquidità funzionale ad acquisizioni future, migliorare l'attrattiva della società stessa sia per i manager che per i dipendenti. Dal punto di vista degli azionisti, invece, la quotazione permette di monetizzare il proprio investimento nel caso in cui l'azionista venda le proprie azioni durante l'IPO, creare un mercato per le proprie azioni in ottica di una monetizzazione futura, e avere un *benchmark* giornaliero per conoscere in tempo reale il valore del proprio investimento.

Tra i requisiti richiesti per la quotazione, la società deve avere una dimensione minima in termini di fatturato, EBITDA e utili per avere liquidità sul titolo dopo la quotazione ed essere appetibile per gli investitori istituzionali. L'impresa deve essere caratterizzata da un'*equity story* che attragga gli investitori. In particolare: una posizione di leader nel mercato di riferimento, un modello di business solido con una strategia chiara, un business plan che consenta di realizzare la strategia di crescita negli anni successivi alla quotazione, deve operare in un settore in crescita, deve avere un team di manager con comprovata esperienza in grado di gestire il processo di crescita e deve manifestare una performance finanziaria in grado di remunerare il mercato (Dallocchio, Lucchini, & Scarpelli, 2015).

Dopo aver deciso di procedere alla quotazione, l'impresa prende contatto con un sottoscrittore (*underwriter*), ovvero una banca di investimento che gestisce il processo di offerta al pubblico. Le IPO con importi più elevati sono solitamente gestite da un gruppo di sottoscrittori, di cui il sottoscrittore principale è la banca di investimento capofila, responsabile dell'operazione e definita *Global Co-ordinator*. Quest'ultima rappresenta il principale consulente ed organizza il resto dei sottoscrittori (sindacato di collocamento) che contribuiscono a collocare le azioni sul mercato. I sottoscrittori supportano la società in tutti gli adempimenti necessari, partecipano attivamente alla definizione del prezzo di offerta e, successivamente all'emissione, si impegnano a garantire la liquidità delle azioni creando un mercato di riferimento.

Prima del lancio dell'IPO, la società è tenuta a predisporre un documento legale di *registration statement*, il quale fornisce informazioni di natura finanziaria ai potenziali investitori. Tale documento è sottoposto al vaglio della SEC, la quale, una volta accertati i relativi criteri, ammette la vendita delle azioni al pubblico.

Come per le operazioni di M&A, anche il procedimento di valutazione di un'IPO risulta essere complesso e articolato. Esso può durare all'incirca sei mesi ed è suddiviso nelle seguenti fasi:

- *Pitch*: rappresenta la fase in cui si seleziona l'intermediario che accompagnerà l'impresa durante l'intero processo. In questa fase le banche di investimento effettuano una valutazione della società quotanda, sulla base della quale richiedono l'incarico di global coordinator.
- *Due diligence*: dopo aver analizzato il piano industriale, la banca presenta alla società una prima ipotesi di *fair value*, rappresentato in un range di valori. In questa fase viene predisposto il Documento di Valutazione che costituisce un elemento fondamentale della domanda di ammissione.
- *Pre – Marketing*: durante questa fase la banca di investimento procede ad indagare circa le intenzioni degli investitori per definire un intervallo indicativo di prezzo. In base al riscontro ricevuto, essa si confronta con l'impresa emittente per definire il range di valori e il prezzo massimo. Sulla base di questo prezzo si passa alla fase successiva, in cui vi è la raccolta degli

ordini di acquisto da parte degli investitori istituzionali. Il processo che giunge alla definizione del prezzo di offerta in base alle dichiarazioni di interesse dei clienti è detto *book-building*.

- *Pricing*: il pricing è l'ultima fase del processo e rappresenta la vera e propria attività di marketing che si realizza nei confronti degli investitori con un *roadshow* nelle principali piazze finanziarie. Questa campagna promozionale è finalizzata all'identificazione del prezzo finale. Il prezzo viene stabilito considerando le manifestazioni di interesse degli investitori istituzionali e lasciando, allo stesso tempo, che una parte della domanda rimanga insoddisfatta per mantenere alto l'interesse all'acquisto e supportare l'andamento del titolo nell'*aftermarket* (Berk, DeMarzo, Morresi, & Venanzi, 2018).

Capitolo secondo – Le operazioni di M&A

2.1 Crescita per linee interne e crescita per linee esterne

Nel capitolo precedente abbiamo esaminato nel dettaglio i caratteri distintivi delle piccole e medie imprese, partendo da una definizione della Commissione europea e cercando di evidenziare le variabili che hanno contribuito al successo e all'affermazione delle PMI italiane. Dopo aver descritto i principali avvenimenti storici che hanno condizionato l'economia globale, abbiamo cercato di individuare le fasi salienti dell'evoluzione delle PMI e le ragioni principali per cui oggi esse rappresentano il motore della nostra economia. Abbiamo spiegato come questa tipologia di imprese sia riuscita da sempre ad affrontare i periodi di recessione economica riuscendo a risollevarsi, riorganizzando il proprio assetto e riconvertendo il proprio modello di business per adattarlo ai mutamenti esogeni del mercato. Il capitolo si è chiuso con un'analisi in chiave moderna delle potenzialità che le PMI possono ancora esprimere e delle sfide più complicate che devono superare per rimanere competitive nel nuovo scenario economico. Infine, ci siamo focalizzati su un aspetto di particolare criticità per lo sviluppo delle PMI, ovvero la dimensione; a tal proposito, si è introdotta l'importanza che possono rivestire operazioni come fusioni e acquisizioni nel perseguire strategie di crescita.

In questo capitolo l'elaborato provvederà a fornire al lettore un'ampia descrizione di questi strumenti di finanza straordinaria, inquadrando il tema a 360 gradi e partendo da una distinzione tra strategie di crescita interna e strategie di crescita esterna.

Le imprese mirano a strategie di crescita di lungo periodo per ottenere un vantaggio competitivo sostenibile. La dimensione genera benefici in termini di reperimento delle risorse necessarie per competere sui mercati globali, per controllare le nuove tecnologie e i canali di distribuzione, per conseguire economie di scala e di scopo, per incrementare il potere contrattuale verso clienti e

fornitori o per creare una *brand identity*, facendo sì che il proprio marchio sia riconoscibile su scala internazionale.

Oltre a questi fattori che accomunano tutte le imprese, perseguire strategie di crescita diventa fondamentale soprattutto per le imprese italiane che hanno forti limiti dimensionali e sono facilmente esposte alla concorrenza delle grandi multinazionali.

È bene specificare che non sempre intraprendere un percorso di crescita porta alla creazione di valore, bensì, spesso, quando le decisioni non vengono prese con la giusta gradualità e quando gli investimenti non sono ben mirati e supportati a livello strategico, le imprese possono ottenere risultati indesiderati e quindi distruggere valore.

Nel definire le strategie di crescita le imprese affrontano un *trade off* tra *make* (crescita interna) *or buy* (crescita esterna). Prima di intraprendere uno dei due percorsi, dunque, occorre valutarne i rispettivi costi e benefici.

2.1.2 La crescita organica

La crescita per linee interne, o crescita organica, è una strategia che si realizza attraverso gli investimenti sulle risorse già presenti all'interno dell'organizzazione che progressivamente consentono all'impresa di aumentare la dimensione del business in cui opera, ampliando i confini prodotto/mercato (Fontana F., 2015).

Condizione necessaria affinché si possa implementare questo tipo di strategia è che l'impresa abbia a disposizione risorse tecnologiche, finanziarie e umane a sufficienza. Un classico esempio di sviluppo interno è rappresentato dagli investimenti in nuovi impianti per aumentare la capacità produttiva e rispondere ad un aumento della domanda; oppure la creazione di una nuova linea di prodotti per ampliare il portafoglio dell'impresa e ridurre il rischio complessivo. Ancora, nell'implementare un processo di crescita interna, le imprese possono mirare a strategie di integrazione verticale, sviluppando internamente il business che si posiziona a monte o a valle della filiera produttiva rispetto all'attività *core* dell'impresa. Tale strategia ha come obiettivo la riduzione

dei costi o l'acquisizione di potere contrattuale e maggior controllo sull'intera catena del valore. Diversamente, un'impresa può sviluppare al suo interno un nuovo business per attuare un processo di diversificazione, che può essere conglomerale o correlato. La diversificazione conglomerale implica l'ingresso in business che non presentano caratteristiche in comune con le attività principali dell'impresa e ha come unico scopo quello di ridurre il rischio complessivo operando in settori che presentano gradi di correlazione inversa. La diversificazione correlata, invece, comporta l'ingresso in aree di business che hanno forti somiglianze con le principali attività dell'impresa e permettono di conseguire significative sinergie. Le ragioni per cui le imprese diversificano le proprie attività, attraverso un processo di crescita interna, sono legate alla presenza di risorse in abbondanza e che possono essere quindi reinvestite, o al possesso di risorse distintive che, se utilizzate anche in altri contesti, possono generare altre fonti di vantaggio competitivo.

Tra i vantaggi delle strategie di crescita organica si può annoverare il trasferimento di risorse immateriali critiche, come il *know how* tecnologico, che è facilitato grazie all'impiego di capitale umano nella stessa organizzazione. Inoltre, lo sfruttamento di queste risorse interne, nello sviluppo di un nuovo business, favorisce la creazione e il rafforzamento della cultura imprenditoriale. Altro vantaggio da considerare è rappresentato dal fatto che la crescita endogena è caratterizzata da investimenti gradualmente che consentono all'impresa di avere il pieno controllo di tutto il processo di creazione di valore.

Tra gli svantaggi, invece, il più evidente è sicuramente relativo al fattore tempo. Infatti, l'implementazione di tali strategie richiede tempistiche lunghe per acquisire le competenze ed essere competitivi. Questo è un elemento decisamente sfavorevole se si considera che nei contesti settoriali moderni un eventuale ritardo nell'investimento può provocare la perdita di opportunità di business. Altro svantaggio è sicuramente dato dalla possibilità che l'impresa riscontri forti carenze sotto il profilo delle risorse tecnologiche a disposizione, delle competenze manageriali, o comunque di risorse critiche per il successo del nuovo business.

2.1.3 La crescita inorganica

Per superare i limiti propri della crescita organica, le imprese perseguono una crescita per linee esterne, o crescita inorganica. La crescita esterna consiste nel ricercare assets strategici al di fuori della propria organizzazione mirando alla creazione di valore sinergico.

In un mercato globale in cui le imprese sono sempre più interconnesse e interdipendenti, ad esempio per quanto riguarda il possesso di tecnologie, il modello gerarchico di integrazione verticale sembra essere sempre meno adottato in favore di un continuo accesso a fonti di approvvigionamento esterne che, attraverso strategie di collaborazione con altri partner, consentono alle imprese di condividere risorse e conoscenze, promuovere processi innovativi e puntare all'ottenimento di un vantaggio competitivo sostenibile e alla creazione di valore condiviso. Infatti, se da un lato lo sviluppo interno permette alle imprese di controllare e comprendere meglio l'utilizzo di una tecnologia dominante, dall'altro lato queste imprese rischiano di tagliarsi fuori dal flusso tecnologico presente all'esterno della propria organizzazione (Fontana F., 2015).

Vi sono diverse ragioni alla base di una scelta di crescita esogena:

- Economie di scala, di scopo e di specializzazione: attraverso le collaborazioni con partner esterni le imprese raggiungono più facilmente quelle soglie minime di investimento in risorse, funzionali al miglioramento delle performance e all'insediamento in mercati altamente competitivi; inoltre, l'accesso a risorse e conoscenze complementari consentono la creazione di nuove competenze distintive, in grado di supportare strategie di diversificazione di prodotto o di mercato.
- Ampliamento della base di risorse e competenze: tramite le partnership, le imprese possono avere accesso a nuove fonti di base tecnologica per sviluppare nuove competenze e integrarle con quelle già presenti internamente.
- Condivisione di costi e rischi: attivando delle strategie di collaborazione, l'impresa riduce i costi dell'investimento, e i rischi ad esso associati, di fatto condividendo l'impegno assunto con il partner.

Oltre a queste tre importanti motivazioni, ciò che spinge un'impresa a rivolgersi a partner esterni per attuare strategie di crescita è sicuramente legato al tempo entro cui poter essere competitivi. Infatti, mentre la crescita organica prevede investimenti gradualmente che matureranno i propri frutti nel tempo e con un grado di incertezza del risultato da non sottovalutare, la crescita inorganica riduce notevolmente le tempistiche in cui l'impresa riesce a migliorare le proprie performance e, inoltre, fornisce un risultato più certo, in quanto basato sull'acquisizione di risorse e tecnologie già testate sul mercato.

Le partnership possono riguardare diverse attività di un'impresa, dalla ricerca e sviluppo al marketing o alla produzione, coinvolgendo dunque attori differenti: fornitori o clienti nel caso di collaborazioni verticali; imprese concorrenti nel caso di collaborazioni orizzontali; oppure imprese che offrono risorse complementari a quelle già possedute internamente, le cosiddette imprese *complementors*.

Per quanto riguarda le tipologie di partnership che un'impresa può considerare nell'attuare una strategia di crescita inorganica, si evidenziano i principali modelli di collaborazione strategica, partendo da quelli più vicini al mercato finendo per descrivere i modelli più gerarchici:

- Accordi contrattuali: si tratta di contratti attraverso cui un'impresa può accedere al patrimonio di risorse di altre imprese minimizzando i tempi. Le parti contraenti rimangono giuridicamente indipendenti. I contratti più diffusi sono:
- Il Franchising: forma di collaborazione commerciale secondo cui un soggetto, definito franchisor, concede ad un terzo, franchisee, il diritto ad utilizzare (dietro corrispettivo) la propria ragione sociale e/o il proprio marchio per la commercializzazione di prodotti o servizi. Il franchisor vigila sulle attività del franchisee, fornendo, se necessario, assistenza tecnica e consulenza, per assicurarsi che quest'ultimo rispetti gli standard di qualità e i modelli di produzione e gestione definiti dal franchisor.
- Il Licensing: contratto in base al quale un soggetto licenziante (licensor) concede a un soggetto licenziatario (licensee) il diritto di sfruttare, in un contesto territoriale stabilito, determinati prodotti o assets (materiali o immateriali) di sua proprietà. Anche in questo caso, a fronte di

tale diritto, il licenziatario si impegna a corrispondere al licenziante delle royalties legate ai risultati conseguiti.

- **Alleanze strategiche:** forme organizzative di tipo ibrido perché si collocano al centro tra le due soluzioni alternative, il mercato e la gerarchia. Le imprese partner rimangono distinte dal punto di vista giuridico ma si alleano per conseguire obiettivi di medio-lungo periodo. Tra queste forme di collaborazione individuiamo gli accordi di tipo equity: essi prevedono un coinvolgimento congiunto dei partner nella creazione di una nuova impresa con autonomia giuridica, nella quale gli stessi detengono quote di capitale. Queste iniziative, se coinvolgono più di due imprenditori, vengono più comunemente definite consorzi di imprese. Il consorzio è un accordo di tipo contrattuale che prevede la costituzione di una società consortile, i cui utili non sono fiscalmente tassati e i cui benefici vengono ripartiti tra gli operatori costituenti. Il nuovo soggetto giuridico che si è venuto a creare dall'operazione ha come obiettivo la ragione stessa per cui è stato stipulato il contratto, che può trattarsi, dunque, della realizzazione di un progetto, lo sviluppo di un prodotto o di una particolare tecnologia. La forma di alleanza strategica più diffusa e più impegnativa da un punto di vista finanziario, strategico ed organizzativo è rappresentata dalle joint venture. Esse, infatti, sono accordi di natura societaria in cui le imprese sono più coinvolte di quanto non lo siano in un semplice contratto, e meno rispetto a partnership come fusioni e acquisizioni. Anche in tal caso, le parti costituiscono una nuova società con autonomia giuridica, apportando le proprie conoscenze e le proprie risorse per perseguire un obiettivo comune. Storicamente le joint venture cessano di esistere quando l'obiettivo è stato raggiunto o quando una delle parti acquisisce le quote che la controparte possiede nella joint venture.
- **Fusioni e acquisizioni:** si tratta della strategia di crescita esterna più impegnativa dal punto di vista finanziario e più stravolgente dal punto di vista organizzativo. Attraverso queste operazioni, infatti, due società si fondono diventando un'unica realtà giuridico-organizzativa. Esse vengono inquadrare come operazioni di finanza straordinaria in quanto prevedono la

modifica dello statuto societario. Parleremo dettagliatamente di questo tipo di operazioni nel prossimo paragrafo.

2.2 Le operazioni di fusione e acquisizione

Le operazioni di *Mergers and Acquisitions*, più comunemente conosciute con l'acronimo inglese M&A, indicano un insieme di operazioni di finanza straordinaria che hanno come obiettivo quello di creare valore aziendale attraverso la modificazione dell'assetto societario e operativo dell'impresa. I principali meccanismi attraverso cui la proprietà di una società quotata può cambiare sono due: l'acquisizione dell'impresa *target* ad opera di un'altra impresa, e la fusione dell'impresa *target* con un'altra impresa. In entrambi i casi l'acquirente subentra nelle attività o nel capitale sociale dell'impresa *target* attraverso l'utilizzo di contanti o di altri strumenti finanziari come le azioni. Nel gergo finanziario, solitamente, per acquisizione si intende l'operazione conclusasi tramite il pagamento in contanti, mentre per fusione quella avvenuta tramite scambio di azioni.

Tra queste operazioni di finanza straordinaria, di cui le fusioni e acquisizioni rappresentano le principali attività, possiamo identificare: acquisto e cessione di rami d'azienda o attività; Offerta Pubblica Iniziale (*Initial Public Offering, IPO*); spin-off (conferimento); split-off (scissione); *Leveraged Buy Out (LBO)*; Offerte Pubbliche di Acquisto (OPA); *Turnaround* (ristrutturazioni); *Equity Carve-Out*.

Tra queste operazioni, dunque, ci sono sia attività con cui una società acquirente ottiene il controllo di una società *target*, sia attività necessarie ad attuare processi di ristrutturazione aziendale. Alcuni di questi strumenti verranno opportunamente trattati durante l'elaborato per comprendere come sono strettamente legati tra loro.

La rilevanza delle operazioni di M&A può essere giustificata non solo dalle conseguenze generate per gli attori direttamente coinvolti, ma soprattutto per il forte impatto sul mercato, sugli altri stakeholder e sul tessuto economico di riferimento.

A tal proposito, le operazioni di finanza straordinaria possono generare benefici per le imprese e per il sistema economico solo se vengono gestite in modo professionale; al contrario, se condotte in maniera superficiale e senza le giuste competenze, possono essere molto dannose per tutti gli attori coinvolti.

2.2.1 Le fusioni

Secondo l'articolo 2501 del Codice civile "la fusione di più società può eseguirsi mediante la costituzione di una nuova società, o mediante l'incorporazione in una società di una o più altre". In ogni caso la fusione è uno strumento di concentrazione tra imprese e comporta l'unione tra più aziende in un unico soggetto giuridico. Pertanto, ci sono due tipologie di fusione: la fusione propria e la fusione per incorporazione (*merger*). Con la prima gli attori coinvolti costituiscono ex novo una società detta *newco*. Essa rimpiazzerà le imprese preesistenti, le quali cesseranno di esistere.

Con la fusione per incorporazione, invece, una o più imprese vengono incorporate da un'altra. In tal caso, dunque, l'azienda incorporante manterrà la propria personalità giuridica, mentre ciò non accadrà per le imprese incorporate. Le fusioni per incorporazione, talvolta, si attuano attraverso operazioni di *leveraged buy out* (LBO), le quali consistono nell'acquisizione e nella successiva integrazione di una società con elevata capacità di autofinanziamento, realizzata da un'altra società facendo ricorso al debito piuttosto che al capitale, sfruttando così l'effetto della leva finanziaria che può ottimizzare la redditività del capitale di rischio, rendendo così più efficiente la struttura finanziaria.

Nella fusione propria i soci delle imprese estinte otterranno, in cambio delle vecchie azioni, le azioni o quote di partecipazione della nuova società in base ad un rapporto di cambio prestabilito. Nella fusione per incorporazione, invece, l'impresa incorporante delibera un aumento di capitale e le azioni di nuova emissione saranno assegnate ai soci delle imprese incorporate.

Secondo il Codice civile, il processo di fusione si articola in tre fasi:

- Progetto di fusione: documento redatto dagli amministratori, unico ed identico per entrambe le società, in cui vengono fissate le condizioni e le modalità dell'operazione assoggettate alla successiva approvazione delle assemblee (ex art. 2501-ter).
- Delibera di fusione: le assemblee delle rispettive imprese approvano il progetto di fusione rispettando i criteri di maggioranza e si riservano la possibilità di apportare modifiche che non incidano sui diritti dei soci o dei terzi (ex art. 2502).
- Atto di fusione: la fusione deve risultare da atto pubblico, dunque l'atto di fusione deve essere depositato presso il registro delle imprese (ex art. 2504).

Inoltre, l'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione deve predisporre una relazione che illustri e giustifichi, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione e in particolare il rapporto di cambio delle azioni o delle quote, specificandone i criteri (ex art. 2501quinquies).

2.2.2 Le acquisizioni

Con l'acquisizione una società ottiene il controllo di un'altra impresa che manterrà la propria autonomia giuridica. La società acquirente acquista quote o azioni del capitale sociale di un'altra impresa dietro corrispettivo in denaro, o, più raramente, attraverso lo scambio di azioni o altri strumenti finanziari. In base alla partecipazione acquisita dall'impresa *bidder*, le acquisizioni possono essere: totalitarie, nel caso in cui si procede all'acquisto del 100% del capitale sociale della *target*; oppure di maggioranza, qualora si acquisti più del 50% del capitale sociale della *target*.

Le acquisizioni rappresentano una modalità per perseguire obiettivi strategici e di crescita dimensionale, i quali possono essere raggiunti in un lasso temporale molto più breve rispetto alle strategie di crescita interna. Per questo motivo, con l'evoluzione della competizione divenuta sempre più turbolenta e volatile, le operazioni di M&A hanno aumentato la loro diffusione, diventando uno strumento importante per la crescita delle imprese, in quanto consente alle stesse di essere competitive nei tempi richiesti dal mercato.

Gli obiettivi delle acquisizioni sono legati alla creazione di valore sinergico, grazie all'integrazione di attività e risorse fungibili che consentono una notevole riduzione dei costi e un aumento dei ricavi. Il processo alla base delle operazioni di M&A ha generalmente un arco temporale di sei mesi, necessita di una pianificazione strategica ben strutturata, di valutazioni ex ante e di previsioni di lungo periodo. Ecco perché si tratta di un processo che si articola in più fasi e in cui intervengono diverse figure professionali per garantire l'esito positivo dell'operazione.

2.3 Le motivazioni alla base delle operazioni di M&A

Come abbiamo già accennato, le ragioni che inducono un'impresa ad effettuare un'operazione di M&A sono legate alla possibilità di raggiungere in breve tempo una scala minima di investimento necessaria per competere in un determinato mercato, grazie all'accesso alle risorse dell'impresa *target* e alla possibilità di creare valore attraverso lo sfruttamento delle sinergie. Le sinergie di riduzione dei costi sono generalmente più facili da conseguire perché consistono nell'eliminazione di risorse ridondanti grazie alla sovrapposizione di funzioni e attività. Le sinergie generano un aumento dei ricavi quando l'operazione consente l'espansione in nuovi mercati o l'accesso a nuovi clienti e a nuovi canali di distribuzione.

In seguito, forniremo una descrizione delle possibili fonti di sinergie e di vantaggio derivanti dalle acquisizioni: le economie operative, le economie finanziarie, le sinergie fiscali, l'eliminazione delle inefficienze e l'incremento del potere di mercato.

2.3.1 Le economie operative

Attraverso un'operazione di M&A un'impresa può trarre benefici da economie di scala, ovvero risparmi dovuti alla riduzione dei costi grazie all'aumento dei volumi di produzione. L'aumento della produzione consente all'impresa di spalmare i costi fissi e ridurre i costi unitari. Le economie di scala rappresentano benefici rilevanti soprattutto nei settori *capital intensive*. La maggiore dimensione acquisita dall'impresa può anche migliorare il potere contrattuale nei confronti dei fornitori,

permettendo di ottenere migliori condizioni nei contratti. Altro vantaggio tra le economie operative è rappresentato dalle economie di scopo, o di ampiezza. Esse consistono in un risparmio derivante dalla produzione congiunta di due o più prodotti correlati attraverso l'utilizzo delle medesime risorse. Ad esempio, una stessa azienda può produrre beni diversi centralizzando le attività di marketing e distribuzione.

Ultima categoria facente parte delle economie operative è rappresentata dalle economie di integrazione verticale, generate da acquisizioni verticali. Il principale beneficio dell'integrazione verticale è dato dall'ottenimento di un maggior controllo sulla filiera produttiva, grazie all'internalizzazione di attività poste a monte o a valle della catena del valore.

Integrando verticalmente l'impresa riuscirà ad eliminare i costi di transazione e ad ottenere una maggiore coordinazione tra le attività del processo produttivo. Inoltre, l'integrazione verticale può essere considerata anche come una copertura dal rischio nei settori caratterizzati da una eccessiva volatilità dei prezzi delle transazioni.

2.3.2 Le economie finanziarie e le sinergie fiscali

Le economie finanziarie si traducono in un aumento della capacità di indebitamento e in una riduzione di costi di finanziamento dell'impresa incorporante. Infatti, acquisendo un'impresa meno indebitata, l'impresa *bidder* può migliorare la propria esposizione debitoria, aumentando la leva finanziaria, riducendo il costo del capitale e ottenendo così delle sinergie finanziarie.

A tal proposito, un'impresa può effettuare operazioni di M&A nell'ottica di una strategia di diversificazione. I benefici della diversificazione sono: riduzione del rischio, minore costo del debito o maggiore capacità di indebitamento, aumento della liquidità.

Per quanto riguarda la riduzione del rischio, la grande impresa diversificata è vista come un grande portafoglio di titoli, per cui essa sostiene un rischio specifico minore. La diversificazione conglomerata riduce il rischio di portafoglio grazie all'investimento in business inversamente

correlati tra loro. Un processo di diversificazione genera molti costi, legati alla difficoltà di gestire un'impresa multibusiness, tra cui i costi di agenzia.

Per questo motivo un'impresa, nell'attuare una strategia di diversificazione, deve valutare se i benefici della stessa superino i costi da sostenere.

Con riferimento, invece, alla capacità di debito, un'impresa grande e diversificata è meno esposta al fallimento dato uno stesso livello di indebitamento. Tali imprese possono aumentare il proprio debito e ottenere maggiori risparmi fiscali.

Infine, gli azionisti di una società non quotata sono spesso sottodiversificati. Dunque, quando un'impresa acquirente compra una società non quotata, essa offre ai suoi azionisti una maggiore liquidità e quindi la possibilità di ridurre la propria esposizione al rischio. La liquidità offerta rappresenta un importante incentivo affinché gli azionisti della *target* siano favorevoli all'operazione di acquisizione.

Per quanto riguarda le sinergie fiscali, un'impresa diversificata può ottenere un vantaggio fiscale compensando le perdite di una divisione con i profitti di un'altra. La normativa fiscale permette alle società di riportare le perdite ad esercizi precedenti (fino a due anni negli USA) o successivi (fino a venti anni negli USA), in modo da compensarle con gli utili di esercizio. Con un'operazione di M&A tale vantaggio fiscale sarebbe immediato senza la necessità di attendere di produrre utili. Il legislatore, tuttavia, pone dei forti limiti alle operazioni di M&A che hanno come unico obiettivo quello di utilizzare le perdite pregresse di una società *target*, privilegiando invece operazioni che sono destinate alla creazione di valore industriale.

2.3.3 Eliminazione delle inefficienze

Un'altra motivazione da considerare quando si valutano operazioni di acquisizione è la possibilità di ottimizzare l'efficienza dell'organizzazione, grazie alla eliminazione di duplicazione di costi, oppure la possibilità di eliminare le inefficienze dell'impresa *target*.

Per quanto riguarda il primo aspetto, abbiamo già spiegato come, attraverso un'operazione di M&A, un'impresa possa rendere più efficiente il proprio processo produttivo grazie al raggiungimento di sinergie di produzione e al conseguente abbattimento dei costi.

Dal lato dell'impresa oggetto dell'acquisizione, invece, l'operazione può essere un'occasione per eliminare le inefficienze operative. Infatti, spesso il management della società acquirente è convinto di poter valorizzare le potenzialità inesprese della *target* sotto la propria gestione. Per quanto questo possa rappresentare un incentivo per gli azionisti della società *target* ad accettare l'operazione, non lo è affatto per il management della stessa.

In questi casi, infatti, la società acquirente deve fare i conti con la resistenza dei manager che intende sostituire e che difficilmente rinunciano alle proprie posizioni.

Occorre inoltre sottolineare che individuare imprese con performance precarie è piuttosto semplice, ma è molto meno facile riuscire a risanarle e migliorare la gestione precedente.

2.3.4 Incremento del potere di mercato

L'acquisizione di un importante concorrente consente all'impresa di ridurre la competizione nel settore, quindi aumentare i profitti grazie al conseguimento di rendite di monopolio. In questo modo la società acquirente può ottenere un potere di mercato determinante che le consente di imporre, ad esempio, prezzi predatori e, quindi, al di sopra dei livelli competitivi. Perché una tale strategia risulti efficace, tuttavia, è necessario che il settore in cui l'impresa opera sia caratterizzato da elevate barriere all'entrata e/o da una elevata differenziazione del prodotto. In assenza di queste due condizioni, nuove imprese possono facilmente entrare nel mercato e riportare i prezzi a livelli competitivi.

In ogni caso, le operazioni di M&A che mirano al conseguimento di rendite di monopolio sono ostacolate dalla legge antitrust, la quale limita di fatto tali attività.

2.4 Gli svantaggi delle operazioni di M&A

Il primo svantaggio di un'operazione di M&A è dato dal costo dell'acquisizione. Spesso, soprattutto quando si tratta di un'acquisizione ostile o quando si commettono errori in fase di valutazione, l'impresa acquirente può pagare un premio per l'acquisizione eccessivo.

Può succedere, infatti, che le sinergie risultanti dall'operazione vengano sovrastimate e questo naturalmente incide sul prezzo che verrà pagato per portare a termine l'acquisizione. Una valutazione non coerente con il reale valore della società acquisita può condurre, più che alla creazione, alla distruzione di valore e alla vanificazione dell'intera operazione.

Inoltre, può verificarsi il fenomeno della “maledizione del vincitore”, secondo cui l'acquirente, in seguito ad un'asta al rilancio per l'acquisizione della società target, può ritrovarsi a pagare un prezzo maggiore rispetto all'effettivo valore dell'impresa oggetto di acquisizione, dovendo per di più farsi carico dei costi relativi all'acquisto di attività di business non necessarie rispetto ai fini per cui è stata condotta l'operazione.

Altro possibile svantaggio che può manifestarsi a seguito di un'operazione di fusione o acquisizione è rappresentato dalla perdita di flessibilità da parte della nuova organizzazione che si è venuta a creare. Infatti, l'ampliamento della struttura organizzativa comporta una maggiore complessità gestionale che si traduce in tre tipologie di costi: costi di coordinamento, costi di compromesso e costi di rigidità (Fontana F., 2015).

Infine, ultimo svantaggio da considerare è quello che più comunemente determina l'insuccesso di un'operazione di M&A, e cioè quello relativo ai problemi di integrazione.

È possibile, infatti, che si verifichino conflitti organizzativi non qualificabili ex ante e dovuti alle differenze culturali che distinguono le organizzazioni che prendono parte all'operazione. Tali differenze, se non gestite con l'attenzione che meritano, potrebbero inficiare il processo di integrazione e annullare le potenziali sinergie realizzabili. Per questo motivo è opportuno cercare di identificare i possibili attriti tra le due organizzazioni e prevenire situazioni problematiche.

In sintesi, per tutti i motivi elencati in precedenza, i costi finali dell'acquisizione potrebbero andare ben oltre il valore stimato dell'operazione, in termini di asset e sinergie. Pertanto, l'operazione di M&A è un processo lungo e complesso che va affrontato con estrema attenzione e adeguata professionalità.

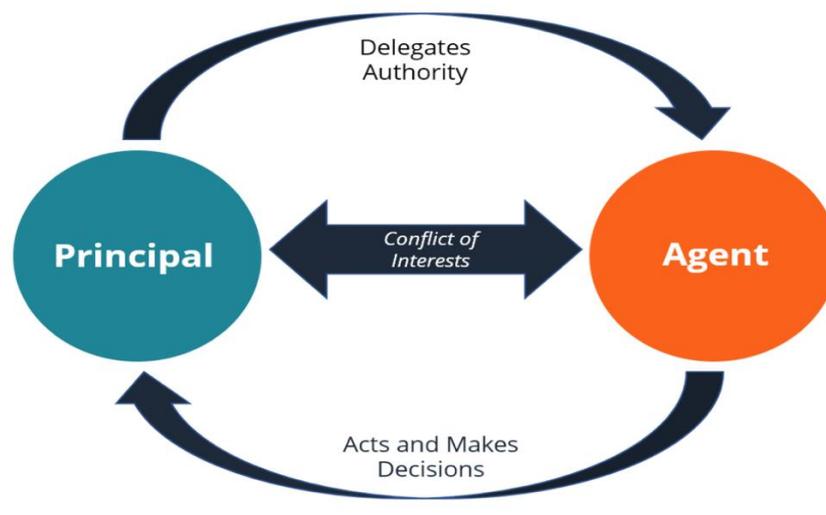
2.4.1 Eccesso di fondi e Teoria dell'Agenzia

Un altro caso che merita di essere analizzato è quando un'impresa ha un'eccedenza di risorse finanziarie e i manager tendono a sfruttarle per ampliare la dimensione dell'azienda, piuttosto che perseguire obiettivi strategici di ottimizzazione del profitto. Una tale situazione si può definire come "overinvestment", ovvero investimenti che hanno come solo obiettivo per i manager quello di perseguire motivazioni personali. Il management di un'impresa, dunque, può essere favorevole ad un'operazione di M&A con il solo intento di incrementare il suo potere e migliorare la sua reputazione professionale. I manager potrebbero preferire, infatti, la gestione di una società di maggiori dimensioni per la retribuzione più elevata e il prestigio che essa comporta. L'esempio più comune di questo tipo di comportamento è fornito dalle strategie di diversificazione non correlata, le quali sono conosciute per il loro scarso contributo alla creazione di valore per gli azionisti. La maggiore complessità strategica come conseguenza di una tale strategia qualificherebbe i manager come risorse indispensabili e difficilmente sostituibili. La ragione per cui il management di un'impresa può pensare di utilizzare i fondi disponibili non per distribuire dividendi ma per attuare tali strategie sta nel fatto che essi percepiscono il rischio di impresa in maniera più rilevante rispetto agli azionisti. In particolare, gli azionisti, potendo diversificare il proprio portafoglio di titoli, sono insensibili rispetto al rischio specifico di impresa, mentre sono più influenzati dal rischio sistematico, legato all'andamento generale dell'economia.

Diversamente, i manager, non potendo gestire contemporaneamente più imprese, sono preoccupati a contenere il rischio dell'impresa per cui lavorano.

La divergenza di interessi tra proprietari e manager ha fatto emergere in letteratura la teoria dell'agenzia. La teoria dell'agenzia, o “modello principale-agente”, è definito da Michael Jensen come “un contratto in base al quale una o più persone (il principale/i) delegano un'altra persona (agente) per ricoprire una determinata mansione”.

Figura 8: Il modello principale-agente



Fonte 8: livingeconomyadvisors.com

Tale modello si afferma soprattutto in seguito alla diffusione delle public companies, grandi imprese caratterizzate da azionariato diffuso e scarsa ingerenza nella gestione da parte degli azionisti, i quali affidano a manager professionisti la conduzione della società.

Secondo la teoria dell'agenzia, alla base del modello c'è un rapporto lavorativo caratterizzato da asimmetrie informative. In particolare, gli individui tendono a massimizzare la propria utilità assumendo comportamenti opportunistici. Dunque, in un contratto di agenzia, sono presenti asimmetrie informative a favore dell'agente, il quale, riguardo lo svolgimento del suo ruolo, ha sicuramente a disposizione un maggior numero di informazioni rispetto al principale, e può sfruttarle a suo vantaggio in modo opportunistico. Vi sono due forme di opportunismo: la selezione avversa (opportunismo ex ante) e l'azzardo morale (opportunismo ex post).

La selezione avversa è una forma di opportunismo precontrattuale e sorge a causa del divario tra le informazioni possedute dal principale e quelle a disposizione dell'agente, il quale fornirà informazioni distorte o incomplete sulle proprie attitudini e competenze per farsi assumere dal principale. L'azzardo morale, invece, è una forma di opportunismo postcontrattuale costituito dal comportamento scorretto che l'agente assume per via dell'incompletezza del contratto e si concretizza in virtù del fatto che il principale non è in grado di effettuare un monitoraggio preciso rispetto allo sforzo impiegato dall'agente nello svolgimento delle sue mansioni.

La teoria dell'agenzia afferma che l'opportunismo degli agenti non possa essere eliminato, e che essi agiranno sempre nei propri interessi e mai in quelli del principale. Questa situazione genera dei costi, chiamati costi di agenzia. I costi di agenzia sono così suddivisi: costi di monitoraggio, costi di assicurazione del principale e perdite residuali.

I costi di monitoraggio sono le risorse che l'imprenditore impiega per controllare l'operato dei manager ed eventualmente cercare di prevenire comportamenti opportunistici.

I costi per assicurare il principale sono il risultato delle attività che il manager compie non per massimizzare il risultato per l'imprenditore, ma per assicurarlo che sta facendo il possibile per perseguire i suoi interessi attraverso la redazione di report informativi sull'andamento della performance oppure l'organizzazione di riunioni.

Infine, nonostante tutto, vi saranno comunque delle incongruenze tra le scelte del manager e quelle che avrebbero massimizzato l'utilità degli azionisti. Tali ulteriori costi di agenzia rappresentano le perdite residuali.

Bisogna, dunque, trovare un equilibrio tra il livello di controllo sull'operato dei manager e i costi ad esso associati. Nella gestione delle relazioni di agenzia l'obiettivo è quello di garantire che i benefici del controllo superino i costi ad esso relativi.

Per risolvere i problemi suddetti si sono diffusi nel tempo i meccanismi di incentivazione manageriale, diventati parte integrante della retribuzione dei vertici aziendali. Tali meccanismi mirano ad incrementare il profilo di rischio delle decisioni assunte dai manager, facendo sì che essi

abbiano una propensione al rischio simile a quella degli azionisti. Tra gli strumenti di incentivazione manageriale, uno dei più diffusi è il piano di stock option che lega il compenso dei manager alla performance aziendale, allineando di fatto i loro interessi a quelli degli azionisti (Fontana F., 2015).

Se in presenza di azionariato diffuso, e quindi di separazione tra proprietà e controllo, il manager può essere tentato di massimizzare i propri interessi a discapito di quelli degli azionisti, in presenza di un azionariato concentrato, e quindi nel caso delle PMI, imprese tipicamente con una struttura a stampo familiare, l'azionista di maggioranza (o membro della famiglia) può sfruttare la propria posizione di controllo per favorire i propri interessi ai danni dell'azionista di minoranza (o azionista esterno alla famiglia imprenditoriale).

Si viene così a delineare un conflitto di agenzia tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza che sostituisce il tradizionale modello principale-agente.

2.5 Le tipologie di M&A

Possiamo distinguere le operazioni di M&A in base al settore di appartenenza dell'impresa *target*: se acquirente e *target* operano nello stesso settore, si parla di M&A orizzontale; se la *target* opera in un settore che si trova a monte o a valle dell'attività svolta dall'acquirente, e, quindi, se la *target* è un fornitore o un cliente dell'impresa acquirente, si parla di M&A verticale. Queste due prime tipologie sono anche conosciute come operazioni correlate. Nel caso di M&A orizzontale, l'impresa può beneficiare di una serie di effetti positivi, tra cui l'aumento della quota di mercato e la riduzione della competizione, o lo sfruttamento di sinergie derivanti dalla condivisione di risorse e competenze complementari. Inoltre, il processo di integrazione tra le realtà aziendali è favorito dalla condivisione di processi, risorse e culture organizzative simili tra loro.

Le M&A verticali, o strategie di integrazione, consentono di ottenere una sostanziale riduzione dei costi (grazie al conseguimento di economie di scala e di scopo, e all'eliminazione dei costi di transazione) e forniscono all'impresa un maggior controllo sulla filiera produttiva. L'impresa può

trarne vantaggio in termini di verifica della qualità delle forniture, ma allo stesso tempo si priva delle fonti di approvvigionamento esterno qualora si presentassero fornitori in grado di offrire prodotti o processi più innovativi.

Infine, nel caso in cui le due imprese operino in settori non correlati, l'operazione verrà definita come una M&A conglomerale. Le M&A conglomerali erano molto diffuse all'inizio della seconda metà del Novecento, ma negli anni hanno perso credibilità agli occhi degli azionisti per la difficoltà di creare valore con l'integrazione di due imprese non correlate (Berk, DeMarzo, Morresi, & Venanzi, 2018). Queste operazioni, infatti, se da un lato consentono all'impresa di entrare in un nuovo mercato e di ridurre il rischio grazie all'acquisizione di business che presentano gradi di correlazione inversa, dall'altro lato generano maggiori problemi di integrazione e sono influenzate dalla scarsa conoscenza del settore target da parte dei manager dell'impresa acquirente.

2.5.1 Differenti tipologie di operazioni per differenti finalità

In un articolo del 2001 Bower descrive le cinque principali tipologie di M&A basate sul rapporto tra caratteristiche aziendali e sinergie ricercate:

- *“The Overcapacity M&A”*: operazioni che si verificano solitamente in settori maturi e *capital intensive*, caratterizzati da un eccesso di capacità produttiva (automotive, acciaio, petrolchimico). L'impresa mira ad acquisire un suo concorrente con lo scopo di razionalizzare i costi e aumentare la propria quota di mercato.
- *“The Geographic roll-up M&A”*: operazioni intraprese soprattutto nelle fasi iniziali del ciclo di vita di un settore con l'intento di abbattere i costi e di incrementare il valore per i clienti. Grazie al raggiungimento di economie operative, l'entità che si viene a creare si candida per diventare leader del settore. A differenza della tipologia precedente sono operazioni meno rischiose e più facili da concludere, in quanto, solitamente hanno luogo tra un acquirente di grandi dimensioni e una piccola impresa, la quale può a sua volta beneficiare di un più facile accesso al capitale.

- “*The product or market extension M&A*”: obiettivo di tali operazioni è il perseguimento di strategie di diversificazione e internazionalizzazione. L’acquirente mira ad estendere la propria gamma di prodotti o addirittura il mercato geografico di riferimento. Le imprese vendono prodotti simili, ma in diversi mercati, o prodotti diversi in mercati simili.
- “*The M&A as R&D*”: operazioni tipiche dei settori IT e bio-tech, dove il know how su prodotti e processi è indispensabile per competere. Questa tipologia di M&A vede nella potenziale acquisizione, o fusione, una valida alternativa all’attività di ricerca e sviluppo e ha il fine di ridurre i tempi necessari per lo sviluppo di una nuova tecnologia. Per questo motivo, è utile minimizzare i tempi di integrazione tra acquirente e target.
- “*The industry convergence M&A*”: quest’ultima tipologia di M&A ha come finalità la creazione di un nuovo business attraverso la convergenza di settori differenti. Questi deal si basano sulle capacità di individuare potenziali sinergie ottenibili in segmenti di mercato distinti e sulla previsione di una possibile convergenza di due settori con caratteristiche diverse (Bower, 2001).

2.5.2 Le operazioni di M&A cross border

Un'altra distinzione che si può fare quando si tratta del tema dell’M&A è sicuramente quella tra le operazioni domestiche e le operazioni *cross border*, o transnazionali. Rientrano tra le prime tutte le operazioni di fusione e acquisizione che si concludono tra società appartenenti allo stesso paese. Vengono definite operazioni *cross border*, invece, quelle operazioni in cui i paesi di provenienza delle due società coinvolte non coincidono. Alla base delle operazioni transnazionali ci sono obiettivi di espansione estera, per cui possiamo identificare le motivazioni che spingono ad effettuare operazioni *cross border* con quelle su cui si fondano le strategie di internazionalizzazione tra cui: la diversificazione geografica; perseguire strategie *low cost* attraverso il reperimento di manodopera a basso costo in paesi emergenti; l’accesso a risorse non presenti nel mercato domestico; lo sfruttamento di asset intangibili al di fuori dei propri confini, quali *brand* riconosciuti a livello

globale, brevetti innovativi e *know how* manageriali non replicabili. Le operazioni di M&A *cross border* consentono all'impresa di entrare in mercati stranieri e, soprattutto, di acquisire le conoscenze relative al mercato target in tempi molto ridotti.

Per questi motivi le operazioni di M&A transnazionali pesano per oltre un quarto del totale delle operazioni di M&A a livello globale. Questo tipo di operazioni ha visto nel tempo un progressivo aumento del suo utilizzo, grazie all'accelerazione di fenomeni come la globalizzazione e la deregolamentazione e liberalizzazione dei mercati.

Nonostante la crisi finanziaria abbia portato ad un crollo delle operazioni *cross border* soprattutto in Italia, a causa degli scandali politici, dell'instabilità finanziaria del Paese e della debolezza dell'Euro, negli ultimi anni (a partire dal 2013) gli investimenti esteri sono in netta ripresa e sembra tornato il forte interesse da parte degli investitori verso i prodotti e le aziende del *Made in Italy*. Tuttavia, la bilancia resta negativa: sono ancora poche le operazioni di M&A all'estero da parte di imprese italiane rispetto agli investimenti esteri in Italia, segno di una scarsa dimensione e competitività a livello internazionale della classe media delle imprese italiane.

2.5.3 Acquisizioni amichevoli e acquisizioni ostili

Concentrando l'analisi sulle società quotate, possiamo distinguere altre due tipologie di operazioni: le acquisizioni amichevoli e le acquisizioni ostili (o *takeover* ostili).

In un *takeover* amichevole il consiglio di amministrazione (cda) della società *target* sostiene l'operazione, tratta con i potenziali acquirenti e trova l'accordo su un prezzo che sarà sottoposto al voto degli azionisti.

In un *takeover* ostile, invece, il management dell'impresa obiettivo dell'acquisizione è contrario all'operazione o non ne è a conoscenza. Il consiglio di amministrazione della *target* contrasta il tentativo di *takeover* e, dunque, affinché l'operazione abbia successo, l'acquirente deve raccogliere un numero di azioni che sia sufficiente ad ottenere il controllo della società, così da raggiungere la soglia di voti necessari in assemblea per sostituire il consiglio di amministrazione. In questo caso

l'acquirente viene definito *raider* e non vi è cooperazione tra le due società, anzi, spesso la *bidder* si rivolge direttamente agli azionisti della società *target* per sabotare il cda. Per raggiungere il proprio obiettivo, talvolta l'acquirente promuove una "battaglia delle deleghe" ("*proxy fight*"): cerca di persuadere gli azionisti della società *target* a sostituire il consiglio di amministrazione attraverso i loro *proxy vote* (deleghe di voto) e sostenere i candidati dell'acquirente all'elezione del cda.

Per impedire che ciò si verifichi, l'impresa *target* può porre in essere alcune strategie volte a contrastare e rendere più difficile la realizzazione del *takeover*. Queste azioni difensive portano l'acquirente ad aumentare la propria offerta e si definiscono clausole "anti-scalata".

- *Poison pill* (pillola avvelenata): una *poison pill* è un'emissione di azioni con diritto di opzione che la società *target* fornisce agli attuali azionisti, escludendo esplicitamente gli azionisti della società acquirente. Tale emissione consiste nell'offrire nuove azioni ad un prezzo scontato rispetto a quello di mercato, le quali saranno acquistate dagli azionisti dell'impresa oggetto del *takeover* provocando una diluizione del valore delle azioni detenute dall'acquirente. Questa strategia difensiva rende la scalata ostile molto più costosa per gli azionisti dell'acquirente, i quali scelgono di abbandonare l'operazione o di aumentare il prezzo di offerta.

Evidenze empiriche hanno verificato che il prezzo dell'azione di un'impresa diminuisce quando si adotta una *poison pill*, mentre il premio per l'acquisizione aumenta incrementando il profitto per la *target* e quindi rendendo l'operazione più conveniente per i suoi azionisti e meno per il *raider*.

- Cda a elezione scaglionata: per aggirare una *poison pill*, il *raider* può far eleggere una propria lista di amministratori nel cda della *target*, presentandoli alla successiva assemblea degli azionisti. In questo modo, se gli azionisti della *target* eleggono questi candidati, i nuovi amministratori potranno annullare la *poison pill* ed accettare l'offerta dell'acquirente. Per evitare che questo accada, le società quotate sono solite adottare un cda ad elezione scaglionata. Ogni amministratore rimane in carica per tre anni e soltanto un terzo di essi viene

eletto ogni anno. In tal modo, anche in caso di elezione dei candidati dell'acquirente, questi controlleranno soltanto una minoranza del cda. Per questo motivo, la società offerente è costretta a vincere per due anni consecutivi la battaglia delle deleghe per ottenere la maggioranza nel cda. La difficoltà che comporta quest'operazione e il tempo richiesto per portarla a termine può scoraggiare l'azione del *raider*, il quale, a sua volta, può rinunciare al takeover. Gli esperti considerano la combinazione di *poison pill* e cda ad elezione scaglionata come la miglior strategia difensiva che un'impresa può adottare.

- *White knight* (cavaliere bianco): tecnica di difesa messa in campo quando un takeover ostile sembra ormai inevitabile, la quale consiste nel ricercare una società amica dalla quale farsi acquisire. Questa società è appunto chiamata *white knight* e farà un'offerta migliore rispetto all'acquirente ostile. I manager della società target si accordano per mantenere il controllo dell'azienda successivamente all'acquisizione. Una variante di questa strategia difensiva è rappresentata dal *white squire* (scudiero bianco). In questo caso, una grande impresa o un grande investitore accetta di acquistare un'importante quantità di azioni della target con speciali diritti di voto, impedendo la scalata del *raider* e prevedendo nell'accordo di non esercitare i propri diritti di controllo.
- Ricapitalizzazione: un'altra strategia difensiva a disposizione della società target è quella di modificare la struttura finanziaria dell'impresa in modo da risultare meno attraente per l'acquirente. Una società con molte disponibilità liquide potrebbe distribuire elevati dividendi, mentre una società con poca liquidità potrebbe scegliere di indebitarsi ed usare il ricavato per distribuire dividendi o riacquistare azioni proprie.
- Infine, lo statuto di una società può prevedere maggioranze qualificate (fino all'80%) per approvare un progetto di fusione, oppure può limitare i diritti di voto di chi possiede un numero elevato di azioni.

Spesso gli interessi dei manager e degli azionisti della società target non sono allineati, in quanto gli azionisti potrebbero essere interessati alla creazione di valore perseguibile attraverso l'operazione, mentre il management potrebbe sfruttare le strategie difensive sopra citate e ostacolare il takeover per il timore di essere sostituito in seguito all'operazione.

Gli azionisti possono evitare che questo accada offrendo ai propri amministratori un *golden parachute* (paracadute d'oro), ovvero una liquidazione estremamente generosa garantita ai manager qualora l'operazione sia portata a termine e i manager vengano sostituiti (Berk, DeMarzo, Morresi, & Venanzi, 2018).

2.6 Storia del mercato M&A

Le operazioni di fusione e acquisizione hanno da sempre rappresentato per le società un'opportunità per accrescere la propria dimensione economica, finanziaria e commerciale.

Infatti, a livello storico, la nascita delle attività di M&A si può collocare a cavallo tra la fine dell'Ottocento e l'inizio del Novecento, come conseguenza dello sviluppo del sistema industriale americano. La creazione del primo mercato mobiliare e del settore metallurgico, insieme all'estensione delle reti dei trasporti e di comunicazione hanno favorito le prime operazioni di fusione orizzontale, le quali hanno portato alla creazione di grandi agglomerazioni di imprese e alla nascita delle prime *corporations*. Già in quel periodo, dunque, nascevano le prime esigenze di porre in essere una normativa che tutelasse l'attività economica regolamentando il mercato. Nel 1890, infatti, fu emanato lo *Sherman Antitrust Act*, ovvero la prima legge antitrust americana approvata per limitare i monopoli.

Per assistere, invece, alle prime operazioni di M&A in Europa bisogna attendere gli anni del secondo dopoguerra, mentre in Italia le prime operazioni furono realizzate a partire dagli anni '90.

L'evoluzione del mercato delle attività di M&A non ha seguito un percorso lineare, non è facile dunque descriverne le cause e prevederne i trend futuri, in quanto si tratta di un fenomeno caratterizzato da una certa ciclicità, nel senso che è un evento che si manifesta "a ondate" casuali, le

quali non hanno alcuna regolarità né in termini di durata, né in termini di dimensioni. Per questo motivo, gli studiosi hanno definito l'M&A come un mercato caratterizzato da “ondate di fusioni” (*merger waves*), le quali si manifestano in periodi con picchi di elevata attività seguiti da periodi con poche operazioni. La storia di questo mercato dimostra che le attività di fusione sono maggiormente presenti durante i periodi di espansione economica rispetto alle fasi di recessione e sono correlate a mercati “toro”, cioè mercati al rialzo caratterizzati da un aumento dei prezzi delle attività finanziarie e da aspettative ottimistiche. Seguendo questa logica, gli stessi fattori che favoriscono fasi di espansione economica causano anche picchi nelle attività di M&A.

Secondo gli studiosi, la teoria delle *merger waves* fa riferimento a due scuole di pensiero. La prima associa la causa delle ondate di fusioni alla reazione delle imprese ad eventi inaspettati che si possono manifestare nei settori in cui operano: la nascita di nuove tecnologie, la deregolamentazione, la creazione di nuovi canali di distribuzione o l'aumento improvviso dei prezzi delle materie prime possono essere tra le cause di shock economici.

La seconda scuola di pensiero, invece, si basa sulla sopravvalutazione delle azioni attraverso cui i manager acquisiscono assets di imprese sottovalutate. Tuttavia, l'evidenza empirica sembra propendere più per la teoria degli shock dei settori. Altre motivazioni a supporto della teoria delle *merger waves* sono rappresentate da:

- L'orgoglio dei manager, che si manifesta nella convinzione di poter attuare efficacemente un'operazione di M&A quando, invece, altri hanno registrato un insuccesso.
- L'ossessione di seguire l'andamento dei mercati, ovvero il timore di non tenere il passo rispetto agli altri operatori che adottano politiche di M&A.
- I costi di agenzia, che possono essere eliminati attraverso operazioni di M&A volte a sostituire il management esistente.
- La propensione alla creazione di monopoli o oligopoli collusivi, i quali mirano all'ottenimento di elevati rendimenti a discapito dei consumatori (Dallocchio, Lucchini, & Scarpelli, 2015).

2.6.1 Le merger waves

Identifichiamo sei ondate di fusioni tra l'inizio del Novecento e il periodo che precede la crisi del mercato immobiliare del 2008. Ciascuna di essa presenta caratteristiche uniche che la distinguono dalle altre:

- La prima ondata è quella che avviene tra il 1895 e il 1904. Con la fine della guerra di successione e la conseguente rifondazione della nazione americana si assiste all'abbattimento delle barriere territoriali e la competizione si sposta dalle singole regioni all'intera nazione. Le imprese sfruttano lo sviluppo del sistema ferroviario per espandere le attività e intraprendono operazioni di fusione orizzontale per accrescere la propria dimensione e poter competere su scala nazionale. La prima ondata è caratterizzata da un periodo di forte crescita economica e da abbondanza di capitali che vengono utilizzati per generare le cosiddette *mergers for monopoly*, aggregazioni di imprese manifatturiere che danno vita ai primi colossi industriali come DuPont e General Electric.
- La seconda ondata (1916-1929) inizia nel primo dopoguerra e termina con il crollo del mercato borsistico del '29. In questa fase, caratterizzata dalla forte espansione del mercato azionario, vi è una prevalenza di fusioni di tipo verticale volte al consolidamento delle operazioni intraprese in precedenza. Il risultato di queste operazioni era la formazione di strutture industriali oligopolistiche piuttosto che monopoli. Appartengono a questa ondata la creazione di grandi corporations come General Motors e IBM.
- La terza ondata (1965-1969) è stata caratterizzata da un livello elevato di attività di fusione. In questi anni di boom economico, in cui si assiste ad un aumento dei tassi di interesse e ad una forte crescita del mercato di Wall Street, si è registrato il più elevato numero di operazioni di M&A nella storia americana. Gli interventi normativi apportati in seguito alle due precedenti crisi limitavano le concentrazioni di imprese dello stesso settore, motivo per cui questa fase si distingue per il ricorso ad operazioni conglomerali. Le imprese intraprendono operazioni di M&A con l'obiettivo di perseguire strategie di diversificazione, fondando le

proprie scelte su analisi strettamente di tipo finanziario piuttosto che sulla possibilità di ottenere sinergie operative (*conglomerate wave*). Le organizzazioni erano mosse dalla convinzione che lo sviluppo diversificato dei business riducesse il rischio di impresa, effettuando acquisizioni di imprese operanti in attività non correlate. Intanto, in Europa, prendono avvio le prime operazioni di fusione, tipicamente di tipo orizzontale.

- La quarta ondata di fusioni (1980-1989) si differenzia notevolmente dalle precedenti per la diffusione di OPA ostili, dette anche *bust-up acquisitions*. Le imprese bidder acquisiscono conglomerate con performance sottovalutate, ma con ampie potenzialità di crescita, per poi rivenderle e realizzare enormi guadagni in conto capitale. L'ostilità di queste operazioni speculative spinse imprese e banche d'affari ad implementare strumenti di difesa: nacquero nel 1982 le *poison pill*. L'ondata degli anni '80 è caratterizzata dall'ingente utilizzo dell'indebitamento per finanziare i takeover ostili. Un ruolo cruciale è rappresentato dall'utilizzo dei *junk bond*, obbligazioni ad alto rischio e rendimento. L'elevata inflazione ridusse il valore reale dei rapporti di indebitamento favorendo l'uso della leva finanziaria. Questa fase termina con il crollo delle strutture patrimoniali di molte banche a causa della concessione di finanziamenti, sottoposti ad uno scarso controllo, a sostegno delle operazioni di acquisizione (Berk, DeMarzo, Morresi, & Venanzi, 2018).
- La quinta ondata (1992-2000) inizia in seguito al periodo di recessione del '90 – '91 e si contrappone alla quarta ondata perché caratterizzata da operazioni di M&A alla base delle quali non vi erano motivazioni di carattere finanziario, ma l'obiettivo di espandersi in nuovi mercati e di creare sinergie. Lo sviluppo del fenomeno della globalizzazione comporta il forte ricorso ad operazioni cross border, che si diffondono in maniera rilevante anche in Europa. L'ondata degli anni Novanta è ricordata come la fase dei “mega mergers”, in cui, di pari passo con i processi di deregolamentazione dei mercati e di privatizzazione delle grandi imprese, si distinguono grandi deal di carattere strategico che coinvolgevano imprese operanti in attività correlate, le quali avevano l'intento di creare organizzazioni forti in grado di competere su

scala globale grazie al perseguimento di economie di scala. Questa ondata vide un minor utilizzo del debito in favore dell'equity sotto forma di scambi azionari. In Italia vengono ricordate le acquisizioni di Telecom Italia ad opera di Olivetti e di Banca Commerciale Italiana da parte di Banca Intesa (Ltd, 2020).

Questa ondata termina nel 2001 con lo scoppio della bolla Internet *dot.com* e gli scandali societari di aziende come Enron.

- La sesta ed ultima ondata (2003-2007) si apre successivamente alla fase di recessione compresa tra il 2000 e il 2003 e coincide con l'inizio di un periodo di grande espansione economica, favorito dalla semplicità nel reperimento di finanziamenti. Questa fase fu caratterizzata dalla presenza di grandi operazioni cross border in Europa e in Asia che interessavano principalmente settori come quello energetico, farmaceutico e delle telecomunicazioni. Un ruolo importante viene svolto dai fondi di private equity, fortemente coinvolti nelle operazioni, e da numerosi operatori provenienti dai paesi in via di sviluppo che precedentemente erano rimasti esclusi dalla competizione globale. Nel 2007 il mercato M&A ha raggiunto il suo picco massimo a livello globale, contando quasi 50.000 offerte annunciate. L'ultima ondata si conclude con lo scoppio della crisi dei mutui *subprime* del 2008.

2.6.2 Andamento mercato M&A dal 2008 al 2018

Successivamente alla crisi finanziaria del 2008, la mancanza di credito disponibile e il crollo dei mercati azionari hanno minato la capacità delle imprese di effettuare acquisizioni, interrompendo il trend positivo che si era realizzato negli ultimi cinque anni.

L'andamento storico del mercato M&A è sempre stato segnato da una correlazione positiva tra i controvalori realizzati e l'indice S&P 500: a variazioni positive dell'indice di borsa seguiva un aumento dei valori delle attività di M&A a livello globale. Tuttavia, in seguito alla crisi finanziaria, si è assistito ad un'inversione di tendenza: in particolare, nel biennio 2009-2010, nonostante la ripresa dei mercati finanziari e le variazioni positive dell'indice di borsa, si è registrata una notevole

contrazione delle attività di concentrazione, indicativa di una mancanza di fiducia da parte degli investitori rispetto alla ripresa del mercato. Dopo la prima contrazione del mercato verificatasi nel 2008 (2.663 miliardi contro il record di 3.834 miliardi del 2007), il 2009 e il 2010 sono stati caratterizzati da un netto calo delle attività di M&A soprattutto nei suoi mercati principali: le Americhe e l'Europa, le quali hanno visto precipitare i rispettivi controvalori a circa 900 e 500 miliardi, mentre nel 2008 si attestavano sui 1.112 miliardi.

Nel 2011 si registra una ripresa delle attività di M&A con 30.000 operazioni concluse per un controvalore totale di 2.300 miliardi di dollari (+27% rispetto al 2010). Il 2011 è caratterizzato da un mercato a due velocità: un primo semestre molto positivo e una seconda metà dell'anno che ha riportato un forte rallentamento. La crisi del debito sovrano degli stati europei e la frenata di economie emergenti come la Cina rappresentano i fattori che hanno condizionato l'andamento del mercato M&A nella seconda parte dell'anno. Ancora una volta, gli Stati Uniti, grazie alla graduale ripresa dalla crisi economica, si rivelano il motore trainante del mercato con 7.000 operazioni concluse per 868 miliardi di controvalore (37% del valore del mercato globale). Tuttavia, anche in Europa vi è un sensibile aumento delle operazioni rispetto al 2010 in termini di controvalore (734 miliardi, +49% rispetto al 2010), grazie alla crescita dei valori in mercati come Francia (+109%), Spagna (+70%) e Regno Unito (+34%). Anche l'Italia mostra segnali di ripresa con un controvalore totale di 28 miliardi di euro (+41% rispetto all'anno precedente) e con 329 operazioni concluse, a fronte delle 279 del 2010. L'attività di cross border rappresenta più del 50% dell'M&A globale e il 76% dell'M&A italiano contribuendo in modo determinante alla crescita sia del mercato italiano sia del mercato europeo. Il valore del mercato italiano continua però a non essere soddisfacente se si considera che l'Italia è la ottava economia mondiale. Inoltre, le aziende italiane sono per lo più oggetto di acquisizione di investitori esteri: l'M&A estero su Italia vale 18 miliardi di euro, più del 50% del valore del mercato italiano (KPMG, Rapporto Mergers & Acquisitions. Primi segnali di ripresa: domina l'attività cross border, 2011).

Il 2012 si mostra in linea con i risultati della seconda parte dell'anno precedente, registrando una contrazione sia dei controvalori, pari al 13%, sia dei volumi (5%). Il calo dei valori può essere attribuito ad una diminuzione delle operazioni superiori ad un miliardo di euro (da 415 a 388) e al fallimento di alcuni *mega mergers*. I deal che superavano i 10 miliardi di dollari si sono ridotti a 15 rispetto ai 17 del 2011, ma soprattutto lontanissimi dai 45 del 2007. Tra i dati più rilevanti c'è il calo delle attività cross border globali, le quali, mentre nel 2011 valevano più della metà del mercato globale, nel 2012 hanno toccato circa il 40% dei controvalori

Il mercato italiano registra un rallentamento delle attività (-8%) soprattutto dovuto alla riduzione delle operazioni cross border, a causa della diminuzione delle acquisizioni da parte di investitori esteri, spaventati dal clima recessivo e dal quadro politico instabile. Circa l'80% del controvalore complessivo è rappresentato dalle prime 20 operazioni, a dimostrazione di un mercato delle PMI ancora non in grado di effettuare aggregazioni rilevanti (KPMG, Rapporto Mergers & Acquisitions. In cerca di una direzione: il mercato aspetta segnali di ripresa, 2012).

Nel 2013 il trend continua e il mercato risulta ancora in stallo, nonostante un leggero aumento dei controvalori in Europa. Alcuni segnali di ripresa iniziano a provenire dai mercati finanziari: c'è una ripresa dell'IPO con oltre 843 collocamenti per un controvalore complessivo di 164 miliardi di dollari raccolti (+40%), pur rimanendo lontani dal record di 1500 IPO del 2007. Anche il ruolo di investitori finanziari e dei fondi di Private Equity risulta essere positivo, con 5.700 operazioni completate (+3%) tra cui tre deal dal valore che supera i 10 miliardi di dollari. Il mercato italiano è in crescita, registrando un aumento sia nel numero delle operazioni (381, 41 in più rispetto al 2012), sia nei controvalori (31 miliardi contro i 26 del 2012). Gli investitori esteri sono tornati ad investire in Italia realizzando 106 operazioni e contribuendo al valore totale con 13,3 miliardi di euro. Anche le operazioni Italia su estero aumentano rispetto all'anno precedente, registrando 76 deal dal valore totale di circa 4 miliardi. Dunque, vi è una netta ripresa delle attività cross border rispetto all'anno

precedente, le quali, con circa 17,4 miliardi di euro, rappresentano più del 50% del valore totale del mercato. La performance di Borsa Italiana si ritaglia un ruolo di primo piano in Europa, grazie ai suoi 18 collocamenti, dimostrando che anche le imprese italiane stanno mostrando maggiore interesse verso il mercato dei capitali (KPMG, Rapporto Mergers & Acquisitions: i mercati preparano la ripresa, 2013).

Dopo cinque anni altalenanti, con il 2014 il mercato globale M&A registra una decisiva inversione di tendenza. Sono circa 30.000 le operazioni concluse (+9%), per un controvalore complessivo pari a 2.468 miliardi di dollari (+21%). A trainare il mercato dell'M&A, che ha raggiunto il miglior risultato dal 2008, sono ancora gli Stati Uniti con circa 10 mila operazioni e un controvalore complessivo di 1.330 miliardi di dollari (miglior risultato dal 2007). I risultati raggiunti rappresentano l'effetto della grande disponibilità di capitali liquidi delle aziende statunitensi e della politica monetaria espansiva della FED (*Federal Reserve System*), la banca centrale degli Stati Uniti.

L'Europa si conferma leader del mercato per numero di operazioni concluse, 12.400 (38% dei volumi globali), ma in termini di controvalori resta in una fase di stallo, a causa di un'economia ancora influenzata dalle difficoltà di accesso al credito, oltre che dalle tensioni geopolitiche, riguardanti ad esempio la crisi della Grecia.

A spingere il mercato globale M&A sono ancora le attività cross border, le quali registrano un aumento del 44% del controvalore rispetto all'anno precedente. Tra i protagonisti ci sono non solo gli Stati Uniti con la forza dei grandi fondi di Private Equity, ma un ruolo rilevante viene svolto dal mercato emergente cinese. Il 2014 è un anno da record per le acquisizioni estere da parte della Cina: 176 operazioni per un controvalore di 38 miliardi di dollari.

Per quanto riguarda i settori coinvolti, il *Consumer Markets* si rivela sempre tra i più attivi con circa il 30% dei volumi totali. Un contributo rilevante è stato apportato dal comparto del *Pharma* che è stato interessato dalla chiusura di una serie di *mega deal*, ma in forte sviluppo nel mercato M&A è soprattutto l'industria delle telecomunicazioni, la quale, con la diffusione dell'offerta *quad play*

(integrazione telefono, TV, banda larga e rete *wireless*), ha effettuato molte operazioni di riassetto societario.

Il mercato italiano presenta un controvalore di quasi 50 miliardi di euro, a differenza dei 31 miliardi dell'anno precedente (+60%). Anche i volumi mostrano una forte crescita, con 543 operazioni rispetto alle 381 del 2013. Pesano i grandi deal sul controvalore totale: l'acquisizione di Enersis da parte di Enel (8,3 miliardi) e quella di Sky Italia da parte di British Sky Broadcasting (2,9 miliardi), senza le quali le attività di M&A in Italia avrebbero registrato un incremento inferiore, pari al 16%.

L'interesse verso gli asset italiani torna ad essere forte: raddoppiano gli investimenti esteri in Italia con 201 operazioni che pesano per il 40% del controvalore totale. Un contributo importante arriva anche sul lato delle quotazioni: nell'anno si sono registrate 26 IPO che hanno raccolto un valore totale di 2,9 miliardi di euro. In Italia, a guidare il mercato dell'M&A è il comparto *energy & utilities*, rappresentato da servizi di produzione e fornitura di energia, acqua e gas. Le operazioni del settore hanno rappresentato circa il 40% del controvalore totale del mercato (20,2 miliardi di euro) (KPMG, Rapporto Mergers & Acquisitions: la ripresa si consolida, ma l'Italia è sempre più preda, 2014).

La tabella seguente descrive l'andamento del mercato M&A dal 2006 al 2014 rappresentando i controvalori totali per aree geografiche.

Figura 9: L'andamento del mercato M&A (2006-2014)

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

Fonte 9: KPMG

Il 2015 si rivela l'anno della svolta decretando l'effettiva ripartenza del mercato M&A in seguito alle performance negative degli anni successivi alla crisi dei mutui sub-prime. I 3.200 miliardi di dollari di controvalore esprimono il miglior risultato dopo il massimo storico realizzato nel 2007 (3.800 miliardi). Tuttavia, si stabilisce un nuovo record per quanto riguarda i volumi del mercato: 31.500 operazioni concluse. I migliori contributi alla realizzazione di tali risultati provengono dal consolidamento del mercato M&A statunitense, con oltre il 50% dei valori realizzati, e dall'espansione dell'area Asia Pacifico. In un anno caratterizzato da ben 37 operazioni dal valore superiore ai 10 miliardi di dollari, gli Stati Uniti si confermano al primo posto per contribuzione al valore totale (oltre il 50% del controvalore globale), mentre i mercati asiatici conoscono una crescita sorprendente, raddoppiando i valori rispetto al 2014 e raggiungendo un massimo storico di 872 miliardi di dollari. L'espansione più incisiva è attribuibile al mercato cinese, il quale è cresciuto dell'80% e ha creato un controvalore per 370 miliardi di dollari, diventando il secondo mercato dopo gli USA. In crescita anche il mercato italiano con 586 operazioni completate e 56 miliardi di euro raccolti rispetto alle 543 operazioni dal valore di 50 miliardi del 2014. Gli investimenti esteri in Italia raggiungono i 32 miliardi di euro, segnando un nuovo record storico. La Cina, con 9 miliardi di euro, raggiunge gli Stati Uniti al primo posto in termini di investimenti nel nostro paese. Resta ancora poco rilevante la quota di investimenti italiani all'estero, con 97 operazioni per un valore totale di circa 10 miliardi di euro. Continuano i trend positivi per i mercati borsistici: 27 quotazioni di cui 18 sul mercato AIM Italia. Si distingue la quotazione di Poste Italiane sul mercato MTA con una raccolta di più di 3 miliardi di euro (KPMG, Rapporto Mergers & Acquisitions: i mercati si avvicinano ai massimi storici, 2015).

Il mercato M&A del 2016 ha visto il consolidamento dei risultati raggiunti l'anno precedente, con un nuovo record storico in termini di volumi (35.000 operazioni) e un controvalore globale che supera i

3.200 miliardi di dollari posizionandosi al terzo posto tra i migliori risultati di sempre, dopo i 3.800 miliardi del 2007 e i 3.700 registrati nel 2000.

I *mega deal* risultano essere ancora una volta determinanti nella composizione del controvalore globale, grazie a circa 40 operazioni dal valore superiore ai 10 miliardi di dollari. Gli Stati Uniti mantengono il primato con il 50% dei valori generati, seguiti ancora dalla Cina che continua la sua crescita dei valori (+40%). La regione Asia Pacifico, infatti, raggiunge il proprio massimo storico grazie a controvalori per 780 miliardi di dollari, superando nuovamente il mercato europeo (772 miliardi di dollari) e contribuendo per il 24% circa dell'attività M&A globale.

Anche il mercato italiano prosegue in linea con l'andamento dell'anno precedente, registrando il record di 820 transazioni concluse per un controvalore complessivo di 58 miliardi di euro (miglior risultato dal 2008). I risultati ottenuti sono la conseguenza della prosecuzione nelle operazioni di riassetto organizzativo da parte di grandi gruppi industriali come Enel, Eni e Intesa Sanpaolo; del consolidamento di settori come i media e il bancario; dei processi di internazionalizzazione sempre più al centro anche delle strategie delle PMI; e del crescente interesse da parte dei fondi di Private Equity nazionali e internazionali verso gli asset italiani. Migliora anche l'attività cross border, ottenendo un nuovo risultato massimo di 426 operazioni completate: si stabilisce un nuovo record delle acquisizioni estere in Italia, con 261 transazioni (+30%) e 20 miliardi di controvalore, ma soprattutto aumentano del 70% le acquisizioni all'estero da parte di operatori italiani, con 165 operazioni e 12 miliardi di euro di controvalore (+19%) (KPMG, Rapporto Mergers & Acquisitions. La ripresa si consolida: numeri da record per il mercato M&A, 2016).

Nel 2017 si verifica il nuovo record storico di 37.000 operazioni di M&A concluse, per un controvalore che si attesta però al di sotto dei 3.000 miliardi di dollari. La riduzione dei valori è dovuta all'annullamento di svariate transazioni miliardarie da parte delle Autorità regolamentari. L'innovazione tecnologica sempre più dirompente coinvolge un numero di settori sempre più elevato, le imprese operanti nei settori tradizionali necessitano di migliorare la redditività tramite economie

di scala per competere con le nuove *big companies* dell'*high tech* e, quindi, sono sempre più tendenti ad effettuare operazioni di aggregazione, grazie anche al momento favorevole dei mercati azionari e ai bassi tassi di interesse che facilitano il finanziamento per le acquisizioni attraverso il ricorso al debito. La rapida evoluzione degli scenari competitivi, però, non è accompagnata da un'altrettanta celerità delle autorizzazioni da parte gli enti regolamentari garanti della concorrenza. Molte operazioni hanno dovuto attendere le relative autorizzazioni per più di un anno. Altro elemento che ha influenzato le attività di M&A è rappresentato dal ruolo attivo di alcuni governi e dalle loro politiche protezionistiche, come nel caso del governo Trump e delle sue normative anti-scalata rivolte soprattutto alle imprese cinesi con l'obiettivo di proteggere i propri settori strategici.

Il mercato M&A italiano si consolida sui risultati raggiunti nel 2016, riportando lo stesso volume di transazioni ma con un controvalore inferiore che si attesta sui 47 miliardi di euro. Risulta essere sempre più elevato il numero di operazioni di acquisizione all'estero effettuate dalle PMI, grazie alla possibilità di reperire fondi dai mercati borsistici. Sono 32 le nuove quotazioni, con il mercato AIM che è sempre più protagonista dello sviluppo di PMI dinamiche e competitive (KPMG, Rapporto Mergers & Acquisitions: consolidamento settoriale e fusioni alimentano volumi record, 2017).

Il 2018 è stato l'anno del *closing* di diversi *deal* miliardari annunciati negli anni precedenti e che hanno finalmente ottenuto le autorizzazioni delle autorità. I controvalori raggiungono il terzo miglior risultato di sempre con 3.500 miliardi di dollari, mentre i volumi si attestano a 36.000 operazioni, in lieve calo rispetto al record dell'anno precedente. Le operazioni con valore superiore ai 10 miliardi sono numericamente aumentate dalle 28 del 2017 a 40, generando più di 1.000 miliardi di dollari (+57%). Tra queste, 26 operazioni hanno visto il coinvolgimento di imprese statunitensi confermando il ruolo principale degli USA nella conclusione di *mega deal*. Le condizioni favorevoli del mercato (tassi di interesse contenuti e facilità di accesso al credito) continuano ad incoraggiare le attività di M&A, inoltre, diventa sempre più rilevante l'incidenza di investitori finanziari e Private Equity, la cui attività ha registrato un anno da record. Negli ultimi cinque anni la loro attività si è contraddistinta

per volumi e valori costantemente superiori ai livelli realizzati prima del 2006, ma nel 2018 ha raggiunto il massimo storico in termini di volumi (10.830 operazioni, +10% rispetto al 2017) e il secondo miglior risultato di sempre in termini di controvalori (1.026 miliardi di dollari, +20%), dopo il record di 1.077 miliardi nel 2007.

Il mercato italiano è apparso in linea con l'andamento globale, registrando il nuovo massimo storico dei volumi (991 transazioni) e determinando il livello di valori più alto dal dopo crisi (94 miliardi di euro). Anche in Italia hanno pesato notevolmente i *mega deal* sui risultati del mercato, basti pensare ad operazioni come la fusione tra Essilor e Luxottica e l'acquisizione di Abertis Infraestructuras da parte di Atlantia, le quali hanno generato insieme oltre 40 miliardi di euro di controvalore. Tra le operazioni che hanno superato il miliardo si può menzionare anche l'acquisizione effettuata da Michael Kors del 100% del capitale Gianni Versace per un valore di 1,83 miliardi di euro.

Segnali positivi continuano ad arrivare anche dai mercati borsistici, in particolare dall'AIM Italia, che nel 2018 ha raggiunto il nuovo traguardo storico di 113 società quotate e una capitalizzazione di circa 7 miliardi di euro. A dominare le operazioni di quotazione sono state soprattutto le PMI con 26 nuovi collocamenti e una raccolta di capitale pari a 1,3 miliardi di euro (KPMG, Rapporto Mergers & Acquisitions: i mega deal infiammano il mercato, 2018).

2.6.2.1 Il quadro italiano del biennio 2019-2020: l'impatto del Covid e le prospettive future

A livello globale, il mercato M&A nel 2019 ha registrato la chiusura di circa 36.800 operazioni (secondo risultato migliore di sempre) e controvalori per oltre 3.100 miliardi di dollari, il 12% in meno rispetto al 2018, risultato dovuto ad un numero ridotto di *mega deal*.

Il mercato italiano, dopo anni di crescita più o meno continua, chiude un 2019 in forte frenata. Infatti, nonostante sia aumentato il numero di operazioni concluse, portando ad un nuovo massimo storico per quanto riguarda i volumi (circa 1000 transazioni), si è assistito ad un netto calo in termini di controvalori: 37,8 miliardi di euro (-60% rispetto al 2018), a cui si aggiungeranno altri 11 miliardi relativi ad operazioni annunciate ma non concluse nell'anno, per un risultato che non si verificava dal

2013. A differenza dell'anno precedente, influenzato come abbiamo visto da operazioni di grandi dimensioni, il declino del mercato M&A del 2019 è senz'altro ascrivibile alla notevole riduzione dei *big deal*, causata soprattutto dall'instabilità del quadro geopolitico, in particolare per quanto riguarda il tema della Brexit e la guerra dei dazi tra USA e Cina.

Segnali positivi arrivano invece dalle PMI italiane, le quali stanno accelerando i trend di utilizzo dell'M&A come leva strategica per la crescita, come dimostrato dall'aumento del numero di operazioni dal valore più contenuto. Come sottolinea Max Fiani, Partner KPMG e coordinatore del rapporto M&A: "Sottotraccia stiamo assistendo ad un interessante fenomeno di consolidamento in parecchi settori del Made in Italy. Si tratta spesso di operazioni di piccola taglia ma che denotano un atteggiamento imprenditoriale orientato alla crescita. Gli imprenditori italiani si stanno rendendo conto che la dimensione è una variabile strategica per la competitività e che l'M&A accelera i percorsi di crescita e di internazionalizzazione. Si tratta di una buona notizia anche in chiave difensiva, rispetto all'assalto delle multinazionali estere".

Continua a crescere il contributo dei fondi di Private Equity, che nel 2019 hanno realizzato 161 operazioni per un controvalore pari a 10 miliardi di euro, aumentando del 25% i volumi delle transazioni rispetto all'anno precedente e contribuendo per il 25% sul totale del mercato italiano in termini di controvalori.

Prosegue, inoltre, il trend positivo relativo alle operazioni di IPO: sono 35 i nuovi collocamenti nel 2019 (+12% rispetto al 2018) per una raccolta complessiva di circa 3 miliardi di euro. Nel dettaglio, si sono verificate quattro quotazioni sul segmento MTA e ben 30 sul mercato AIM. Sono numerose anche le società che effettuano il passaggio dal segmento AIM a quello MTA, tra queste, si registra l'operatore *hybrid cloud* WIIT che si iscrive alla sezione STAR del mercato MTA, segmento che valorizza le PMI in possesso di requisiti di eccellenza per aumentare la loro visibilità verso gli investitori italiani ed esteri e che prevede il rispetto di particolari condizioni di liquidità, trasparenza e corporate governance (KPMG, L'M&A nel 2019 delude le attese: crescono i volumi, ma diminuiscono i controvalori, 2019).

Il grafico seguente mostra l'andamento dei volumi e dei controvalori del mercato M&A in Italia dal 2010 al 2019.



Fonte: KPMG

Il 2020 è stato un anno caratterizzato da un andamento poco lineare, naturalmente influenzato dall'impatto che ha avuto la pandemia globale sull'economia in generale. Nonostante ciò, il mercato M&A, pur riscontrando un calo sia in termini di volumi che di controvalori, ha saputo resistere agli effetti disastrosi del Covid-19, grazie ad un inizio e una fine dell'anno molto positivi.

Infatti, i primi tre mesi del 2020 non avevano ancora risentito delle conseguenze della pandemia, in quanto le prospettive economiche che si avevano nel 2019 per l'anno successivo erano positive e i risultati del primo trimestre del 2020 sono per lo più il frutto di operazioni negoziate proprio l'anno precedente. I primi tre mesi hanno infatti risentito degli effetti di grandi operazioni dal valore compreso tra 1 e 5 miliardi, mentre i volumi sono stati maggiormente sostenuti da deal di dimensioni più ridotte (tra i 250 e i 500 milioni). Il periodo più difficile dell'anno per le attività di M&A è stato sicuramente quello tra Aprile e Settembre 2020, in cui si è assistito ad un vero e proprio blocco delle operazioni a causa dei lockdown imposti nei vari paesi. Le disposizioni di quarantena hanno reso molto più difficile svolgere soprattutto quelle attività tipiche della fase di negoziazione, come la *due diligence*, gli incontri tra le parti e le trattative. Durante la seconda metà dell'anno, gli operatori hanno

cominciato a riconoscere come stava cambiando il mondo a causa della pandemia e, con esso, il modo di fare business. Hanno iniziato a sviluppare le capacità critiche che consentissero loro di trasformare le difficoltà in opportunità ed emergere dalla crisi. Dunque, dopo un primo periodo di assestamento, gli attori del mercato M&A si sono adattati piuttosto rapidamente a ciò che è stato definito il *new normal*. In particolare, fino allo scorso anno, la digitalizzazione dei processi di fusione e acquisizione era un argomento di discussione per il futuro. Tuttavia, il Covid ha imposto un'accelerazione in tal senso e i processi di digitalizzazione hanno così iniziato ad investire non solo le ordinarie attività aziendali, ma anche operazioni straordinarie come l'M&A. I team di M&A e di Private Equity si sono adattati rapidamente a condurre attività di *due diligence* virtuale e a coordinare a distanza le questioni relative alla chiusura delle trattative e all'integrazione.

Nell'ultimo trimestre il valore del mercato è aumentato del 30% concludendo l'anno con 28.500 transazioni (-11% rispetto al 2019) dal valore totale di 2.800 miliardi di dollari (-15%).

Le Americhe rappresentano la regione che ha riscontrato il calo più evidente (-25%), mentre l'Asia-Pacifico e l'Europa hanno visto diminuire i propri valori rispettivamente del 4% e del 6%.

Inoltre, la pandemia ha attribuito maggiore rilevanza alle tematiche relative all'impatto ambientale: il 2020 sarà ricordato come l'anno in cui i parametri ESG hanno assunto un posto di rilievo tra i criteri di M&A, richiedendo di fatto nuove capacità in termini di *due diligence* (Company, 2021).

Il mercato italiano, come il resto del mondo, ha vissuto un primo trimestre positivo grazie alla chiusura di 231 operazioni per un controvalore di 9 miliardi di euro, rispetto alle 213 transazioni dal valore di 6,6 miliardi dell'anno precedente (+40%). I risultati sono stati influenzati soprattutto dal valore delle 10 principali operazioni, le quali hanno contribuito a più dell'80% del valore totale. Particolarmente incisiva è stata l'operazione di fusione tra Inwit (*tower operator* controllata da Telecom Italia) ed il business delle torri di trasmissione di Vodafone, che con un controvalore pari a 5,3 miliardi di euro ha contribuito a più del 50% del valore delle operazioni concluse nel primo trimestre italiano. Nonostante l'ottima partenza, a fine Marzo cominciano ad esserci i primi segnali

di rallentamento dovuti alla restrizioni, con sole 50 operazioni concluse e molte altre transazioni interrotte, rinviate o addirittura cancellate. Oltre alle complicazioni logistiche, la pandemia ha alterato anche i metodi di valutazione, in particolare i multipli di mercato, i quali, come conseguenza del crollo di oltre il 20% dei mercati azionari, sono stati del tutto stravolti diventando poco affidabili.

I dati diventano preoccupanti da Aprile a Settembre: 285 operazioni concluse in 6 mesi rispetto alle 238 dei primi 3. Infatti, se paragoniamo i dati registrati nei primi 9 mesi del 2020 rispetto ai primi 9 mesi del 2019, notiamo una differenza sostanziale tra le 537 transazioni concluse nell'anno della pandemia rispetto alle 810 dell'anno precedente (-33,7%), oltre all'evidente calo in termini di controvalori, i quali si attestano a 28,5 miliardi di euro nei primi 9 mesi del 2020 contro i 35,2 miliardi di euro del 2019 (-19%). L'anno si è chiuso con una contrazione dei risultati, sia per quanto riguarda i volumi sia per quanto concerne i controvalori: 830 transazioni dal valore complessivo di 34,5 miliardi di euro contro le 1.085 operazioni di circa 50 miliardi del 2019.

Il 2020 è stato negativamente influenzato dalla scarsa attività di investitori esteri in Italia: 200 operazioni dal valore totale inferiore a 6 miliardi di euro, di cui nessuna operazione ha superato il miliardo, rispetto al valore dell'anno precedente che rappresentava il triplo (18 miliardi di euro).

In forte crescita, invece, le transazioni domestiche, le quali hanno raggiunto i 16 miliardi (+13% rispetto ai 13 miliardi del 2019), nonostante i volumi siano stati più contenuti: 480 nel 2020 e 517 nel 2019 (-16%). Tuttavia, si confermano le attività di M&A delle società italiane all'estero per un valore totale di 13 miliardi di euro, a fronte di un numero ridotto di transazioni. L'operazione tra Inwit e Vodafone, descritta in precedenza, ha inciso in maniera rilevante con i suoi 5 miliardi di euro. Rilevante anche il contributo di Generali Assicurazioni che effettuato una serie di acquisizioni all'estero per un valore complessivo di 600 milioni di euro. Infine, Atlantia, tramite la partecipata Abertis, ha rivolto la sua attenzione verso il Sud America e ha acquisito la maggioranza del capitale di Red de Carreteras de Occidente (RCO), società che gestisce 876 km di rete autostradale tra Città del Messico e Guadalajara.

Per quanto riguarda i settori coinvolti, il maggior contributo in termini di controvalori è arrivato dai servizi finanziari, come l'acquisizione di UBI Banca ad opera di Intesa Sanpaolo dal valore di circa 4 miliardi di euro. Il settore del *Consumer Markets* mantiene il primato in termini di volumi con 242 operazioni concluse.

I fondi di Private Equity hanno consolidato il proprio ruolo nel favorire lo sviluppo delle imprese italiane prendendo parte a 230 operazioni di M&A, tra cui 123 da acquirenti. Di queste 123 acquisizioni, 44 sono state perfezionate da fondi esteri e 79 da fondi italiani.

Per quanto riguarda i mercati finanziari, nel 2020 c'è stata una sola ammissione al mercato MTA mentre sono stati 19 i nuovi collocamenti su AIM Italia, poco più della metà dell'anno precedente, per una raccolta complessiva di 700 milioni di euro (nel 2019 erano stati 2 miliardi) (KPMG, M&A in calo nel 2020 per l'impatto del Covid, aspettative positive per il nuovo anno, 2020).

Se consideriamo i vent'anni di questo nuovo millennio possiamo identificare due differenti trend che hanno caratterizzato l'evoluzione del mercato M&A italiano. Nel primo decennio (2001-2010) si sono realizzate complessivamente 4.246 operazioni per un controvalore totale di 708 miliardi di euro, mentre nel secondo decennio si sono concluse 6.780 transazioni dal valore complessivo di 486 miliardi di euro. Si può notare, dunque, una riduzione dei controvalori a fronte di un aumento dei volumi. La causa dei valori decrescenti è imputabile agli effetti della crisi del 2008, che in Italia si sono manifestati soprattutto negli anni successivi; diversamente, l'aumento del numero di transazioni effettuate è generato dall'effetto della democratizzazione del mercato M&A italiano, che, dal 2011 al 2020 ha visto sempre più protagoniste le PMI. Un'altra differenza da evidenziare riguarda i principali settori coinvolti nelle operazioni di finanza straordinaria: nella prima fase si rileva la predominanza di aziende del settore finanziario, mentre nella seconda i settori più coinvolti sono stati quello industriale e quello del *consumer markets*, soprattutto per quanto riguarda i volumi.

Da quanto emerge dal report periodico Horizons di BDO l'inizio del 2021 ha rispettato le aspettative e ha registrato dati incoraggianti. Nel primo trimestre il mercato globale M&A ha mostrato una crescita di circa il 30% rispetto al 2020 e dell'11% rispetto al 2019, registrando controvalori per 178 miliardi di dollari e poco meno di 1.700 operazioni concluse. Questi risultati mettono in luce l'ampia disponibilità di capitali presenti sul mercato da impiegare in operazioni di M&A, elemento che consente di essere ottimisti anche sulle previsioni relative al prosieguo dell'anno.

Per la prima volta dal 2008, le attività di Private Equity hanno rappresentato un terzo delle operazioni totali nel primo trimestre dell'anno per un valore di 54 miliardi di dollari, ottenendo i risultati più elevati degli ultimi anni.

In Italia, il primo trimestre di attività si è rivelato ancora più promettente, esprimendo un boom dell'M&A che si traduce in un aumento delle operazioni del 161%, con 232 transazioni concluse per 26,4 miliardi di euro. I dati sono influenzati dall'effetto dell'operazione Stellantis, oltre al forte attivismo delle PMI. Il 16 gennaio 2021 è la data ufficiale della nascita di Stellantis, il nuovo colosso automobilistico formatosi in seguito alla fusione tra i gruppi Fiat Chrysler e PSA. L'operazione, annunciata con l'accordo di fusione il 18 dicembre del 2019, è stata ufficializzata dopo aver apportato delle modifiche rappresentative dell'impatto economico e finanziario della pandemia di Covid-19.

L'operazione ha dato vita al quarto maggior produttore di auto al mondo che nel 2019 ha realizzato 167 miliardi di ricavi e 7 miliardi di profitto, grazie alla vendita di 8,7 milioni di veicoli.

L'evoluzione del mercato M&A italiano, che prevede per il 2021 oltre 1.000 operazioni, va di pari passo con una cultura di impresa più aperta al mercato. La finanza straordinaria può rappresentare per gli imprenditori italiani un'importante spinta per la crescita, ma senza i capitali adeguati a supporto non si riesce ad essere competitivi. L'apporto di nuove risorse è sicuramente un'opportunità, vista la sottocapitalizzazione del tessuto produttivo italiano, in quanto spesso insieme ai capitali arrivano anche le competenze (Festa, 2021).

Il sistema imprenditoriale italiano, come descritto nel corso dell'elaborato, è da sempre caratterizzato da una scarsa presenza di grandi imprese. Nel 2020 solo 85 imprese hanno un fatturato maggiore di

3 miliardi di euro, mentre, se ci rapportiamo con Germania e Francia, notiamo che il numero di imprese con queste dimensioni sale rispettivamente a 250 e 185. Se si considerano questi dati, sapendo che le grandi imprese sono quelle che maggiormente riescono ad essere competitive sui mercati internazionali, è chiaro che per le PMI italiane la leva dell'M&A diventa oggi uno strumento di crescita per raggiungere dimensioni internazionali e diventare più attrattivi sui mercati che va oltre la semplice alternativa strategica. Bisogna creare nuovi colossi italiani seguendo i recenti esempi di Essilor-Luxottica e di Stellantis. Le aziende italiane, che finora hanno destinato i propri investimenti verso paesi come Spagna, Francia e USA, devono sfruttare al meglio le risorse provenienti del Recovery Fund e ampliare il proprio raggio d'azione verso nuovi orizzonti, pensando a mercati come quello asiatico, già in forte espansione prima della pandemia e dove l'economia si è ripresa più rapidamente dagli effetti del Covid.

Capitolo terzo – Le fasi del processo e i metodi di valutazione

Nel capitolo precedente è stato ampiamente introdotto il tema dell'M&A ed è stato illustrato quanto questo possa rappresentare per le imprese uno strumento di creazione di valore, funzionale ad una strategia di crescita di lungo periodo e al rapido raggiungimento di un soddisfacente livello di competitività. Sono state descritte le principali tipologie di operazioni e le motivazioni sottostanti i processi di acquisizione e fusione. Abbiamo cercato di analizzare tutti i potenziali vantaggi conseguibili attraverso queste operazioni, evidenziando le difficoltà e le sfide che devono affrontare gli attori coinvolti per portare a termine il processo e ottenere i risultati desiderati. Il capitolo si è poi concluso con un'analisi dettagliata dell'evoluzione storica che ha interessato le operazioni di M&A e con una descrizione dei trend recenti e futuri, in ottica di una ripresa dell'economia dagli effetti causati dalla pandemia globale.

In questo capitolo sposteremo l'analisi sulle fasi del processo di M&A, descrivendo le varie tipologie di soggetti coinvolti nell'operazione e le funzioni fondamentali da loro svolte. Infine, verranno

elencati i principali metodi di valutazione utilizzati per la determinazione del valore dell'azienda target e i vantaggi o svantaggi di ciascuno di essi.

3.1 Svolgimento di un processo di M&A

Un'operazione di M&A risulta da un complesso processo valutativo, decisionale e negoziale. Sono molti gli step da superare per arrivare alla sottoscrizione di un atto di cessione (*closing*) che rifletta le reali intenzioni delle parti coinvolte.

Prima di descrivere i passaggi logici da una fase all'altra del processo e i documenti formali necessari al completamento dell'operazione, è necessario individuare gli aspetti principali di un processo di acquisizione che contribuiscono a definire il livello di complessità da affrontare e le tempistiche da gestire.

- Il primo elemento da considerare è legato alle caratteristiche delle imprese coinvolte nell'operazione. Bisogna innanzitutto fare una distinzione tra le due principali categorie di investitori che approcciano un processo di finanza straordinaria: gli investitori industriali e gli investitori finanziari. I primi sono soggetti operanti in diverse aree dell'industria che avviano un'operazione di M&A guidati da logiche strategiche e di creazione di valore nel medio-lungo periodo. Essi sono generalmente interessati al miglioramento dell'utile per azione (EPS) e del *dividend yield*. Gli investitori industriali mirano ad ampliare la propria gamma di prodotti, entrare in nuovi mercati, accrescere il proprio vantaggio competitivo e sviluppare sinergie. Il grado di rischio con cui questa tipologia di investitori intraprende un'operazione di M&A è medio, in quanto l'investimento viene realizzato se considerato strategico per la crescita della società, dunque un'elevata percezione del rischio rappresenterebbe un freno per la transazione.

Gli investitori finanziari sono, invece, soggetti che gestiscono patrimoni attraverso investimenti nel capitale di rischio delle società, come i fondi comuni di investimento (*private equity*, *venture capital*, *hedge fund*) o le banche. L'obiettivo di questi investitori è la creazione

di grandi ritorni sul capitale investito attraverso la realizzazione di un *capital gain*. L'investimento ha un orizzonte temporale tipicamente compreso tra i tre e i cinque anni (breve/medio), finalizzato all'*exit* dopo aver maturato un guadagno in conto capitale e quindi una plusvalenza rispetto all'investimento iniziale. Differentemente dagli investitori industriali, il rischio dell'investimento è più elevato e può essere mitigato se gestito da figure professionali con competenze specialistiche.

È quindi evidente che le modalità attraverso cui le due tipologie di investitori approciano un potenziale target siano sostanzialmente diverse, come lo sono quelle di un grande gruppo industriale rispetto ad una piccola o media impresa che intraprende queste operazioni per la prima volta.

- Il secondo elemento della transazione da considerare riguarda la classificazione dell'operazione. Bisogna comprendere quali sono le quote di partecipazione della società target al centro della transazione: può trattarsi di un'operazione totalitaria, di maggioranza o minoranza; oppure si può parlare di joint venture o di operazioni di spin-off, equity carve-out o cessione di azienda.
- Il terzo aspetto riguarda il contesto in cui si svolge l'operazione. A riguardo, bisogna comprendere le esigenze dei vari stakeholder che in qualche modo sono coinvolti nella transazione; analizzare le caratteristiche, le minacce e le opportunità del settore di riferimento; individuare le eventuali restrizioni normative o governamentali.
- Un altro fattore rilevante è sicuramente rappresentato dalle risorse economiche coinvolte. Nel caso in cui l'operazione viene intrapresa dalla parte venditrice, bisogna valutare il ritorno atteso delle quote di partecipazione al capitale. Invece, nel caso in cui l'operazione sia promossa dalla parte acquirente, è necessario comprendere quali sono le risorse economiche a disposizione o quelle potenzialmente reperibili.
- Infine, è importante identificare le implicazioni fiscali e legali che scaturiscono da un processo di M&A. Esse, infatti, influenzano quella che sarà la struttura societaria da adottare in seguito

all'operazione, le modalità e i termini di pagamento. Tali fattori possono, in alcuni casi, compromettere l'intera operazione.

In sintesi, prima di intraprendere un investimento di tale portata, è fondamentale considerare tutti questi fattori per comprendere quali sono i limiti che si possono incontrare o le opportunità da poter sfruttare.

Le operazioni di M&A seguono un processo articolato in quattro fasi rilevanti:

- Selezione;
- Valutazione;
- Negoziazione;
- Integrazione.

3.1.1 Selezione

La selezione prende origine dall'identificazione di un bisogno o di un'opportunità strategica per l'impresa bidder. In questa fase preliminare l'impresa identifica: le necessità interne, definendo i vantaggi che può fornire un'acquisizione rispetto ad altre alternative strategiche; i trend di mercato che rendono favorevole un'operazione di M&A; le risorse a disposizione per avviare il processo o quelle reperibili tramite fonti di finanziamento.

Una volta identificate le necessità, l'impresa ha ben chiare quali sono le caratteristiche da ricercare nella target (settore di appartenenza e performance storiche) e le tempistiche entro cui intende portare a termine l'operazione.

Questa fase di preparazione può concludersi con l'individuazione di figure professionali che supporteranno la società per la durata del processo:

- Società di consulenza strategica: chiamata a verificare le analisi preliminari svolte dalla società ed eventualmente a proporre altre alternative strategiche, identificando i value driver di ogni possibile impresa target;

- Advisor finanziario: soggetto che coadiuverà l'impresa per tutto il processo di M&A, coordinando ogni attività fino al closing.

Definita la strategia e gli obiettivi nella fase preliminare, inizia la fase operativa e, dunque, l'identificazione e selezione di potenziali target. In questa fase la bidder non ha ancora preso contatti con una controparte, quindi, le analisi vengono svolte esaminando dati pubblici come i bilanci o articoli, e effettuando ricerche di mercato. Vengono considerati elementi economici (risultati reddituali e indici patrimoniali), commerciali/tecnici (qualità e ampiezza del portafoglio prodotti, know-how), competitivi (quota di mercato), e di governance (composizione della compagine sociale e ricambio generazionale). In questo momento, dunque, viene preso in considerazione il valore "stand-alone" della società target, senza valutare le potenziali sinergie o le possibilità di integrazione tra le due culture aziendali.

Questa fase di esplorazione termina con l'identificazione di un ampio numero di potenziali target che saranno sottoposti ad ulteriore verifica da parte del management, il quale si occuperà di selezionare le alternative più interessanti e che più si avvicinano ai parametri del prototipo di target ideale. In questa prima fase di selezione viene redatto un documento chiamato "*approach letter*" in cui la bidder definisce le motivazioni che giustificano l'operazione che intende intraprendere e le prospettive offerte alla target e realizzabili con l'operazione. L'advisor finanziario prende i primi contatti con ciascuna target avvalendosi della *approach letter*, giungendo a stilare una *short list* delle imprese che hanno reagito positivamente manifestando interesse nell'operazione.

A questo punto prende avvio un processo di valutazione più accurato delle società inserite nella *short list*, sviluppato sulla base di nuove informazioni fornite direttamente dall'impresa target. Requisito essenziale affinché si proceda con un'analisi più dettagliata è la sottoscrizione di un accordo di riservatezza tra le parti (*non disclosure agreement, NDA*), documento volto a garantire segretezza sulle informazioni trasmesse dalla target. Il documento stabilisce un intervallo di tempo (generalmente uno o due anni) entro cui non sarà possibile divulgare le informazioni ricevute; inoltre, esso obbliga la bidder a disporre di tali informazioni esclusivamente ai fini della transazione e a

renderle disponibili solo ai consulenti coinvolti nell'operazione, il cui mandato a sua volta rispetti il vincolo di segretezza.

Le imprese che mostrano un interesse nel proseguire l'operazione dopo aver ricevuto l'*approach letter*, nominano anch'esse un advisor finanziario che si occupi di seguire tutte le successive fasi del processo. Il primo compito svolto dall'advisor consiste nella redazione di un documento che descriva in modo analitico le caratteristiche della società. Questo documento prende il nome di *information memorandum* e rappresenta il punto di partenza per le successive analisi condotte dalla bidder prima di avviare, eventualmente, la fase di negoziazione. Tra le informazioni contenute nel documento, troviamo:

- Un'analisi del settore di riferimento con i limiti e le opportunità che esso presenta;
- Un'analisi del portafoglio prodotti/servizi offerti con i punti di forza e di debolezza della società;
- Una descrizione della composizione dell'azionariato e delle società controllate e collegate, nel caso si tratti di un gruppo industriale;
- Un'analisi degli assets strategici della società;
- Infine, una previsione sulle prospettive reddituali, patrimoniali e sulla generazione di flussi di cassa futuri.

Sulla base di tali informazioni l'impresa bidder intraprende il processo di valutazione per stabilire un range di prezzo su cui avviare in seguito le trattative di negoziazione.

In questa fase le parti possono coinvolgere altre figure professionali da affiancare all'advisor finanziario, come i consulenti legali, fiscali e tecnici.

3.1.2 Valutazione

Una volta individuata la società obiettivo dell'acquisizione e una volta ricevuto da essa il documento di *information memorandum*, l'impresa bidder approfondisce il processo di valutazione già avviato

nella fase di selezione e finalizzato a determinare il capitale economico dell'azienda, quindi ad attribuire un valore economico al suo capitale proprio.

Le stime del capitale devono seguire un principio di neutralità per essere quanto più possibilmente obiettive e prescindere da criteri di carattere soggettivo e dalla considerazione dei fattori di rischio che caratterizzano la società oggetto della valutazione. Secondo Guatri: “La valutazione di un'azienda si ispira a concetti, criteri e metodi ai quali si chiede di esprimere una misura dotata nel più alto grado possibile delle seguenti caratteristiche:

- Razionalità, nel senso che essa deve derivare da un processo logico, chiaro e convincente; e, come tale, largamente condivisibile.
- Dimostrabilità, nel senso che deve essere possibile attribuire ai fattori che entrano nella formula grandezze supportate da dati controllabili.
- Neutralità, nel senso di escludere scelte meramente soggettive e arbitrarietà immotivate.
- Stabilità, intesa nel senso di evitare continue oscillazioni di valore legate a fatti contingenti o a variazioni di prospettive dipendenti più da opinioni che da modifiche oggettive degli scenari” (Guatri, 1998).

Insieme a tali principi, secondo l'*Union Européenne des Experts Comptables Economiques et Financiers (UEC)*, ce ne sono altri a cui un processo di valutazione dovrebbe ispirarsi:

- Il principio della relatività, in base al quale la valutazione porta a risultati differenti in base alla finalità perseguita;
- Il principio della generalità, secondo cui bisogna in ogni caso stimare un valore oggettivo, scevro da qualsiasi considerazione soggettiva dei soggetti coinvolti e da condizionamenti di natura congiunturale;
- Il principio della composizione, che afferma che il valore di un'azienda deve essere rappresentato da una componente patrimoniale e una componente reddituale;

- Il principio della separazione tra valore e prezzo, in quanto il prezzo può differire in modo sostanziale rispetto al valore oggettivo dell'azienda, perché influenzato da altri fattori di natura soggettiva.

In sintesi, per giungere alla definizione di un prezzo da proporre in fase di negoziazione, bisogna prima di tutto effettuare un'analisi dettagliata della situazione patrimoniale della società target e delle sue performance economico-finanziarie, sia storiche che riguardanti le prospettive future (valore della target *stand alone*); dopo di che, in base anche alle aspettative e ai benefici attesi di venditore e acquirente, vengono espresse considerazioni personali ed effettuate valutazioni soggettive in merito alla quantificazione delle sinergie che si vogliono ottenere dall'operazione. Queste seconde considerazioni vanno a definire il cosiddetto "premio di acquisizione", che rappresenta il sovrapprezzo che un acquirente è disposto a pagare per ottenere il controllo della società target e beneficiare delle sinergie.

La stima del premio di acquisizione rappresenta una delle attività più delicate della fase di valutazione, in quanto si tratta di operazioni caratterizzate da elementi condizionati da elevata variabilità e soggettività.

I metodi utilizzati per determinare il valore oggettivo della target saranno analizzati nel corso dell'elaborato.

3.1.3 Negoziazione

La fase di negoziazione si apre con un confronto tra le parti coinvolte nell'operazione, al termine del quale la società bidder formalizza lo stato delle trattative redigendo un documento, chiamato "Lettera di intenti" (*letter of intent o LOI*).

Questo documento contiene:

- La conferma dell'interesse da parte dell'acquirente a proseguire le negoziazioni;
- L'indicazione di un prezzo considerato accettabile dalle parti;
- L'esplicitazione delle tempistiche entro cui portare a termine l'operazione;

- L'identificazione di eventuali condizioni sospensive o ostative per il completamento dell'operazione.

Ciascuna LOI viene inviata dalla società acquirente alla target, la quale la accetta prima di proseguire le trattative. Generalmente la lettera di intenti prevede un periodo di esclusiva che impedisce ad altre imprese di proporre offerte per acquistare l'impresa target.

La predisposizione della LOI dà vita ad una nuova fase della negoziazione durante la quale le parti stabiliscono:

- I soggetti giuridici che agiranno, nel caso in cui l'acquisto venga effettuato direttamente dalla bidder, o tramite una società veicolo, oppure in consorzio con altri investitori.
- Le modalità con cui viene realizzata la transazione, quindi se si tratta di una cessione di una quota di minoranza o di maggioranza, fino al 100% del capitale da parte dei soci della target; o se si parla di cessione di un ramo d'azienda della target o di uno spin-off di parte degli attivi della target.
- Le modalità di pagamento, dunque se si conclude l'operazione attraverso un pagamento in contanti; tramite scambio azionario; tramite un pagamento dilazionato in diverse *tranches* oppure se si prevede una clausola di *earn-out*. Questa clausola prevede che il prezzo dell'acquisizione sia formato da una componente fissa, pagata al momento del *closing*, e da una componente variabile che verrà pagata dopo un determinato periodo di tempo e il cui valore è legato alla generazione di risultati reddituali futuri, realizzati in seguito alla chiusura dell'operazione di M&A e generalmente relativi all'andamento di misure contabili come l'EBITDA. Con gli *earn-out* le parti definiscono gli obiettivi collegati alle performance prospettiche della target, i quali vengono misurati a diverse scadenze e associano a ciascuna di esse la corresponsione di una parte del valore della transazione. Questa tipologia di accordo è frequente nel caso in cui gli azionisti della target non cedano interamente il proprio capitale sociale, ma mantengano delle quote nella nuova società, spesso ricoprendo cariche manageriali.

- Infine, vengono stabilite le condizioni minime per il raggiungimento dell'accordo: buon esito delle verifiche condotte sulla società target prima della sottoscrizione del contratto (Due Diligence); ottenimento di garanzie su specifici fattori di rischio.

Questa seconda fase di negoziazione viene formalizzata in un nuovo documento, chiamato "Offerta non vincolante" (*non-binding offer*). Tale documento rappresenta un'offerta non vincolante per le parti in quanto la società acquirente deve portare a termine le attività di Due Diligence prima di ufficializzare l'offerta. La Due Diligence è molto importante perché non solo può rilevare criticità che si rifletteranno in una modifica del prezzo di acquisto formulato nella *non-binding offer*, ma fornisce anche indicazioni circa le garanzie che la bidder dovrà richiedere per la conclusione dell'operazione.

Nel caso in cui la fase di negoziazione vada a buon fine si arriverà alla stipulazione dell'atto formale del *signing*, ovvero il contratto di compravendita (*Sales Purchase Agreement*, o *SPA*). A differenza della lettera di intenti, che rappresenta un documento precontrattuale non vincolante per le parti, lo SPA è legalmente vincolante, dunque, se un contraente non adempie a quanto stabilito dal contratto, è richiesto il risarcimento del danno.

Lo SPA rappresenta l'output finale del processo di negoziazione e definisce gli obblighi a carico delle parti tra la sottoscrizione del contratto (*signing*) e la chiusura dell'operazione (*closing*). Il documento, oltre a definire il prezzo e le modalità di pagamento, ripartisce tra acquirente e venditore il rischio di perdite economiche che potrebbero emergere dopo la sottoscrizione del contratto, sia prima che post *closing*.

Nel caso in cui, invece, durante la negoziazione si interrompono le trattative, la società acquirente dovrà riprendere la *short-list* per avviare una nuova fase di negoziazione con un'altra società target.

3.1.3.1 La Due Diligence

La Due Diligence rappresenta il complesso di attività volte ad analizzare ed investigare tutti i fattori di rischio che possono minare il successo di un'operazione di M&A. L'obiettivo di tali attività è

quello di ridurre le asimmetrie informative relative alle operazioni straordinarie. La Due Diligence contribuisce ad individuare tutte le criticità e opportunità che caratterizzano l'operazione e che possono influenzare le condizioni poste per la sua conclusione.

Essa viene solitamente condotta dalla parte acquirente una volta che sono stati stabiliti i requisiti minimi dell'operazione e una volta che le parti abbiano manifestato le proprie volontà redigendo il documento di offerta non vincolante. In tal caso, l'attività prende il nome di *Buy Side* Due Diligence ed è di fondamentale importanza per la parte acquirente, affinché essa riceva le adeguate garanzie riguardo l'esito positivo del processo di acquisizione. Di recente, tuttavia, sono sempre più frequenti le attività di Due Diligence commissionate dalla parte venditrice che prendono il nome di *Vendor* Due Diligence. In tal caso, le attività investigative sono rivolte ad una pluralità di potenziali acquirenti e sono collegate alla necessità di ottimizzare i processi d'asta che verranno descritti in seguito.

Le attività di Due Diligence possono essere svolte prima o dopo la sottoscrizione di un contratto di acquisizione. Si parla di Due Diligence preventiva (*Pre-Acquisition* Due Diligence) quando le attività vengono svolte antecedentemente alla chiusura dell'operazione, con l'obiettivo di fornire al potenziale compratore gli strumenti necessari per validare la propria intenzione di procedere all'acquisizione. La Due Diligence successiva (*Post-Acquisition* Due Diligence) tende a verificare gli aspetti definiti durante la fase di negoziazione e, in caso di difformità dei risultati delle analisi rispetto alle aspettative, consente di procedere alla rettifica del prezzo pattuito o, nei casi più gravi, alla risoluzione del contratto.

Nel compimento delle attività di Due Diligence, le società si affidano solitamente a figure professionali esterne che possono essere advisor finanziari, legali o fiscali in base alla tipologia di attività da condurre.

Tra le tipologie di Due Diligence, le principali sono: la Due Diligence finanziaria, la Due Diligence commerciale, quella fiscale e, infine, quella legale.

La Due Diligence finanziaria focalizza l'analisi sull'andamento storico degli indicatori reddituali (solitamente ricavi e EBITDA) e finanziari (posizione finanziaria netta e capitale circolante) della società obiettivo dell'acquisizione, al fine di verificare la sostenibilità economico-finanziaria dell'impresa target. Gli elementi principali che sono oggetto di analisi riguardano la sostenibilità dell'EBITDA storico (*quality of earnings*), il livello e le fonti di indebitamento (*quality of assets*) e il livello medio di capitale circolante necessario per il business.

La Due Diligence commerciale si pone l'obiettivo di valutare il modello di business dell'impresa target e la sua posizione competitiva nel settore in cui opera, attraverso l'analisi dell'assetto organizzativo della società, del mercato di riferimento, dei concorrenti e del portafoglio clienti.

La Due Diligence fiscale si occupa di verificare la situazione fiscale dell'azienda target, identificando eventuali passività fiscali e quantificandone il valore e il rischio, e individua le adeguate garanzie contrattuali. È di fondamentale importanza in quanto contribuisce ad ottimizzare il costo fiscale dell'operazione.

La Due Diligence legale è volta a fornire alla società acquirente le informazioni riguardanti i contratti in essere della target e la loro conformità alle disposizioni normative. L'analisi verte su vari elementi: la contrattualistica (analisi dei contratti commerciali con clienti e fornitori); salute e sicurezza sul lavoro; concessioni, autorizzazioni e rischio ambientale; rapporti finanziari (analisi delle garanzie); proprietà intellettuale e industriale (analisi di brevetti e licenze); concorrenza e antitrust.

Altre attività di Due Diligence sono: la Due Diligence giuslavoristica, l'IT Due Diligence e la Due Diligence ambientale. La prima si occupa di verificare eventuali criticità legate alla gestione delle risorse umane e dei rapporti di lavoro subordinato, analizzandone gli aspetti legali; l'IT Due Diligence viene svolta al fine di accertare l'adeguatezza dei sistemi informativi della target in termini di

affidabilità e sicurezza, verificando la compatibilità degli stessi con quelli della società acquirente per analizzare potenziali problematiche in caso di integrazione. Infine, la Due Diligence ambientale è sempre più richiesta dagli operatori, in linea con l'inasprirsi delle normative legate alla sicurezza ambiente. I rischi ambientali ed i costi ad essi connessi possono incidere in maniera significativa sul valore della transazione.

Durante la fase economica precedente alla crisi finanziaria i multipli utilizzati per le valutazioni erano molto alti da richiedere alle società acquirenti di focalizzare l'analisi sui risultati storici dell'impresa oggetto di valutazione (il "*purchase price*" era molto sensibile a piccoli aggiustamenti dell'EBITDA storico). Ad oggi, le dinamiche di mercato sono sostanzialmente diverse e i multipli di mercato sono significativamente inferiori rispetto a quelli presenti in fase di pre-recessione, dunque il prezzo di acquisto in una transazione è diventato meno sensibile agli aggiustamenti dell'EBITDA storico. Questo ha fatto sì che le Due Diligence "tradizionali", orientate all'analisi delle performance storiche, si sono rivelate inadeguate al nuovo contesto e hanno contribuito al fallimento di molte operazioni di M&A, avviate da imprese che non sono riuscite ad estrarre il valore atteso da una transazione.

Per assecondare le nuove esigenze del mercato, *Ernst & Young* ha sperimentato un metodo innovativo, la "Transaction Diligence", volto a fornire all'impresa bidder un'analisi completa delle performance dell'impresa target, con un focus bilanciato tra risultati storici e prospettive future. L'attività di analisi coinvolge in un unico team tutte le competenze necessarie a valutare ogni singolo elemento della transazione, con il fine di individuare le potenziali sinergie derivanti e di predisporre un *value bridge* riassuntivo delle possibilità di creazione di valore a seguito dell'operazione (Dallocchio, Lucchini, & Scarpelli, 2015).

3.1.4 Integrazione

Il successo di un'operazione di M&A non dipende soltanto dalle capacità negoziali delle parti o dei loro consulenti, né dall'individuazione del giusto prezzo di acquisizione, tuttavia, generalmente i

processi di acquisizione generano gli effetti desiderati se il management della società acquirente gestirà in modo efficace la fase di integrazione con l'impresa acquisita (*post merger integration*). Ci troviamo dunque all'ultimo stadio di un M&A, la fase in cui si manifestano le maggiori criticità per il buon esito dell'operazione. L'evidenza empirica, infatti, dimostra che nel 40% dei casi l'insuccesso di un'operazione è proprio dovuto all'incapacità di gestire il processo di integrazione tra due culture differenti; nel 27% di essi c'è un'errata valutazione del prezzo pagato e solo nel 15% dei casi si parla di errata valutazione delle potenzialità della target (Dallocchio, Lucchini, & Scarpelli, 2015).

Risulta evidente che bisogna condurre quest'ultima fase del processo con la massima attenzione da parte del management della società acquirente, con il coinvolgimento anche dei manager della società target, qualora i suoi azionisti rimangano soci dopo l'operazione.

Il rischio è che si possa verificare una dispersione delle risorse investite nell'operazione, con la conseguente impossibilità di cogliere le sinergie identificate in fase di analisi del deal, causando, in casi estremi, perdite economiche e distruzione di valore.

Per impedire che ciò avvenga, è importante che si approfondisca la conoscenza delle differenze culturali tra le due aziende, in modo da individuare eventuali barriere che possano intralciare il percorso di integrazione. Per stimare correttamente le sinergie conseguibili con l'operazione, infatti, bisogna tenere in considerazione questi aspetti già dall'avvio delle prime fasi, prima ancora di intraprendere le trattative di negoziazione. È importante predisporre tutti i livelli della struttura gerarchica dell'organizzazione all'avvio del processo di integrazione, condividendone criticità ed obiettivi. Costruire una leadership di processo e consolidare una cultura organizzativa uniforme ed orientata al miglioramento della performance può consentire ad un'impresa di affrontare al meglio tutta la fase di integrazione. Essa, dunque, prende avvio immediatamente dopo l'annuncio del deal (*closing*) e può protrarsi lungamente nel tempo. Il ruolo del management si rivela, in questa fase, di fondamentale importanza, affinché esso, coadiuvato da consulenti specializzati, riesca a portare a termine il processo ottenendo i risultati sperati, generando quindi benefici per l'impresa, per i suoi azionisti e per tutti i soggetti coinvolti nell'operazione.

Solo se gestita nel giusto modo un'operazione di M&A può rivelarsi tra i più importanti strumenti di creazione di valore di lungo periodo.

3.1.5 Il processo sul sell side

Non di rado il processo di M&A viene intrapreso da una società che intende vendere sul mercato una quota di partecipazione che può trattarsi di una minoranza o della totalità del capitale sociale. L'impresa deve presentarsi al meglio ai potenziali acquirenti per massimizzare il ritorno degli azionisti che disinvestono le proprie quote.

L'intenzione di vendere può essere comunicata attraverso un'asta pubblica, offrendo sul mercato tramite l'utilizzo di canali mediatici, oppure attraverso un'asta privata, quindi annunciando il processo di vendita ad un numero ristretto di società selezionate.

Un'altra modalità è rappresentata dall'approccio negoziale: in questo caso tutti gli elementi principali della transazione, come il prezzo e le modalità di pagamento, sono definiti attraverso il confronto tra le parti coinvolte. Questo approccio è certamente preferibile nel caso in cui la società non dovesse disporre di grande visibilità e il cui valore, dunque, sarebbe meglio espresso con la condivisione di informazioni riservate.

Se la società venditrice vuole riservarsi la possibilità di interrompere l'operazione perché considera rischiosa la risposta del mercato e incerte le aspettative di ritorno, un processo d'asta può causare maggiori problematiche rispetto ad un approccio negoziale che rende più agevole l'abbandono dell'operazione limitando anche i danni reputazionali che la società può subire.

Se consideriamo, invece, la massimizzazione del prezzo, è chiaro che una domanda più ampia può consentire di ottenere un controvalore più alto dall'operazione. In questo senso, dunque, l'asta pubblica è l'approccio migliore, in quanto permette di raggiungere un numero più elevato di controparti disposte a formalizzare un'offerta.

Per massimizzare il valore percepito dalle potenziali società acquirenti risulta fondamentale la preparazione di un set di documenti, attraverso cui la società promuoverà la sua offerta di vendita. I documenti che saranno presentati alle controparti durante le varie fasi sono quelli già descritti in precedenza (*blind profile, approach letter, information memorandum*) e il loro insieme è definito come “*data-room*” proprio perché, in fase di negoziazione, si usava allestire una sala per i potenziali buyer con l'intento di mostrare loro tutta la documentazione.

Con l'evoluzione delle tecnologie informatiche la *data-room* è spesso virtuale ed i documenti vengono condivisi su una piattaforma che garantisce la giusta riservatezza delle informazioni.

Il primo confronto con le controparti avviene attraverso documenti anonimi con un forte contenuto di marketing, che hanno il compito di mostrare al potenziale acquirente le caratteristiche distintive dell'azienda che intende vendere le proprie partecipazioni (*blind profile o approach letter*). In questa fase, l'advisor finanziario della parte venditrice prosegue le prime trattative con il potenziale buyer in modo riservato. Una volta ottenuto un riscontro positivo dalle controparti sull'intenzione a voler proseguire nelle trattative, si procede con la sottoscrizione del *confidentiality agreement* e con la consegna dell'*information memorandum*. Con la sottoscrizione dell'accordo di confidenzialità (NDA), il rischio che possano trasparire informazioni riservate riguardo il processo di vendita è molto mitigato. Prima della sottoscrizione di tali documenti, infatti, la segretezza di tali informazioni è regolata solo da accordi informali (*gentlemen's agreement*) (Dallocchio, Lucchini, & Scarpelli, 2015).

Con la distribuzione dell'*information memorandum* le parti acquirenti possono valutare in modo più approfondito le caratteristiche della società e inizia così la fase delle negoziazioni.

L'interesse della società venditrice è quello di iniziare i negoziati con quante più imprese possibili, così, da un lato avrà maggiori possibilità di riaprire le negoziazioni con un'altra società nel caso in

cui fallisse la prima trattativa intrapresa, e dall'altro lato potrà far competere più imprese con l'intento di far aumentare il prezzo della transazione.

Al termine di questa fase le società interessate proporranno una lettera di intenti e la società target dovrà scegliere tra queste la migliore offerta sulla base di più elementi:

- Le prospettive di sviluppo designate dall'acquirente;
- Il prezzo proposto;
- Le possibilità che l'operazione si concluda con successo.

Una volta stabilito con quale potenziale acquirente proseguire il processo, le fasi successive si evolvono similmente a quanto accade in un processo *sell side*.

3.2 I metodi di valutazione

La valutazione è una delle fasi più critiche nell'implementazione dei progetti di M&A e nei processi decisionali aziendali in generale. In particolare, il valore teorico di un'impresa è il parametro sul quale le controparti basano le loro aspettative. Il prezzo finale può certamente differire in maniera significativa rispetto al valore di riferimento teorico, dipendendo da altri aspetti che prescindono dal mero valore "stand alone" (come le sinergie, le condizioni di mercato etc.). Il prezzo stimato mostra un livello significativo di soggettività.

In alcuni settori, il processo di valutazione risulta essere ancora più complesso, a causa delle condizioni particolari in cui verte l'industria di riferimento e che rendono più complicate le previsioni sugli andamenti futuri economici e finanziari.

In questa parte dell'elaborato proveremo a fornire una descrizione dei principali metodi di valutazione utilizzati nella prassi.

Distinguiamo gli approcci analitici, che studiano le grandezze aziendali attraverso lo studio delle performance passate e la stima di quelle future, dai metodi di mercato che, invece, identificano il valore dell'impresa comparandola con altre aziende nel mercato.

È possibile dividere le metodologie applicabili in: metodi finanziari, metodi di mercato, metodi patrimoniali, metodi reddituali e metodi misti.

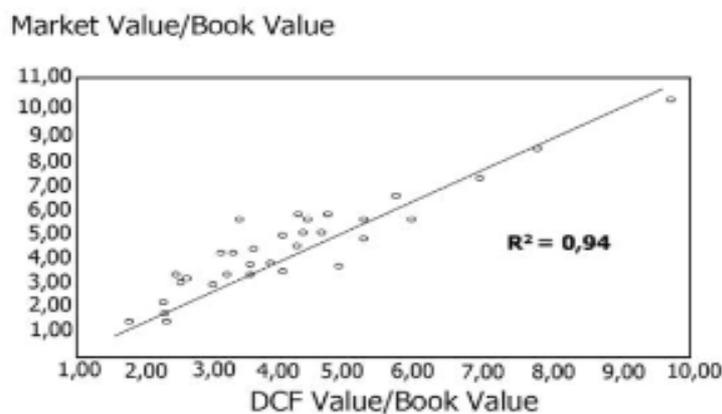
3.2.1 Metodi finanziari

La logica teorica alla base di questi metodi è che il valore in una determinata data può essere rappresentato dai flussi di cassa che saranno prodotti dall'impresa durante la sua vita futura, opportunamente scontati per riflettere il tempo e i fattori di rischio.

Questi metodi sono giustificati dall'evidenza empirica di una correlazione tra i valori misurati dal mercato azionario e i flussi di cassa generati dal business.

Il grafico (Copeland T. E. et al., 1991) mostra la correlazione tra il valore di mercato e i flussi di cassa delle imprese appartenenti all'indice S&P 500. Il grafico dimostra che la correlazione tra valore di mercato e flussi di cassa è pari a 0,94. Questo ha portato alla conclusione che il vero driver del valore aziendale è rappresentato dal flusso di cassa generato.

Figura 11: Grado di correlazione tra market value e cash flow delle imprese S&P500



Fonte 11: Vulpiani, *Special cases of business valuation*

Da un punto di vista pratico, il metodo finanziario si esprime nella formulazione del valore come somma dei futuri flussi di cassa di un'azienda, opportunamente scontati, come riassunto dalla seguente formula:

$$Value = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Dove:

CF_t = cash flow dell'esercizio t ;

r = tasso di sconto che riflette il fattore rischio e tempo dei flussi di cassa stimati.

C'è un'oggettiva difficoltà nel predire la durata temporale di un'impresa. Generalmente si considera accettabile l'idea di un'impresa che ha ipoteticamente una durata illimitata. Questo perché solitamente le imprese hanno aspettative di vita longeve e perché l'effetto dei flussi di cassa di lungo termine negli ultimi anni è diventato trascurabile.

Per ovvie ragioni pratiche, relativamente alla capacità di pronosticare, questo periodo di tempo "illimitato" viene diviso in due sotto-periodi: il periodo di previsione esplicito, in cui i flussi di cassa vengono stimati in maniera puntuale, e il periodo residuale, in cui il valore residuale viene stimato ricorrendo ad ipotesi semplificate (valore terminale):

$$Value = \underbrace{\sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+r)^t}}_{\substack{\text{Value of cash flows,} \\ \text{explicit time period} \\ \text{(calculated)}}} + \underbrace{TV}_{\substack{\text{Terminal} \\ \text{Value} \\ \text{(estimated)}}$$

Dove:

N = periodo di previsione esplicito;

CF_t = flusso di cassa nel periodo di tempo t ;

r = tasso di sconto.

Il valore terminale (TV) è stimato utilizzando ipotesi semplificative. Tra queste, una delle più comunemente adottate, è quella espressa dalla formula di Gordon, che assume la crescita stabile dei flussi di cassa dopo un determinato periodo:

$$CF_{(n+1)} = CF_n * (1+g)$$

Dove:

$n > N$ = numero degli anni successivi al periodo di previsione esplicito;

CF = flusso di cassa normalizzato;

g = tasso di crescita.

Questa formula assume che il flusso di cassa crescerà ad un tasso costante. In questo caso il secondo termine (“TV”) diventa una cosiddetta serie convergente di infiniti termini, che converge in un unico, semplice risultato:

$$Terminal\ Value\ estimated = \sum_{t=N+1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \approx \frac{CF(1+g)}{(r-g)}$$

Questo semplifica notevolmente la valutazione del processo in quanto permette di procedere avendo a disposizione solo le seguenti informazioni:

- $CF_n = N$ flussi di cassa nel periodo esplicito;
- CF = flusso di cassa normalizzato al valore terminale;
- r = tasso di sconto
- g = tasso di crescita

In queste condizioni, nell’ambito del generale gruppo dei metodi finanziari, ciascuna specifica tecnica di valutazione differisce in modo sostanziale in termini dell’oggetto della valutazione:

- valore dell'*equity value* (capitale proprio), o *enterprise value* (valore totale d'impresa), e quindi metodi diretti o metodi indiretti;
- flusso di cassa, puntuale o normalizzato;
- assunzioni individuali nel calcolo del tasso di sconto e altre variabili (tasse ecc.)

3.2.1.1 Il metodo dei flussi di cassa scontati

Il principale metodo finanziario è rappresentato dal *Discounted Cash Flow method, DCF* (metodo dei flussi di cassa scontati). Il metodo DCF assume che il valore di un'impresa sia pari alla somma dei flussi di cassa operativi (FCF), generati nell'orizzonte temporale previsto per l'investimento, e del *Terminal Value (TV)*, che rappresenta il valore al termine dell'orizzonte temporale. Entrambi gli elementi sono attualizzati ad un opportuno tasso prescelto (k), il quale riflette l'adeguata rischiosità dei cash flows previsti dall'investimento.

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

EV = Enterprise Value;

FCF_t = Flussi di cassa operativi al tempo t ;

K = Tasso di attualizzazione;

TV = Terminal Value.

Il valore calcolato da questa formula corrisponde al valore di mercato delle attività di impresa (Enterprise Value), al quale, per calcolare il valore di mercato della società (Equity Value), bisogna detrarre la posizione finanziaria netta (PFN) che corrisponde alla differenza tra le passività finanziarie e le attività finanziarie, compresa la liquidità.

I metodi finanziari possono essere distinti in base ai due diversi approcci usati nella prassi per la valutazione delle aziende: l'approccio *Asset Side* e l'approccio *Equity Side*.

Il primo è tipicamente utilizzato per la valutazione di imprese industriali, che non offrono quindi servizi finanziari, e utilizza i flussi di cassa disponibili per l'impresa, cioè disponibili per tutti gli investitori: azionisti o altri investitori. In questo modo l'utilizzo di questo approccio consente di procedere ad una valutazione non condizionata dalla struttura finanziaria aziendale. Si perviene al valore del capitale economico indirettamente, stimando prima il capitale operativo e sottraendo ad esso il valore di mercato della posizione finanziaria netta. Si tratta di flussi di cassa unlevered, *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF). Tali flussi di cassa si determinano partendo dall'EBITDA o margine operativo lordo (MOL):

= EBITDA (Margine operativo lordo)

- Ammortamenti (e accantonamenti)

= EBIT

- Imposte

+ Ammortamenti (e accantonamenti)

- Investimenti operativi

+ Disinvestimenti operativi

+/- Variazione capitale circolante netto

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

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

I flussi di cassa determinati con questo procedimento vanno attualizzati al costo medio ponderato del capitale, che rappresenta appunto una media ponderata tra il costo del capitale di rischio e il costo del capitale di debito (*WACC, Weighted Average Cost of Capital*).

Il WACC rappresenta sia il rischio finanziario che quello operativo, ed è calcolato secondo la seguente formula:

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

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

K_d = costo del debito;

E = mezzi propri (patrimonio netto o Equity);

D = debito netto;

t = aliquota d'imposta;

$K_d (1-t)$ = costo del debito al netto dell'effetto fiscale.

Attualizzando i flussi di cassa calcolati al WACC, si ottiene l'*Enterprise Value*, al quale, come già detto in precedenza, va sottratta la posizione finanziaria netta per stimare l'*Equity Value*.

Quest'ultimo può anche essere calcolato direttamente utilizzando l'approccio *Equity Side*.

L'approccio *Equity Side* prevede il calcolo dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti (*Free Cash Flows to the Equity, FCFE*), invece che per tutti gli investitori. In questo caso i flussi di cassa vengono definiti *levered* poiché incorporano l'effetto del debito. Essi si calcolano partendo dai flussi di cassa disponibili per tutti gli investitori (FCFF), in questo modo:

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

- Interessi

+ Scudo fiscale sugli interessi (tax shield)

+/- Variazione debito finanziario

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

I flussi di cassa disponibili per gli azionisti (FCFE) vanno attualizzati al tasso di sconto che rifletta il costo del capitale proprio k_e (*cost of equity*). Esso rappresenta il miglior rendimento atteso disponibile nel mercato su investimenti con rischio simile, quindi coincide con il rendimento minimo atteso dagli azionisti. Questo rendimento coincide con quello espresso dalla teoria del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), secondo cui esso è il risultato della somma tra il tasso di rendimento delle attività prive di rischio (titoli di Stato *risk free*) e il premio per il rischio richiesto dagli azionisti, moltiplicato per il coefficiente *beta* che misura il rischio non diversificabile dall'impresa, cioè il rischio sistematico.

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

K_e = costo del capitale;

R_f = tasso di rendimento privo di rischio (*risk free rate*);

β = coefficiente di volatilità (o rischio sistematico);

$(r_m - r_f)$ = è il *Market Risk Premium*, il quale rappresenta il rendimento maggiore nel lungo termine che caratterizza le attività rischiose rispetto a quelle prive di rischio.

Una volta trovato l'*Equity value* ricercato, come visto in precedenza, bisogna aggiungere il *Terminal value* attualizzato. Quest'ultimo, talvolta, rappresenta un valore considerevole nel piano di investimento; soprattutto nel caso in cui l'orizzonte temporale è breve o nel caso si calcolino i flussi di cassa di una *start-up*, tipicamente caratterizzata da cash flows negativi nei primi anni compensati da un'elevata crescita negli anni successivi e, quindi, da un TV positivo.

3.2.2 Il metodo dei multipli di mercato (*Stock Exchange Multiples Method*)

Secondo questo metodo, il valore d'impresa di una società è determinato sulla base di multipli di alcune misure chiave dell'economia aziendale (EBITDA o altri parametri economico-patrimoniali)

che sono espresse dal mercato e si riferiscono a società quotate (*peer group*) e operanti negli stessi settori della società oggetto di valutazione.

$$\text{Firm Value}_{\text{target}} = (\text{Firm Value to EBITDA Multiple})_{\text{peer group}} * \text{EBITDA}_{\text{target}}$$

Tale metodo assume che il mercato azionario sia relativamente efficiente nel valutare le società comparabili rispetto alla società target. Il valore dell'impresa è pari al valore determinato dal mercato azionario, indipendentemente dal valore effettivo del patrimonio o del reddito della società. Lo scopo di questo metodo è quello di sviluppare, attraverso l'utilizzo dei multipli, relazioni basate sui prezzi di mercato attuali di società comparabili, al fine di identificare il nesso tra il prezzo di mercato degli asset di un'impresa e le variabili economiche di business. Il multiplo così identificato viene poi applicato alla stessa variabile economica della società oggetto della valutazione, in modo da determinare il suo valore attraverso una semplice moltiplicazione. Inoltre, il metodo dei multipli fa riferimento direttamente al mercato per il calcolo del tasso di crescita e del tasso di rischio, compresi appunto nel multiplo stesso. I moltiplicatori (multipli) sono calcolati come rapporti di grandezze di borsa e specifiche grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili (*cd. Comparables*).

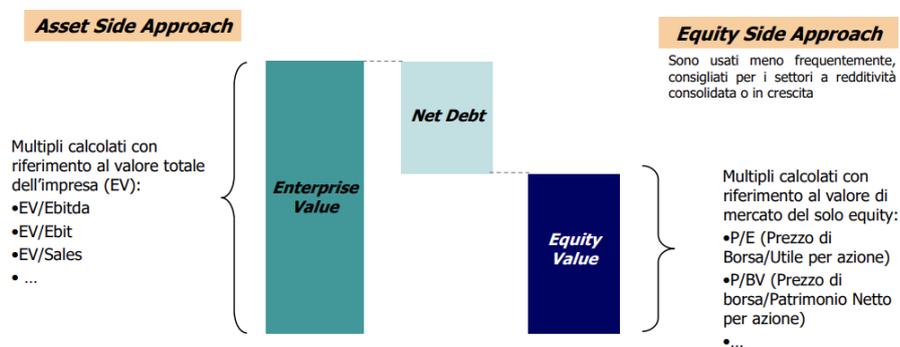
L'applicazione di questa metodologia prevede la successione delle seguenti fasi:

- La determinazione del campione di riferimento, selezionando le imprese in base al loro profilo di rischio, la dimensione o il settore di appartenenza.
- La selezione, all'interno del campione di riferimento, delle imprese che presentano maggiori similitudini con la società oggetto della valutazione, in termini di margini reddituali e indici patrimoniali e finanziari.
- Calcolo dei multipli delle società selezionate ritenuti più significativi.

- Applicazione dei multipli calcolati ai valori patrimoniali e reddituali della società che si intende valutare.

Per quanto riguarda il calcolo dei multipli, anche in questo caso si può fare una distinzione tra multipli *equity side* (o *levered*) e multipli *asset side* (o *unlevered*). Nei primi, il numeratore è rappresentato dal prezzo di borsa (o capitalizzazione di borsa) dell'azienda (*equity value*), mentre nei secondi, al numeratore troviamo l'*enterprise value*. I moltiplicatori *asset side* sono calcolati su grandezze economiche al lordo degli oneri finanziari (fatturato, margine operativo lordo, flusso di cassa operativo e reddito operativo). I multipli *equity side* sono invece calcolati su grandezze economiche al netto dell'impatto della struttura finanziaria. Al denominatore solitamente troviamo grandezze patrimoniali (patrimonio netto o *Book Value*) o economiche (utile di esercizio, cash flows, EBIT o EBITDA).

Figura 12: I multipli di mercato: Asset e Equity Approach



Fonte 12: Berk, Finanza Aziendale avanzato, 2015

Un'ulteriore distinzione che si può fare riferendosi ai multipli di mercato è quella tra multipli correnti, multipli *leading* e multipli *trailing*. I primi mettono in relazione il prezzo corrente con i dati derivanti dall'ultimo bilancio disponibile; i secondi confrontano il prezzo corrente con gli utili previsti negli esercizi futuri, mentre gli ultimi confrontano il prezzo corrente con i risultati dei dodici mesi antecedenti la data della stima. Gli investitori sono soliti preferire i multipli *leading* perché

consentono loro di basare le proprie scelte di investimento sulle prospettive reddituali future dell'azienda.

I multipli principalmente utilizzati nella prassi sono i seguenti:

- *Equity value / reddito netto (P/E o price/earning ratio)*: mette in relazione il prezzo di Borsa con l'utile per azione. Tale multiplo indica quante volte il valore di mercato moltiplica gli utili aziendali. Si tratta di un moltiplicatore che può essere influenzato da politiche fiscali o di bilancio e dal diverso grado di indebitamento, per questo può portare ad una valutazione distorta della società.
- *Equity value / patrimonio netto (P/BV o price/book value)*: mette in relazione il prezzo di Borsa con il patrimonio netto per azione, quindi è il rapporto tra il valore di mercato del capitale netto e il suo valore contabile. Per questo motivo, tale multiplo è considerato come misura di rendimento degli azionisti.
- *Equity value / utile netto + ammortamenti (price/cash earnings)*: confronta il valore di mercato della società (o prezzo per azione) con il flusso di cassa operativo.
- *Enterprise value / fatturato (EV/Sales)*.
- *Enterprise value / reddito operativo (EV/EBIT)*: è un multiplo che indica la capacità dell'impresa di generare ricchezza dall'area caratteristica, prima dell'imposizione fiscale.
- *Enterprise value / margine operativo lordo (EV/EBITDA)*: a differenza del precedente, è in grado di neutralizzare le politiche contabili di bilancio, in quanto la componente di reddito a cui fa riferimento è considerata al lordo degli ammortamenti e delle svalutazioni.

Sebbene da un punto di vista teorico i multipli che esprimono valori reddituali siano preferibili a quelli calcolati sul fatturato o sul patrimonio netto perché il valore di un'impresa è principalmente legato alle sue capacità di generare reddito o cassa nel futuro, nella prassi viene attribuita molta importanza ai multipli sul fatturato, in quanto capaci di esprimere un valore meno influenzato da politiche di bilancio.

Advisor e banche di investimento considerano molto i multipli del margine operativo lordo (EBITDA), in quanto è espressione di una capacità di reddito non condizionata dalla politica degli ammortamenti. Inoltre, l'utilizzo di ciascun multiplo varia anche a seconda del settore di riferimento. Ad esempio, nel settore della distribuzione, il multiplo più rilevante è quello sul valore della produzione lorda, poiché la variabile critica è rappresentata dalla dimensione. Nel settore meccanico, invece, è indispensabile fare riferimento alla redditività, dunque i multipli sull'EBIT e sull'EBITDA sono i più utilizzati (Vulpiani, 2014).

3.2.3 Il metodo dei multipli di transazioni comparabili

Il metodo delle transazioni comparabili (*Transaction or Deal Comparables Method*) rientra nei metodi di mercato ed è equivalente al metodo dei multipli, sebbene l'approccio sia leggermente diverso. Tale metodo, per effettuare la valutazione, prende come riferimento i dati utilizzati per transazioni recentemente avvenute e che hanno avuto ad oggetto società ritenute comparabili a quella per cui si intende procedere alla valutazione. Una differenza sostanziale con il metodo dei multipli riguarda il prezzo di Borsa delle azioni, poiché il prezzo di una transazione di norma include un premio per il controllo pagato dalla società acquirente e, quindi, non equivale al valore *stand alone* della società, bensì risente del valore delle sinergie. È stato empiricamente osservato che il premio per il controllo delle aziende quotate rispecchia circa il 25% del prezzo pre-annuncio dell'offerta pubblica (Dallocchio, Lucchini, & Scarpelli, 2015).

Per queste ragioni, nell'applicare multipli derivanti da transazioni effettuate, bisogna apportare delle correzioni ai risultati per far sì che i moltiplicatori utilizzati siano più adatti alla negoziazione che si sta valutando.

3.2.4 I metodi patrimoniali

L'approccio patrimoniale è fondato sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo. Possiamo distinguere i metodi patrimoniali semplici dai metodi patrimoniali complessi. I primi prendono in considerazione soltanto le poste iscritte all'attivo patrimoniale e

rappresentano per qualsiasi azienda la base per i metodi di valutazione del capitale economico; i secondi, invece, considerano anche i beni immateriali non iscritti nell'attivo ma che contribuiscono alla creazione di valore. Essi vengono utilizzati principalmente dalle aziende commerciali, le banche e le compagnie assicurative.

Nel metodo patrimoniale semplice, per stimare il valore del capitale economico, si parte dal valore del patrimonio netto contabile, rettificato in funzione delle differenze tra i valori correnti dell'attivo e del passivo e i corrispondenti valori iscritti in bilancio.

Dal patrimonio netto contabile si depurano i dividendi che saranno distribuiti agli azionisti, e successivamente:

- Si procede alla revisione del valore degli elementi dell'attivo e del passivo, rettificando in aumento o in diminuzione il valore del patrimonio netto (correzione dei crediti).
- Si modificano le poste iscritte in bilancio attraverso plusvalenze e minusvalenze per riesprimere gli elementi in termini di valori correnti.

Il valore del capitale economico ottenuto attraverso l'utilizzo di un metodo patrimoniale complesso è il risultato della somma di due elementi:

- Il patrimonio netto rettificato (come visto in precedenza);
- E il valore dei beni immateriali non presenti nell'attivo.

I metodi patrimoniali vengono, di recente, sempre meno utilizzati per la valutazione delle imprese, in quanto non tengono conto né dei flussi di cassa prospettici, né dei fattori di rischio.

3.2.4 I metodi reddituali

A differenza dei metodi patrimoniali, che analizzano grandezze stock cumulatesi in passato in azienda, i metodi reddituali (come quelli finanziari) pervengono alla stima del capitale economico considerando la redditività che l'impresa è in grado di generare in futuro.

Gli elementi su cui si basa il metodo sono:

- Il flusso di redditi futuri attesi nell'orizzonte temporale dell'investimento;
- Il tasso di capitalizzazione (o attualizzazione) per indicare il rapporto rischio/rendimento espresso dal capitale.

Il valore del capitale economico stimato è dato dalla sommatoria del valore attuale dei redditi futuri, attualizzati al tasso di rendimento atteso dal capitale di rischio.

Anche i metodi reddituali si suddividono in due tipologie:

- I metodi reddituali analitici, con i quali i flussi di reddito vengono stimati anno per anno durante l'intero orizzonte temporale di previsione. Il metodo analitico "a tempo definito e con valore a regime" è strutturato come il metodo finanziario con il *terminal value*: alla stima analitica di un valore reddituale medio-normale si aggiunge una stima del valore "a regime", effettuata attraverso la capitalizzazione perpetua del flusso reddituale medio-normale ad un idoneo tasso di attualizzazione k_e . In questo modo si può stimare la capacità di reddito dell'impresa oltre l'orizzonte temporale di previsione analitica.
- I metodi reddituali sintetici, invece, si basano sulla stima di un valore reddituale medio-normale (o normalizzato) che si ottiene dopo aver apportato le adeguate rettifiche ai flussi di reddito, ipotizzando che tale valore si protragga nel tempo. Quando viene considerato un orizzonte temporale definito, si utilizza la formula della rendita annua posticipata di durata n . È il caso di imprese che operano in regime di autorizzazione o sulla base di concessioni di servizi pubblici. Nel caso in cui l'orizzonte temporale è indefinito, si utilizza la formula della rendita perpetua.

Per applicare un metodo reddituale bisogna procedere alla normalizzazione del reddito storicamente prodotto dall'azienda, cioè ottenere un valore medio che sia depurato da tutte le componenti straordinarie e che non hanno carattere di ripetitività, le quali, anche se estranee alla gestione, influenzano i risultati prodotti. Si tratta di eliminare componenti come le plusvalenze e le minusvalenze, o le sopravvenienze attive e passive che non sono ricorrenti; oppure separare il valore ottenuto dagli effetti causati dalle risorse intangibili, i quali, talvolta, possono contribuire in maniera rilevante alla produzione di reddito.

Successivamente si stimano i flussi reddituali attesi nel periodo di previsione assunto nella valutazione. Viene utilizzata la misura di reddito che l'azienda è in grado di esprimere al momento della valutazione, e si assume che i dati storici si ripetano anche negli esercizi futuri. Per ridurre il rischio che i fattori su cui si basa la valutazione si modifichino nel tempo portando ad una distorsione dei risultati previsti e diversi da quelli storici, nella prassi si è soliti estendere l'orizzonte temporale per un massimo di cinque anni.

Ultimo elemento applicativo della metodologia reddituale è rappresentato dal calcolo del tasso di attualizzazione che esprime il costo/opportunità del capitale. In caso di redditi netti, è opportuno che essi siano attualizzati al costo del capitale di rischio. Se, invece, i redditi espressi sono al lordo degli interessi passivi, il tasso di attualizzazione dovrà inglobare anche il costo del debito e sarà rappresentato, dunque, dal costo medio ponderato del capitale.

3.2.5 Approccio basato sull'*economic profit*: metodi misti e l'EVA

L'approccio fondato sull'*economic profit* assume che il valore del capitale economico sia composto da: il valore delle attività aziendali in essere e il valore reddituale che supera il rendimento atteso dalle attività stesse. È proprio quando si verifica tale *surplus* che si crea appunto l'*economic profit*. I metodi basati su tale approccio si definiscono metodi misti, in quanto rappresentano una sintesi tra metodi patrimoniali e metodi reddituali. Questi metodi cercano di colmare le lacune dell'uno e dell'altro metodo valutando l'impresa in funzione sia delle sue componenti patrimoniali che di quelle

reddituali. Infatti, il metodo patrimoniale trascura i flussi di reddito attesi in futuro, mentre il metodo reddituale trascura la valutazione della consistenza patrimoniale.

Tra questi metodi esaminiamo il metodo dell'*Economic Value Added* (EVA). L'EVA può essere descritto come un metodo di valutazione della performance aziendale e, a differenza degli indicatori di performance come ROI e ROE, considera anche il costo del capitale.

Se si considerano i dati dell'analisi come espressivi di creazione di nuovo valore nel futuro, si perviene al valore del capitale economico sommando il valore attuale di tutti gli EVA attesi al valore del capitale investito rettificato, *Market Value Added* (MVA), e sottraendo la posizione finanziaria netta.

La caratteristica dell'EVA è quella di utilizzare componenti di reddito e del capitale investito ampiamente modificate al fine di ottenere un valore del capitale investito rettificato e un reddito normalizzato, rispetto al reddito operativo. Questa metodologia tiene in considerazione sia l'elemento di obiettività e dimostrabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, sia i flussi reddituali futuri.

Si giunge alla determinazione del capitale economico basando la valutazione su due elementi: il valore del patrimonio netto rettificato; e il valore dell'avviamento, positivo, in caso di generazione di sovra-redditi (*goodwill*), negativo, nel caso in cui la generazione di redditi non soddisfi le attese (*badwill*) (Dallochio, Lucchini, & Scarpelli, 2015).

3.2.6 Considerazioni finali

Abbiamo analizzato le principali metodologie attraverso cui si procede alla valutazione del capitale economico e abbiamo visto come, ciascuna di esse, presenta dei vantaggi e dei limiti allo stesso tempo, facendo sì che alcune siano maggiormente utilizzate da determinate tipologie di imprese.

Dal punto di vista concettuale, le metodologie più ispirate a principi di razionalità sono quelle basate sui flussi di risultato (metodi finanziari e reddituali) e sul concetto di *economic profit* (EVA). Meno consistenti risultano essere, invece, gli approcci patrimoniali e quelli comparativi. Il metodo patrimoniale, infatti, si basa sulla stima di grandezze economiche passate senza considerare la

capacità dell'impresa di generare reddito futuro. I metodi dei multipli di mercato e delle transazioni comparabili hanno il vantaggio di basarsi sui prezzi correnti di aziende realmente esistenti piuttosto che su previsioni di flussi di cassa futuri che possono essere inesatte. Sono largamente diffusi per la loro semplicità di utilizzo e applicazione, e per il fatto che si basano su valutazioni effettuate in precedenza da altri investitori. Nonostante ciò, essi si caratterizzano per essere troppo legati alla congiuntura di mercato e alle caratteristiche specifiche delle imprese comparabili scelte nel campione di riferimento. Per questi motivi, tali metodi vengono spesso utilizzati per confermare la valutazione espressa da metodi più affidabili, come quelli analitici. Infatti, il metodo dei flussi di cassa scontati, ad esempio, ha il vantaggio di incorporare informazioni specifiche sul costo del capitale e sulla crescita futura dell'azienda.

Infine, per quanto riguarda il confronto tra metodi finanziari e metodi reddituali, i sostenitori dei metodi finanziari, e quindi del metodo DCF, considerano le valutazioni effettuate attraverso i metodi reddituali non espressive della ricchezza che un'impresa è in grado di produrre. Viceversa, i sostenitori dei metodi reddituali evidenziano i forti limiti nell'applicazione dei metodi finanziari, eccessivamente influenzati da assunzioni soggettive che possono portare alla distorsione delle valutazioni.

Capitolo quarto – Il programma Elite e il caso Wiit s.p.a.

4.1 Il progetto Elite di Borsa Italiana

4.1.1 Caratteristiche del programma Elite e la sua evoluzione dal 2012 al 2020

Elite è un programma di Borsa Italiana e una piattaforma di servizi integrati creata con l'intento di accompagnare le PMI italiane nei loro percorsi di crescita. Il fine di Elite è quello di supportare e promuovere lo sviluppo organizzativo delle PMI più meritevoli, aiutandole a raggiungere una dimensione competitiva globale che consenta loro di essere capaci di attrarre gli investitori e di essere più conosciute sul mercato. Il programma Elite nasce nel 2012 grazie alla collaborazione tra Borsa Italiana e le principali istituzioni del Paese, come Confindustria, il Ministero dell'Economia e delle

Finanze (MEF), l'Associazione Bancaria Italiana (ABI), il Fondo italiano di Investimento, il Fondo strategico italiano, Cassa Depositi e Prestiti, la LSE Academy e l'Università Bocconi.

Figura 13: I partners Elite



Fonte 13: Elite, Borsa Italiana

Nel primo capitolo dell'elaborato abbiamo evidenziato i principali limiti che ostacolano la crescita delle PMI italiane, tra cui la scarsa propensione all'internazionalizzazione, la mancanza di competenze manageriali e la difficoltà di accesso al credito (in particolare al mercato dei capitali); a tal proposito, il programma Elite nasce proprio per soddisfare queste esigenze. Nel contesto socio-economico attuale, le PMI che mirano ad una crescita economica e dimensionale non possono prescindere da uno sviluppo manageriale e organizzativo, e da un'apertura del capitale sociale a soggetti terzi, attraverso cui poi implementare strategie di espansione internazionale e di crescita per linee esterne. In sintesi, Elite rappresenta uno strumento formativo che si pone l'obiettivo di connettere le realtà imprenditoriali con il mercato dei capitali o avvicinarle ad altre soluzioni alternative al sistema bancario, attraverso un percorso di formazione volto a trasferire un approccio culturale innovativo che può dare vita a processi di crescita aziendale. Infatti, la prevalenza di imprese a stampo familiare, particolarmente reticenti in termini di apertura del capitale, fa sì che il tessuto produttivo italiano sia sostanzialmente rappresentato da un sistema banco – centrico che necessita di essere alleggerito. Elite offre alle imprese la possibilità di costruire relazioni con un network internazionale di professionisti che ruotano intorno alla Borsa (banche, investitori e associazioni) e

di accedere a nuove forme di finanziamento tra cui i fondi di Private Equity, il Venture Capital, l'emissione di Bond o la stessa quotazione in Borsa. È bene sottolineare che la destinazione naturale delle imprese che aderiscono al programma Elite è la quotazione sul mercato AIM Italia.

La quotazione, come già sottolineato, non rappresenta unicamente una modalità di reperimento delle risorse finanziarie, ma anche un'opportunità per rendere più liquide le azioni, riducendo i costi per l'accesso al credito bancario, e la possibilità di finanziare operazioni di M&A. Allo stesso tempo, tuttavia, Elite si propone anche di migliorare i rapporti che le imprese hanno con le banche, fornendo loro le competenze per migliorare la loro trasparenza informativa e gestire in modo più efficiente l'organizzazione.

Tra i fattori che hanno distinto Elite fin dalla sua nascita nel 2012 troviamo sicuramente:

- Un modo innovativo di interpretare la relazione con gli imprenditori, ponendo al centro le esigenze dell'impresa e non quelle della finanza;
- Un atteggiamento neutro e quindi indifferente per quanto riguarda il reperimento di risorse finanziarie: sia esso rivolto alla quotazione, all'apertura del capitale a un fondo di Private Equity o all'emissione di bond.

Nel giugno 2016, grazie al successo riscosso in Italia, Elite si trasforma da un programma di Borsa Italiana ad una società di London Stock Exchange Group, holding nata nel 2007 dall'aggregazione tra la Borsa di Londra (London Stock Exchange) e Borsa Italiana, conclusasi tramite l'acquisizione di quest'ultima da parte della Borsa londinese per un valore di 1,6 miliardi di euro. Il programma Elite si espande così in Europa per offrire alle PMI europee più dinamiche e ambiziose soluzioni di finanziamento diversificate (ANSA, 2016).

Nel luglio 2017 Cassa Depositi e Prestiti entra in Elite acquisendo il 15% del capitale e conferma il proprio ruolo nella promozione dello sviluppo delle PMI italiane. Elite apre il capitale anche alla holding cinese di investimenti NUO Capital, con sede a Milano. Questi due partner strategici favoriranno il consolidamento del progetto a livello internazionale (CDP, 2017).

Mentre nella sua fase iniziale Elite si occupava principalmente di infondere nelle PMI familiari un nuovo approccio culturale, oggi questo rimane tra le priorità del programma ma, con il lancio del *Private Market*, l'attenzione si sta spostando prevalentemente sull'utilizzo di nuovi strumenti e tecnologie per semplificare l'accesso alla finanza, sempre a supporto dello sviluppo delle PMI.

Tale piattaforma di raccolta fondi, che descriveremo meglio in seguito, rappresenta una fase evolutiva rispetto ai servizi che Elite ha da sempre offerto alle aziende che aderiscono al progetto: dalla formazione finanziaria alla raccolta diretta di capitali. Grazie alla piattaforma, 130 aziende hanno raccolto complessivamente 500 milioni di euro tramite strumenti di finanza alternativa complementari al debito bancario.

Ad ottobre 2020, i dati su Elite segnalano 870 società italiane aderenti al progetto, per un fatturato aggregato di 86 miliardi di euro e un fatturato medio di 85 milioni di euro. Le regioni rappresentate sono 19, mentre ci sono 33 settori coinvolti. Il numero totale di impiegati è di circa 445.000.

Per quanto riguarda i dati a livello globale, le società aderenti al progetto sono 1482, per un fatturato aggregato di 102 miliardi di euro e un fatturato medio di 50 milioni di euro. I paesi rappresentati sono 45, mentre ci sono 36 settori coinvolti. Il numero aggregato di impiegati è di circa 584.000.

Per concludere il resoconto dei dati relativi ad ottobre 2020 e per dimostrare il dinamismo delle società Elite dal 2012 ai tempi recenti, si evidenziano le oltre 1227 operazioni di finanza straordinaria (M&A, Joint Venture, Private Equity, emissioni di bond e quotazioni) che hanno coinvolto 428 aziende per un controvalore totale che si avvicina ai 16 miliardi di euro (Elite, Elite Summary, 2020).

A marzo 2021 il *Financial Times* e il suo fornitore di dati Statista hanno collaborato per identificare le prime 1000 aziende europee del 2021 in termini di crescita rapida. La rivista, giunta alla sua quinta edizione dell'*FT1000*, classifica le aziende più agili e creative d'Europa. Per la prima volta nella classifica l'Italia figura come paese con il maggior numero di presenze (269), seguito da Germania e Francia. In qualità di sponsor del quinto rapporto annuale *FT1000*, Elite rappresenta la più grande

rete internazionale e il più grande mercato privato per le PMI di tutta Europa. Secondo il CEO di Elite Marta Testi, la collaborazione evidenzia la missione di Elite di supportare l'imprenditorialità per promuovere la crescita economica e lo sviluppo sostenibile. Il successo del programma Elite è testimoniato proprio dal netto miglioramento dei dati relativi alle imprese italiane, segnale di una progressiva riduzione del gap che le separa dalle altre imprese europee (Kelly, 2021).

Il 29 aprile 2021 Elite entra a far parte di Euronext, in quanto la London Stock Exchange Group vende il gruppo Borsa Italiana ad Euronext, venendosi così a creare la principale infrastruttura di mercato paneuropea, che ha il compito di connettere le economie locali ai mercati dei capitali globali. Euronext completa l'acquisizione per un valore di 4,44 miliardi di euro, oltre a condizioni sospensive legate alla generazione futura di cassa.

L'operazione ha dato vita a:

- Il primo mercato europeo con oltre 1.870 società quotate e una capitalizzazione di 5,1 mila miliardi di euro;
- Il primo mercato secondario europeo con circa 12,2 miliardi di titoli azionari negoziati mediamente ogni giorno;
- Il primo mercato europeo per il finanziamento dell'equity, con oltre 63,6 miliardi raccolti nel 2020 dagli investitori per finanziare imprese europee.

4.1.2 Requisiti di accesso

Per aderire al progetto Elite, oltre al pagamento di un canone annuale di 10.000 euro, le aziende devono rispettare degli standard economici stabiliti da Borsa Italiana.

- Un fatturato minimo di 10 milioni di euro, oppure un fatturato minimo di 5 milioni di euro e una crescita del 15% nell'ultimo anno;
- Un risultato operativo maggiore del 5% del fatturato;
- Aver conseguito un utile di esercizio nell'ultimo bilancio regolarmente approvato.

È prevista un'eccezione al rispetto di questi parametri solo nel caso in cui la società che intende aderire al progetto sia partecipata da un fondo di Private Equity che abbia investito nello sviluppo della società negli ultimi 18 mesi.

In aggiunta ai requisiti di tipo quantitativo, le imprese devono dimostrare di avere anche determinate caratteristiche qualitative in termini di ambizioni di crescita, interesse verso la raccolta di capitali e verso progetti di internazionalizzazione.

4.1.3 Le fasi del progetto: Get Ready, Get Fit e Get Value

Il programma Elite prevede un percorso articolato in tre fasi: la preparazione “*get ready*”, l'allenamento “*get fit*” e la valutazione della società “*get value*”.

Nella prima fase la società aderente al progetto inizia un percorso di training che ha lo scopo di allineare l'organizzazione ad obiettivi di sviluppo e di cambiamento. La finalità di questa prima fase è quella di stimolare l'azienda ad individuare obiettivi strategici e porre in essere cambiamenti culturali e organizzativi necessari al loro raggiungimento, grazie al confronto con il management di altre società leader nei mercati. In questa fase l'azienda deve da un lato adottare modelli organizzativi e di governance adeguati alle strategie di crescita che intende perseguire, dall'altro implementare sistemi manageriali e di controllo idonei, in termini di strumenti di pianificazione e controllo strategici e gestionali. La fase *get ready* dura all'incirca un anno e, durante tale periodo, sono previste otto giornate formative strutturate in quattro moduli e organizzate dall'Academy di Borsa Italiana e dall'Università Bocconi. I temi trattati durante i corsi fanno riferimento a:

- Percorsi di crescita e strategie di internazionalizzazione;
- Cultura aziendale e modelli di governance a supporto di strategie di crescita;
- Efficienza dei sistemi di reporting;
- Modalità di reperimento delle risorse finanziarie.

Inoltre, viene trattato anche il tema riguardante la successione degli imprenditori, particolarmente presente nelle aziende a stampo familiare, secondo cui è importante promuovere forme di governance

partecipative basate sia su competenze interne che esterne. Il risultato ottimale a cui ambire si manifesta nell'adozione di un modello di governance che sia unitario, condiviso e riconoscibile, e che si sviluppi coinvolgendo tutti i livelli organizzativi.

La prima fase di preparazione è fondamentale per il completamento delle successive in quanto è importante che la società acquisisca una completa consapevolezza riguardo i cambiamenti da effettuare.

Nella seconda fase, *get fit*, le società vengono affiancate da un Elite Team, composto da professionisti altamente qualificati *partner* di Borsa Italiana, che conduce un percorso di training finalizzato all'implementazione di tutti i cambiamenti ritenuti necessari per sviluppare al meglio il progetto di crescita aziendale. Si effettua un test di auto – valutazione attraverso cui l'azienda individua le aree di miglioramento su cui agire. La piattaforma *on line* di Elite garantisce una continua attività di interazione che prevede l'assegnamento di *task* specifici che richiedono il caricamento sul sito della relativa documentazione. Le attività che caratterizzano questa fase riguardano:

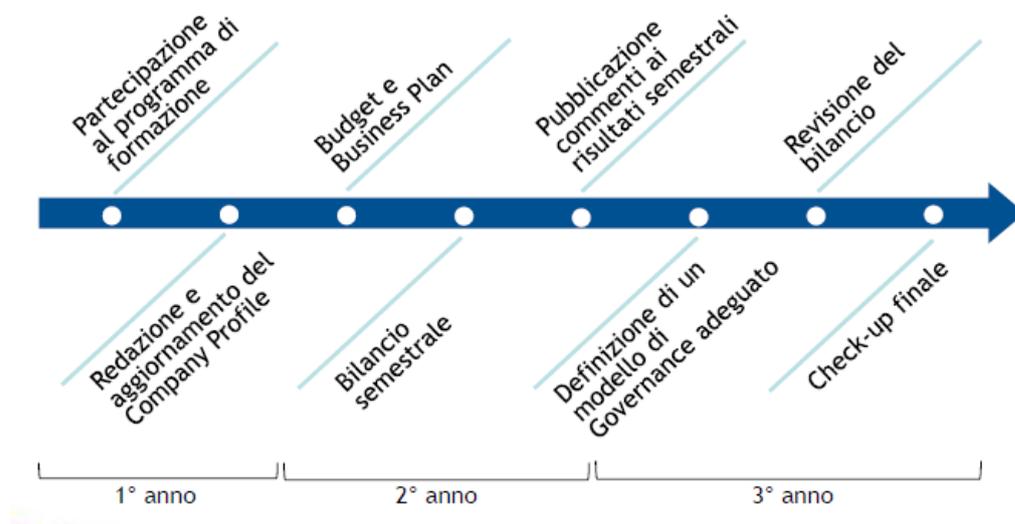
- La predisposizione di un programma di formazione manageriale;
- La creazione di un adeguato “*Company profile*” da aggiornare costantemente;
- La redazione di un *Business Plan* aziendale attendibile;
- L'elaborazione di tempestive relazioni semestrali seguite da adeguati commenti sui risultati ottenuti;
- L'implementazione di opportuni modelli di corporate governance;
- La preparazione all'*auditing* del bilancio di esercizio da parte di una società esterna di revisione.

Il conseguimento di tali attività rappresenta la condizione per la permanenza all'interno del progetto Elite. Il raggiungimento e il mantenimento di tali requisiti consentono all'impresa di intraprendere l'ultima fase del programma e di raggiungere il conseguimento di un attestato, definito “Certificato di qualità Elite”. Alla fine di questo step, che dura anch'esso circa un anno, le imprese avranno assunto una struttura manageriale e organizzativa simile a quella delle società quotate.

L'ultima fase, chiamata *get value*, riguarda la possibilità per l'impresa di aumentare la propria visibilità presso la comunità nazionale ed internazionale di investitori finanziari grazie al network di attori messo a disposizione da Borsa Italiana e dal *London Stock Exchange Group* (LSEG). In questa fase l'impresa che aderisce al progetto può sfruttare opportunità di *Business Matching*, *Networking* e *Funding*. Il *business matching* fa riferimento all'occasione per la società di confrontarsi con imprese quotate in Italia e a Londra, condividendo esperienze e obiettivi di crescita comuni e attuando un vero e proprio processo di apprendimento. Per quanto riguarda il *networking*, risulta estremamente vantaggioso per l'impresa l'accesso alla comunità dei *Partner Equity Markets* di Borsa Italiana, i quali mettono a disposizione competenze a supporto della crescita societaria. Ciò favorisce un ingaggio facilitato con gli investitori e, attraverso la piattaforma *Elite Connect*, l'impresa può accedere a qualsiasi fonte di finanziamento proveniente dal mercato dei capitali e scegliere quella più adatta al proprio business, grazie al raggiungimento di una maggiore visibilità nei confronti della comunità industriale e finanziaria. Infine, per quanto concerne il *funding*, le società possono procedere alla raccolta fondi attraverso *Elite Club Deal*, una piattaforma di *private placement* in funzione dal marzo 2017 e creata per semplificare l'attività di raccolta dei capitali per le società Elite. La piattaforma favorisce l'incontro tra aziende e investitori professionali consentendo alle prime di raccogliere le risorse di cui hanno bisogno e ai secondi di scovare le migliori imprese europee in cui investire. La società che vuole reperire capitali viene assistita da un advisor partner di Elite e definisce le condizioni dell'offerta che intende caricare sulla piattaforma insieme alla documentazione finanziaria e legale che sarà inserita nella *data room* virtuale di Elite Club Deal. In seguito al caricamento, la stessa piattaforma ricercherà un investitore interessato ad investire nell'iniziativa il 25-30% del totale da raccogliere, definito *Cornerstone Investor*. Viene, dunque, intrapresa un'attività di *due diligence* per stabilire i termini della negoziazione prima di estendere l'offerta ad altri investitori, detti *follow-on investor*. La *data room* in cui è presente tutta la documentazione sarà accessibile solo a quegli investitori che avranno ricevuto un preventivo gradimento da parte della

società emittente. Successivamente l'azienda emittente seleziona una banca che procede a raccogliere gli ordini d'acquisto, ad emettere i titoli oggetto della transazione e a ricevere gli incassi derivanti dal pagamento. Una particolarità della piattaforma riguarda la riservatezza dell'operazione: oltre ad essere consentito l'accesso alla *data room* soltanto agli investitori autorizzati dall'emittente, non vi è obbligo di divulgazione della conclusione della transazione né di pubblicizzare che l'operazione si è realizzata attraverso la piattaforma virtuale Elite Club Deal (Arlotta & al., PMI in volo: destinazione mercato dei capitali, 2018).

Figura 14: Il percorso di sviluppo delle società ELITE



Fonte 14: Elite di Borsa italiana

4.1.4 Soluzioni offerte e benefici per le aziende

Come già accennato, il ruolo del programma Elite consiste nel facilitare l'accesso a nuove fonti di finanziamento per le PMI, tra cui i fondi di Private Equity, il Venture Capital e l'emissione di bond. Il mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital risulta ancora sottodimensionato rispetto al contesto europeo. In particolare, nel corso del 2019 si sono registrate 370 operazioni tra Private Equity e Venture Capital, distribuite su 272 società, per un controvalore di 7,2 miliardi di euro.

Rispetto al 2018, in cui tali investimenti hanno raggiunto il massimo storico (9,8 miliardi), il mercato è calato del 26%. Sono aumentati invece i volumi delle operazioni (+3% rispetto all'anno precedente). Se consideriamo i dati del mercato che riguardano le PMI, notiamo una concentrazione delle operazioni su imprese di taglio medio-piccolo (84% del totale), mentre gli investimenti ammontano a 3,8 miliardi di euro, in linea con il 2018, rappresentando il 37% del totale. Nel 2020 il mercato ha subito un calo del 9% in termini di controvalori (6,6 miliardi di euro) a fronte di un aumento del 27% dei volumi delle operazioni (471). Le PMI hanno raccolto capitali per 2,8 miliardi (42% del totale) aumentando il loro peso anche in termini di volumi (90%) e confermandosi il principale target verso cui sono indirizzati gli investimenti di Private Equity e Venture Capital (AIFI, 2020). Nonostante ciò, il mercato mostra ancora un gap dimensionalmente significativo rispetto agli altri paesi europei, motivo per cui esiste un ampio margine di crescita del mercato italiano.

Per quanto riguarda, invece, l'industria dei mini-bond, si registra una crescita progressiva avviata nel 2013 in seguito ad innovazioni normative che hanno favorito la collocazione di obbligazioni sul mercato da parte delle PMI, a partire dal decreto "Sviluppo" del 2012. I mini-bond sono titoli di debito (obbligazioni e cambiali finanziarie) caratterizzati da emissioni dal valore nominale inferiore a 50 milioni di euro. Essi rappresentano una forma di finanziamento alternativa rispetto ai prestiti bancari e consentono un graduale accesso al mercato dei capitali, in quanto possono essere considerati come uno step antecedente ad operazioni più complesse come il Private Equity o la quotazione in Borsa.

Nel 2019 le emissioni di mini-bond hanno raggiunto il massimo storico sia per quanto riguarda i valori (1,23 miliardi di euro raccolti), sia per quanto riguarda il volume delle emissioni (207). Anche le PMI hanno registrato un record storico con 183 emittenti per un valore raccolto però inferiore al 2018 (344 milioni rispetto ai 379 dell'anno precedente).

Nel 2020 l'industria ha subito un lieve calo (194 emissioni per 920 milioni di euro) attutito da interventi statali come la concessione di garanzie pubbliche tramite il Fondo di Garanzia. I dati

mostrano che la Campania è la prima regione per numero di emittenti (43), seguita da Lombardia (36) e Veneto (29); risultati ottenuti grazie al progetto Garanzia Campania Bond, il basket bond promosso dalla finanziaria regionale. Al 31 dicembre 2020 la raccolta totale in Italia, da novembre 2012, ha identificato 671 imprese italiane emittenti, di cui il 60% (409) sono PMI, e un totale di 1.005 emissioni per un valore nominale che supera i 7 miliardi di euro (2,5 miliardi considerando le emissioni delle PMI) (Management, 2021).

A tal proposito, uno strumento promosso da Elite è Elite Basket Bond, un'operazione che consente alle imprese di accedere a risorse finanziarie a medio-lungo termine e a condizioni vantaggiose. Tale strumento si configura tra i canali di finanziamento alternativi a quelli tradizionali e presenta le seguenti caratteristiche:

- L'emissione da parte di un gruppo di società Elite di obbligazioni con caratteristiche uguali sia in termini di durata che di tasso, ma con importi emessi differenti;
- La sottoscrizione delle obbligazioni emesse da parte di uno *Special Purpose Vehicle* ("Società Veicolo", SPV);
- L'emissione da parte della SPV di una tipologia di titoli (ABS) di ammontare pari all'importo complessivo dell'insieme di obbligazioni emesse dalle società Elite;
- L'offerta dei titoli emessi dalla SPV ad investitori istituzionali attraverso la piattaforma Elite Club Deal.

Le società Elite forniscono mutualmente una garanzia sui titoli emessi dalla SPV: questo meccanismo crea un allineamento di interessi tra le emittenti, in quanto ogni azienda è in parte responsabile della performance delle altre, indipendentemente dal pagamento del capitale e degli interessi sulla propria obbligazione. Per la prima volta in Europa viene introdotto uno strumento che aggrega imprese senza alcun legame tra di loro e che consente loro di effettuare un investimento in un portafoglio di titoli diversificato, in quanto al suo interno sono presenti settori eterogenei e non correlati tra loro.

Altro strumento offerto da Elite è rappresentato dalla SPAC in Cloud. Le SPAC, *Special Purpose Acquisition Company* sono società che non operano sul mercato ma che vengono costituite con l'unico scopo di raccogliere capitali offrendo, tramite IPO, azioni sul mercato per poi acquisire una società target da portare alla quotazione. Si tratta, dunque, di un veicolo di investimento, caratterizzato da un limitato profilo di rischio, che consente alle PMI con grande potenziale di crescita di accedere, tramite la SPAC, al mercato azionario diventando una società quotata in tempi brevi grazie ad un processo di *Business Combination* che prevede appunto la fusione e integrazione tra la SPAC e la PMI ad alto potenziale. Il fenomeno delle SPAC è nato negli Stati Uniti ed è in forte espansione, ponendosi come strumento alternativo all'IPO e al Private Equity.

SPAC in Cloud rappresenta un'evoluzione del fenomeno delle SPAC. Elite ha creato, all'interno della piattaforma Club Deal, un ambiente digitale in cui domande e offerte, tipiche degli investimenti delle SPAC, si incrociano facilmente riducendo ancora di più i tempi di quotazione in Borsa per quelle PMI che intendono accedere al mercato regolamentato attraverso un percorso supportato.

Questo strumento innovativo promosso da Elite supera determinate criticità che caratterizzano lo SPAC tradizionale:

- Si eliminano gli aspetti burocratici e legali relativi alla costituzione e alla quotazione della SPAC in quanto non vi è alcuna costituzione societaria;
- Si evitano gli obblighi di informativa previsti dalla quotazione della SPAC;
- Si aggirano le problematiche relative alla *Business Combination* poiché lo SPAC in Cloud non prevede alcuna fusione, bensì gli investitori, attraverso la piattaforma, investono direttamente nella PMI target (Arlotta & al., PMI in volo: destinazione mercato dei capitali, 2018).

Lo sviluppo degli strumenti di finanza alternativa in Italia ha permesso alle PMI di ridurre i tempi e i costi per accedere al capitale, aumentando la propria competitività e ottenendo vantaggi in termini di

diversificazione delle fonti di finanziamento, visibilità sui mercati e accrescimento delle competenze manageriali.

4.1.5 Le recenti adesioni e le considerazioni in chiave prospettica

Il 26 maggio 2021, 13 nuove società effettuano il proprio ingresso nella piattaforma di *private market* di Elite. Il paniere di imprese Elite diventa sempre più variegato: aziende appartenenti a diversi settori, tra cui, logistica, tecnologia, moda e collocate in varie regioni italiane, dal Trentino alla Campania, con fatturati compresi tra i 10 e i 500 milioni di euro. Sono sempre di più le imprese interessate ad accedere al network di Elite per aumentare la propria visibilità e avvicinarsi al mondo dei capitali, affascinate dalla possibilità di acquisire strumenti manageriali necessari a favorire la crescita e dai prodotti e servizi di finanza innovativa. In 9 anni Elite, grazie al supporto delle principali istituzioni nazionali ed internazionali, è diventata una comunità di cui fanno parte più di 1500 aziende provenienti da 40 paesi diversi e che racchiude un network di 400 operatori, tra advisor e investitori professionali, sparsi in tutto il mondo.

In un momento storico così delicato per il nostro paese sembra che molte imprese si stiano sensibilizzando rispetto alle tematiche promosse dal programma Elite e si stiano convincendo sempre di più dei benefici che può fornire il percorso formativo offerto da Borsa Italiana.

Secondo la CEO di Elite Marta Testi: “Oggi più che mai è necessario aiutare il tessuto imprenditoriale che si trova di fronte alla necessità di ripensare i propri modelli di business, le proprie strategie e gli strumenti necessari per finanziarle. Il futuro del nostro Paese è fortemente legato e dipendente dalla capacità di valorizzare quello delle sue imprese più virtuose. Le nuove 13 imprese che oggi entrano in Elite sono i veri testimoni del fatto che è dalle imprese e dalla loro crescita che bisogna iniziare a scrivere la pagina della ripartenza” (Elite, Borsa Italiana, 2021).

Secondo i vertici di Elite, le aziende che hanno aderito al programma sono quelle più resilienti all'epidemia da Covid-19; inoltre, esse negli ultimi 5 anni hanno registrato una crescita dei ricavi del 77%, dei margini EBITDA del 74% e del numero dei dipendenti del 78%. Tuttavia, ci sono altre

2.300 PMI che hanno un alto potenziale di crescita ancora da esprimere e che potrebbero prendere parte al programma Elite. La maggior parte di queste imprese appartengono al settore manifatturiero (54%) e sono distribuite tra Lombardia, Veneto ed Emilia Romagna. Hanno un fatturato aggregato di 142 miliardi di euro, ricavi medi per 61 milioni di euro, un utile in crescita del 33% negli ultimi due anni e oltre mezzo milione di dipendenti. Si tratta di tutte imprese accomunate da una forte propensione alla crescita ma che hanno ancora margini di miglioramento in termini di condivisione delle informazioni e di governance. La pandemia ha messo in risalto l'esigenza da parte delle PMI di compiere un avanzamento culturale evidenziando ancora di più l'importanza di avere una strategia chiara e orientata verso processi di internazionalizzazione che consentano di diversificare i mercati, così da essere più preparati in caso di altri shock macroeconomici. Per intraprendere percorsi di crescita dimensionali bisogna essere consapevoli degli strumenti di finanza alternativa che permettono di diversificare, in modo sostenibile, le fonti di finanziamento (Bussi, 2021).

4.2 Il mercato del Cloud Computing

La prima definizione che possiamo fornire a proposito del Cloud Computing è quella data dal NIST (*National Institute for Standards and Technology*) che lo definisce, sotto il profilo tecnologico, come un insieme di servizi ICT accessibili *on-demand* e in modalità *self-service* tramite tecnologie Internet, basati su risorse condivise, rapida scalabilità e dalla misurabilità puntuale dei livelli di performance. Da un punto di vista commerciale, invece, il Cloud Computing consente di ridurre complessivamente i costi della tecnologia, grazie alla condivisione delle risorse tra più profili richiedenti servizi ICT, che a sua volta permette il raggiungimento di economie di scala, oltre ad un'erogazione dei servizi molto flessibile e facilmente modificabile. Grazie al Cloud, i processi IT (di *Information Technology*) si adattano alle reali esigenze dell'azienda e vengono pagati in base ai livelli di consumo effettivi. Così, l'investimento in IT non è più rappresentato da costi fissi ma da costi variabili, e il rischio ad esso relativo si riduce.

Negli ultimi anni, il Cloud Computing si è affermato nelle aziende come principale modello di fruizione delle tecnologie ICT, in quanto consente l'accesso attraverso Internet a servizi aggiornati e tecnologicamente avanzati di un *service provider*. Le aziende, in questo modo, semplificano la gestione interna delle attività IT riducendo il *time-to-market* della digitalizzazione.

In sintesi, i quattro grandi vantaggi del Cloud generabili per le realtà aziendali sono:

- **Agilità e flessibilità:** i sistemi aziendali diventano scalabili in base alle variazioni di mercato e alle opportunità di business;
- **Riduzione del *time-to-market* della digitalizzazione,** grazie ad un accesso più rapido a tecnologie sofisticate: il personale dedicato alle funzioni IT non deve più preoccuparsi della gestione dell'infrastruttura IT, ma può concentrarsi sui processi di innovazione tecnologica. Questo rende l'azienda più competitiva;
- **Riduzione dei costi:** il Cloud consente di eliminare i costi relativi alla gestione dell'infrastruttura fisica (anche in termini di personale dedicato), oltre ai costi generati dall'interruzione delle attività di business.
- **Sicurezza e affidabilità:** i servizi Cloud riducono il rischio di un sovraccarico di dati e la sicurezza e la qualità sono garantite dal fornitore stesso (Computing, 2020).

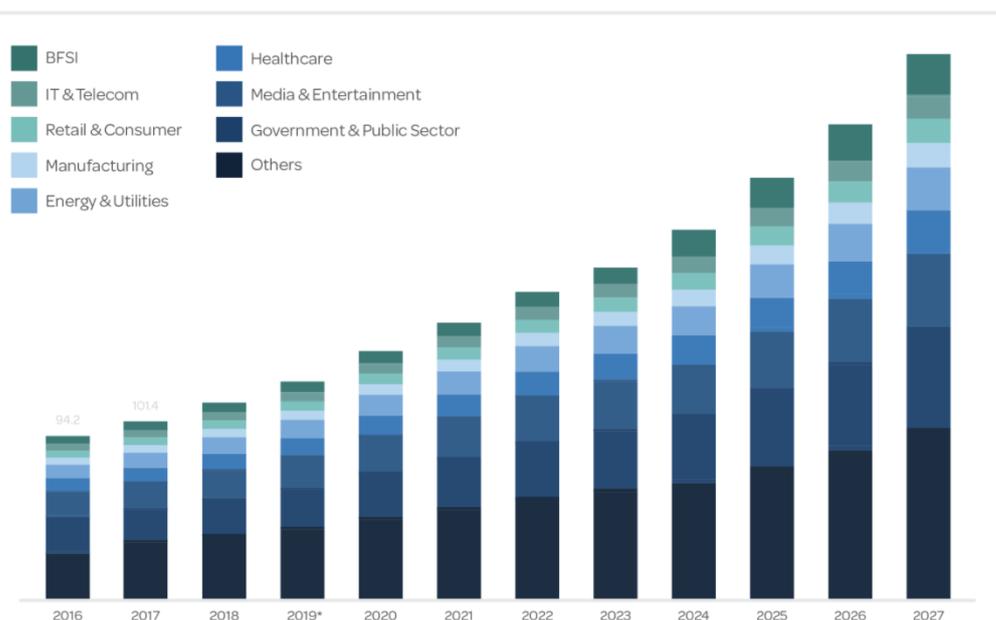
Secondo le stime dell'*International Data Corporation* (IDC), il mercato del Cloud globale continua il suo trend di crescita con un tasso del 26%, registrando un valore di 185 miliardi di dollari nel 2018 e di 233 miliardi nel 2019. I valori sono più che raddoppiati dal 2016 e, nel 2020, la crescita è aumentata ulteriormente, registrando valori superiori ai 270 miliardi di dollari, come conseguenza degli effetti della pandemia di Covid-19 (Framingham, 2020).

Ciò evidenzia una forte dipendenza delle aziende dall'infrastruttura Cloud e dalle piattaforme, per la distribuzione di applicazioni per le funzioni interne IT. L'incertezza economica che contraddistingue questo momento storico pone l'accento sui vantaggi che offrono le soluzioni Cloud: basso impegno finanziario, flessibilità e agilità nell'espletamento delle attività aziendali e resilienza operativa. Il

Covid ha accelerato tendenze già in atto, ottimizzazione dei costi e continuità del business rappresentano i driver delle decisioni di investimento IT. Le imprese sono state costrette ad una riconversione dei propri modelli tradizionali, adottando modelli digitali per garantire la continuità delle attività aziendali. L'utilizzo di servizi Cloud, prima considerato come una possibile alternativa da molti ancora guardata con scetticismo, ha improvvisamente iniziato a rappresentare la nuova normalità. Secondo il vicepresidente Sid Nag della ricerca presso Gartner, la pandemia ha costretto le organizzazioni di tutto il mondo e operanti in tutti i settori del mercato a concentrarsi su tre priorità: preservare la liquidità e ottimizzare i costi IT, supportare le modalità di lavoro da remoto e garantire la continuità del business. I dati del sondaggio Gartner rivelano che il 70% delle organizzazioni che utilizzano servizi Cloud prevede oggi di aumentare la spesa per il Cloud, a seguito dell'interruzione causata dalla pandemia. Per questi motivi, le stime di Gartner prevedono per il 2021 una spesa di oltre 350 miliardi di dollari in servizi Cloud e una crescita che rimarrà sostenuta fino al 2027. L'adozione del Cloud diventa un mezzo imprescindibile per stare al passo in un mondo post-Covid incentrato su agilità, flessibilità e sistemi digitalizzati. In sostanza, la pandemia ha dato un'ulteriore spinta ad un mercato che, negli anni recenti, era già in forte crescita e che continuerà ad espandersi, dato il numero potenziale di imprese che deve ancora riconvertire i propri modelli di business.

Il grafico seguente raffigura la crescita prevista per il mercato del Cloud in USA per settore, dal 2016 al 2027.

Figura 15: Crescita Cloud in USA per settore (2016-2027)



Fonte 15: Grand View Research

4.2.1 I servizi di Cloud Computing e le tradizionali modalità di implementazione e distribuzione

La prima classificazione che è possibile fare per quanto riguarda i servizi Cloud è quella relativa al loro posizionamento rispetto ai *layer* architetturali del sistema IT aziendale. Distinguiamo tre tipologie di servizi: il SaaS (*Software as a Service*), il PaaS (*Platform as a Service*) e lo IaaS (*Infrastructure as a Service*).

- Il SaaS consente agli utenti di utilizzare applicazioni già pronte all'uso e offerte dal *provider* tramite una connessione a Internet che permette di collegarsi ad un'infrastruttura Cloud gestita dallo stesso *provider*. L'utente accede ai servizi con modalità on-demand e sostiene i costi in base al consumo effettivo. Tipici esempi di applicazioni SaaS possono essere servizi per uso personale, come la posta elettronica o una pagina Web come Yahoo, oppure servizi per uso aziendale, come strumenti per la produttività e applicazioni aziendali complesse, tra cui il CRM (*Customer Relationship Management*) o un ERP (*Enterprise Resource Planning*) che riguardano attività sofisticate di gestione dati, gestione dei rapporti con i clienti e gestione di documenti e funzioni aziendali. Questa tipologia di servizio genera vari vantaggi per le

aziende, tra cui la possibilità di accedere ad applicazioni come quelle descritte, senza dover né acquistare e aggiornare un hardware, né scaricare un software, in quanto il più delle volte è possibile usufruire dei servizi direttamente dal Web. Inoltre, i servizi SaaS favoriscono la mobilità dei lavoratori, i quali possono accedervi da qualsiasi luogo e da qualsiasi dispositivo. I dati sono archiviati nel Cloud, dunque è possibile consultarli utilizzando qualsiasi *device*, senza dover gestire problematiche legate alla loro sicurezza, le quali saranno governate dal *provider* del servizio.

- Con i servizi PaaS il *provider* fornisce all'utente piattaforme preconfigurate su cui egli può sviluppare, testare ed erogare applicazioni, basate sul Cloud, per uso aziendale o da vendere ai propri clienti. Le soluzioni PaaS includono sistemi operativi, sistemi di gestione dati, sistemi di sicurezza e strumenti di BPM (*Business Process Management*). L'utente si occupa di alcuni aspetti della piattaforma e di gestire le applicazioni e i servizi da lui sviluppati, mentre l'infrastruttura sottostante, il server e l'archiviazione dei dati in Cloud restano sotto il controllo e la gestione del *provider*. I vantaggi offerti da una soluzione PaaS sono simili a quelli generati da un servizio SaaS. Un servizio PaaS mette a disposizione in un ambiente integrato tutte le funzionalità necessarie a sviluppare l'intero ciclo di vita di un'applicazione, compreso il suo aggiornamento; inoltre, alcuni *service provider* offrono opzioni che consentono lo sviluppo di applicazioni multiplatforma.
- L'ultimo livello della piramide del Cloud è rappresentato dai servizi IaaS, i quali reggono il funzionamento delle soluzioni descritte in precedenza. Il modello mette a disposizione risorse hardware virtualizzate, ovvero risorse di calcolo che consentono all'utilizzatore di creare e gestire una propria infrastruttura sul Cloud. Il *provider* mette a disposizione risorse di *networking*, capacità di conservazione della memoria e di elaborazione che rendono possibile l'installazione e la gestione autonoma delle applicazioni. Adottare una soluzione IaaS significa evitare i costi relativi all'acquisizione e alla manutenzione di un *server* fisico dell'infrastruttura del *data center*. Inoltre, oltre ai vantaggi che accomunano anche le altre

tipologie di servizi (ad esempio, una fatturazione basata esclusivamente sul tempo di utilizzo), va sottolineato che l'hardware virtuale è scalabile e misurabile autonomamente (Azure M. , 2021).

La seconda classificazione che è possibile fare in tema di servizi Cloud riguarda le relative modalità di implementazione e distribuzione. Distinguiamo, dunque: Cloud privato, Cloud pubblico e community Cloud.

- Un Cloud privato è un servizio Cloud offerto esclusivamente a un'organizzazione. Utilizzando un Cloud privato, un'organizzazione può sperimentare i vantaggi del Cloud Computing senza condividere le risorse con altre organizzazioni. Il Cloud privato può essere situato nel *data center* dell'impresa stessa, e quindi essere eseguito *on-premise* ed essere gestito dal suo personale interno, oppure la sua gestione può essere esternalizzata ed affidata ad un *provider* esterno specializzato: in tal caso si parla di *Managed Private Cloud* (*data center* di proprietà dell'azienda e gestione affidata a terzi). Nel caso in cui, invece, l'infrastruttura venga ospitata sul *data center* del fornitore, si parla di *Hosted Private Cloud*. In questo caso, il fornitore si occupa anche della manutenzione e della gestione dell'infrastruttura e il servizio viene eseguito *off-premise*. Alcune aziende potrebbero preferire servizi di Cloud privato rispetto al Cloud pubblico, soprattutto se dispongono di standard di sicurezza elevati. Tuttavia, potrebbe costare di più distribuire un Cloud privato, soprattutto se l'azienda gestisce il Cloud da sola. Per questo motivo, spesso, le imprese che utilizzano Cloud privati finiscono con l'implementare un Cloud ibrido, che contiene alcuni servizi di Cloud pubblico per ragioni di efficienza.
- Il Cloud pubblico è un servizio di Cloud Computing offerto a più clienti da un *provider* che ha la proprietà dell'infrastruttura. Gli investimenti sull'infrastruttura Cloud sono interamente sostenuti dal *provider*, mentre l'utente paga solamente il consumo dei servizi di cui usufruisce. A differenza dei Cloud privati, le risorse del Cloud vengono condivise tra più utenti, anche se i dati e le applicazioni di ciascuno di essi rimangono nascosti agli altri utenti del Cloud. La caratteristica del Cloud pubblico è la *multitenancy*, ovvero la condivisione da parte dei clienti

di uno stesso *server*. Le organizzazioni possono usufruire dei servizi Cloud sullo stesso *server* e nello stesso momento.

I vantaggi che un servizio di Cloud pubblico può arrecare ad un'organizzazione sono:

- Risparmio sui costi: le organizzazioni possono ridurre i costi delle operazioni IT usufruendo di un servizio di Cloud pubblico, in quanto esternalizzano questi costi ad un soggetto esterno che è in grado di gestirli in maniera più efficiente. A differenza dei Cloud privati, i Cloud pubblici costano meno perché il *provider* massimizza l'utilizzo dell'hardware e i suoi profitti vendendo servizi a più utenti contemporaneamente.
- Minore gestione dei *server*: utilizzando un Cloud pubblico, l'impresa può concentrare le risorse dei propri team interni su altre attività, allontanandoli dalla manutenzione dei *data center on-premise*.
- Sicurezza: le aziende di dimensioni minori potrebbero riscontrare difficoltà e non avere le risorse adeguate ad implementare misure di sicurezza nella gestione di un Cloud privato. Adottando un Cloud pubblico, esse possono esternalizzare alcuni aspetti della sicurezza informatica ad un *provider* più grande e con più risorse.

Tra gli svantaggi che può comportare l'adozione di un servizio di Cloud pubblico distinguiamo:

- Problemi di sicurezza e conformità: la *multitenancy* potrebbe destare preoccupazioni a quelle aziende che devono soddisfare rigorosi standard di sicurezza e di conformità normativa. Alcune aziende non possono tollerare neanche il minimo rischio di perdita di dati, che, anche se quasi insignificante perché la maggior parte dei fornitori segue standard di sicurezza molto elevati, è pur sempre presente ed è rilevante per aziende che operano in settori specializzati.
- *Vendor lock-in*: si tratta di un tipico problema della tecnologia Cloud. Un'organizzazione che utilizza *server*, tecnologie e applicazioni del fornitore potrà dipendere sempre dai suoi servizi per garantire la continuità delle proprie operazioni aziendali.

- Il community Cloud prevede che l'infrastruttura sia condivisa da un numero limitato di organizzazioni, appunto una comunità. Gli investimenti per la realizzazione e la gestione dell'infrastruttura sono ripartiti tra le imprese partecipanti alla community. Si tratta, dunque, di una piattaforma *multitenant* che consente ad un gruppo di aziende che hanno esigenze e caratteristiche comuni (come se fossero un consorzio di aziende) di lavorare sulla stessa piattaforma. Tra i principali svantaggi del community Cloud ci sono i problemi di sicurezza e di fiducia tra i partecipanti alla comunità, oltre ai potenziali intrusi che potrebbero danneggiare il sistema. Inoltre, il community Cloud è più costoso del Cloud pubblico, anche perché condividere le responsabilità tra più organizzazioni è difficile. Per questi motivi, il servizio di community Cloud non risulta vantaggioso per qualsiasi tipo di impresa, ma può esserlo nel settore sanitario, in quanto consente la condivisione delle informazioni senza rivelare dati privati.

4.2.2 Le soluzioni Cloud innovative: l'Hybrid Cloud e il Multi-Cloud

Il fenomeno del Cloud Computing viene percepito oggi con maggior consapevolezza dalle aziende, le quali sono passate dall'utilizzare le sue tecnologie solo per alcune attività specifiche al renderle parte integrante dei propri processi informatici. Il 2018 e il 2019 sono stati gli anni della “migrazione ibrida”, che rappresenta un successivo stadio di evoluzione delle tecnologie Cloud. Il Cloud ibrido è l'architettura informatica a cui le imprese devono mirare per affrontare quest'epoca di trasformazione digitale. L'Hybrid Cloud può essere definito come un ambiente di Cloud Computing che si serve di un mix di servizi Cloud locali, privati e pubblici, rappresentando il punto di incontro tra i due tradizionali modelli, quello pubblico e quello privato. La migrazione verso l'Hybrid Cloud risponde all'esigenza di connettere il patrimonio IT accumulato dalle aziende on-premise con i dati che nel tempo sono stati trasferiti su Cloud. L'ambiente del Cloud ibrido utilizza soluzioni on-premise, di Cloud pubblico e privato con lo scopo di trarre il meglio delle differenti modalità di distribuzione dei servizi tecnologici, in base alle necessità dell'azienda. La migrazione verso un'architettura Hybrid

Cloud comporta la connessione tra un data center locale e un Cloud pubblico. In tal modo, le aziende possono distribuire il flusso dei dati in ambienti IT privati o pubblici e muoversi tra un ambiente e l'altro, a seconda delle esigenze in termini di costi ed elaborazione. Ciò fa sì che l'azienda acquisisca una maggiore flessibilità nella distribuzione dei dati. Le organizzazioni possono, così, gestire i propri dati più sensibili su infrastrutture locali o private e affidare risorse meno critiche a *provider* di Cloud pubblico, andando di fatto ad annullare gli svantaggi relativi alle due modalità tradizionali di servizi Cloud descritti in precedenza.

Dunque, tra i vantaggi principali dell'adozione di un modello ibrido di Cloud, oltre alla flessibilità, riscontriamo:

- Una migliore gestione dei costi, in quanto con un Cloud privato le imprese devono sostenere ingenti spese e costi fissi per la gestione dell'infrastruttura del data center, mentre, grazie ad una soluzione ibrida, esse possono trasferire risorse su un Cloud pubblico che prevede costi variabili e non fissi;
- Una maggiore agilità e scalabilità, che si traduce nella possibilità di usufruire di più opzioni di distribuzione dei dati e di muoversi su ambienti di Cloud pubblico quando il data center locale ha esaurito la propria capacità;
- Una maggiore conformità, il che significa che aziende che operano in settori altamente regolamentati, che prevedono restrizioni sull'archiviazione di dati sul Cloud pubblico, possono conservare i dati in un ambiente privato, soddisfacendo i requisiti normativi e continuando a beneficiare dell'elasticità del Cloud;
- Infine, un ulteriore vantaggio consiste nell'eliminazione del rischio di *lock-in*, evitando la possibilità di dover dipendere da un unico fornitore grazie allo sfruttamento dei servizi offerti da più *provider*.

Le recenti tendenze stanno indirizzando il mercato del Cloud Computing verso una soluzione ancora più innovativa che garantisce maggiori funzionalità e opportunità, il Multi-Cloud. Una soluzione Multi-Cloud, seppur concettualmente molto affine a quella di un Cloud ibrido, rappresenta, in realtà,

una sua evoluzione. Un'azienda che adotta un approccio Multi-Cloud utilizza più servizi di Cloud pubblico, ciascuno gestito da un fornitore diverso. Il Cloud ibrido rappresenta la combinazione di due o più tecnologie diverse di infrastruttura, potendo prevedere la presenza di un Cloud privato, di un data center on-premise, o di entrambi, ma con almeno quella di un servizio di Cloud pubblico. Il Multi-Cloud, invece, prevede la contemporanea implementazione di più servizi di Cloud pubblico, ma non necessariamente comprende anche la presenza di un Cloud privato.

Inoltre, un ambiente informatico di tipo Multi-Cloud non si contraddistingue per una semplice coesistenza di differenti soluzioni IT, ma per la possibilità di connettere e integrare tali soluzioni e sfruttarle con elasticità, beneficiando, così, sia delle differenti modalità di distribuzione delle tecnologie, sia delle diverse offerte dei *provider*, in modo da soddisfare le proprie esigenze economiche e funzionali.

Tra i principali vantaggi dei servizi Multi-Cloud troviamo:

- Una maggiore affidabilità, poiché, in caso di malfunzionamento o interruzione del *server* di un *provider*, l'utente avrà a disposizione i servizi di altri fornitori;
- Minore dipendenza dal *provider*, in quanto, optando per una strategia Multi-Cloud, i dati sono spalmati su più fornitori e, di conseguenza, la maggior parte dell'infrastruttura IT non rimarrà legata ad un unico *provider*;
- Risparmio sui costi, grazie alla possibilità di scegliere le offerte più economiche provenienti dai diversi fornitori.

Per quanto riguarda gli svantaggi che possono caratterizzare questo tipo di soluzione, riscontriamo:

- Una maggiore latenza: se i diversi Cloud sono poco interconnessi o se i data center sono geograficamente lontani tra loro, e se essi devono interagire con frequenza per soddisfare le esigenze dei clienti, allora può manifestarsi un problema di latenza;
- Una maggiore complessità di gestione: risulta più complesso avere una visione generale dei propri dati quando essi sono archiviati su più Cloud e, inoltre, è più difficile gestire i rapporti con diversi fornitori, ciascuno di essi con le proprie tecnologie e i propri processi;

- Maggiore vulnerabilità dei dati: quanto maggiore sarà il numero di infrastrutture su cui spalmare l'archiviazione dei dati, tanto maggiori saranno le possibilità di esposizione ai cosiddetti *cyber attacks* (Cloudflare, 2020).

Ad ogni modo, mentre il tema dell'Hybrid Cloud si è ormai consolidato in Italia e i relativi servizi vengono sempre più adottati dalle nostre imprese, quello del Multi-Cloud, nonostante stia stimolando un crescente interesse per i benefici ad esso accostati, risulta essere ancora poco considerato nella pratica, a causa di una bassa eterogeneità del portafoglio di *provider* Cloud delle imprese. Secondo ricerche dell'Osservatorio Cloud Transformation, in media, le imprese italiane dichiarano di usufruire di servizi Cloud gestiti da 3 fornitori, contro i 5 delle imprese internazionali. Lo scenario attuale mostra che il processo di trasformazione digitale sta spingendo le imprese verso l'utilizzo di un modello Cloud più personalizzato rispetto alle esigenze delle imprese. In quest'ottica, le due tipologie di servizi appena descritte, il Cloud ibrido e il Multi-Cloud, rappresentano le soluzioni ottimali.

Secondo la recente indagine, il 77% delle aziende usufruisce di servizi applicativi in Cloud integrati con sistemi IT ancora on-premise (modello Hybrid Cloud), situati in un data center di proprietà o affidati ad un data center in outsourcing di tipo tradizionale. Resta ancora bassa, invece, la percentuale di imprese che ha dichiarato di aver adottato un approccio Multi-Cloud (26%) (Natalucci, 2020).

In ogni caso, per entrambe le soluzioni trattate, lo snodo cruciale è rappresentato dalla capacità di gestione integrata ed efficace di ambienti così complessi. Per questo motivo, assume notevole rilevanza l'attività di orchestrazione, ovvero il coordinamento dei diversi sistemi IT aziendali, l'on-premise, il Private e il Public Cloud. A tal fine, sono quattro i temi fondamentali su cui far leva:

- L'automazione, cioè la gestione automatizzata e centralizzata degli ambienti;
- L'integrazione, quindi l'interconnessione dei vari sistemi;
- La sicurezza;
- La governance, intesa come ottimizzazione dei risultati e contenimento dei costi.

Se le imprese riescono a sviluppare adeguatamente queste capacità, saranno in grado di rendere le infrastrutture IT molto dinamiche e potranno beneficiare di una maggiore soddisfazione degli utenti

finali, in quanto questi godranno delle potenzialità dei servizi offerti senza neanche accorgersi delle complessità relative ai meccanismi sottostanti.

In conclusione, con l'introduzione e la diffusione di queste nuove soluzioni innovative, il Cloud Computing non si limita più a supportare una specifica parte delle applicazioni aziendali, ma penetrerebbe sempre più all'interno del core business aziendale, andando a sostituire o ad integrare i data center on-premise.

4.2.3 I principali players e le relative quote di mercato

Se analizziamo le imprese operanti nel mercato del Cloud Computing, possiamo fare una distinzione tra i top *provider* di servizi Cloud: *Leaders* e *Key Players*.

Di seguito, le imprese *Leaders*.

AMAZON WEB SERVICES

Amazon Web Services (AWS) è ampiamente considerata il leader indiscusso del settore e la prima azienda nel mercato ad aver introdotto i servizi Cloud per le imprese.

AWS è una piattaforma di proprietà del gruppo Amazon che offre servizi di elaborazione, *storage* di database, distribuzioni di contenuti e molto altro, ad aziende che possono creare applicazioni sofisticate in modo flessibile e del tutto personalizzato. AWS, con oltre 175 servizi offerti e integrati con data center a livello globale, è la piattaforma Cloud più utilizzata al mondo e permette ai propri clienti di ridurre i costi ed essere costantemente innovativi. Tra i servizi offerti, troviamo infrastrutture per l'archiviazione dei dati (IaaS), database e nuove tecnologie, come il *Machine Learning*, l'*Artificial Intelligence*, *Internet of Things* e *analytics*. La piattaforma è stata creata nel 2002 e oggi rappresenta circa il 60% del fatturato di Amazon (AWS, 2020).

Tra i suoi assets principali, si può menzionare *VMware Cloud*, una tecnologia di virtualizzazione che permette, soprattutto alle imprese di maggiore dimensione e quindi più lente, di creare un collegamento rapido e diretto tra il data center tradizionale e il servizio di Cloud pubblico. AWS si contraddistingue per la capacità di offrire database specifici per le esigenze delle imprese clienti.

Nonostante il principale competitor di AWS, Microsoft Azure, abbia da sempre il vantaggio di avere un rapporto più diretto con i propri clienti, la piattaforma di Amazon è riuscita a colmare questo gap e ad ottenere quote di mercato più grandi, grazie alla qualità del suo set di strumenti basati sul Cloud. Il 2020 verrà per sempre ricordato come l'anno in cui Amazon ha mostrato le sue capacità di distribuzione delle merci durante i periodi di lockdown, tuttavia, come abbiamo già visto in precedenza, il mercato del Cloud ha ottenuto una forte spinta dalla pandemia e i ricavi di AWS continuano ad avere tassi di crescita elevati e a rappresentare il maggior contributo al reddito operativo dell'azienda. Alla fine del 2020, AWS ha annunciato di aver beneficiato di un tasso di crescita del 28% relativo agli ultimi tre mesi dell'anno, un dato impressionante se solo si considera la già enorme dimensione della sua attività Cloud (Maguire, 2021).

MICROSOFT AZURE

Azure è il secondo player del mercato e principale competitor di AWS. La grande forza di Azure risiede nel patrimonio che ha ereditato dall'impresa: il lungo dominio del sistema operativo Windows e le tante applicazioni di produttività di Microsoft costituiscono le basi del legame che l'azienda ha da anni con i propri clienti, prima ancora che esplodesse il fenomeno del Cloud Computing.

L'offerta di Azure è molto solida per quanto riguarda i servizi di Cloud ibrido, fondamentali per le imprese che hanno effettuato grandi investimenti per la creazione di data center da associare ad un servizio di Cloud pubblico remoto. Un altro punto di forza di Azure è rappresentato dalle soluzioni SaaS che integra con il suo Cloud pubblico, in particolare Microsoft Office 365. Il tasso di fatturato annuo del Cloud commerciale di Microsoft si avvicina ai 70 miliardi di dollari e la maggior parte delle entrate provengono dall'Office 365. Inoltre, la pandemia ha fornito molto carburante al business Cloud di Microsoft, forse troppo, in quanto la domanda per l'utilizzo di Microsoft Teams per il lavoro a distanza ha creato all'azienda problemi di capacità nell'erogazione del servizio (Maguire, 2021).

Anche la piattaforma di *Machine Learning* di Azure ha riscosso molto successo, grazie alla sua capacità di creare tutti i tipi di algoritmi personalizzati.

La vera battaglia tra Azure e AWS ruoterà attorno alle aziende che adottano servizi Multi-Cloud. In questo ambito, Azure può contare sull'appoggio di Salesforce, che ha scelto Azure per il suo Marketing Cloud, così come altri operatori importanti tra cui SAP, Oracle e Adobe (Azure, 2020).

GOOGLE CLOUD PLATFORM

Google Cloud Platform (GCP) è la piattaforma Cloud di Google, nonché il terzo principale operatore del mercato del Cloud e si distingue per la sua solida offerta IaaS caratterizzata da una profonda capacità tecnica proveniente dal suo dominio nel mercato della ricerca. Grazie alla sua forza nel networking e nell'automazione, GCP offre probabilmente i migliori servizi di intelligenza artificiale, apprendimento automatico e analisi dei dati. GCP sta cercando di colmare il gap che la tiene a distanza dagli altri due player costruendo la propria strategia Cloud e acquisendo maggiori competenze verticali nell'erogazione dei servizi, in modo da poter competere con il know how di Azure e AWS. A tal proposito, nell'ultimo anno, GCP ha sviluppato partnership con attori chiave del settore e ha costruito un team di vendita, circondandosi di figure professionali con ampia esperienza nel settore, tra cui l'ex dirigente di Microsoft e l'ex capo alle vendite di Oracle.

Storicamente, GCP non ha mai avuto uno stretto legame con i clienti aziendali e per questo l'azienda sta cercando di cambiare direzione. Pertanto, il passaggio al Multi-Cloud rappresenta un'occasione importante per GCP, in quanto, seppur difficilmente può essere la piattaforma Cloud principale di un'azienda, potrà rappresentare uno dei suoi *provider* Cloud. Tuttavia, Google Cloud sta incrementando i propri ricavi grazie agli effetti della pandemia e al successo della piattaforma Google Meet. GCP ha raggiunto un fatturato di 16 miliardi di dollari e per il 2021 continuerà ad espandere la sua presenza creando nuovi data center e occupando nuove aree geografiche (GCP, 2020).

ALIBABA CLOUD

Alibaba è una società, con sede a Singapore e leader del mercato Cloud in Cina, che sta riscuotendo successo con le sue vendite ai clienti anche nel resto del mondo. Il suo fatturato annuo si aggira

intorno ai 10 miliardi di dollari, secondo i dati del trimestre più recente. L'impresa è fortemente svantaggiata per quanto riguarda la competizione nei mercati occidentali, principalmente UE e USA, a causa della presenza di colossi, come AWS, che presenta un fatturato cinque volte maggiore. Nonostante ciò, Alibaba può scalare le classifiche del settore, in quanto il mercato cinese ha dimensioni enormi e ampi margini di crescita. Tra i motivi per cui Alibaba è considerata uno dei principali fornitori di servizi Cloud del mercato asiatico, uno è dato dal fatto che circa il 60% delle società quotate in Cina sono clienti di Alibaba Cloud (Forbes, 2019).

Nel 2020, la società ha annunciato che investirà, nei successivi tre anni, 28 miliardi di dollari nella sua infrastruttura Cloud, per portare il segmento Cloud (che oggi rappresenta il 7/8% del fatturato totale del gruppo) ad essere il business principale della società. Questo investimento andrà a rafforzare quella che è una già solida piattaforma di servizi IaaS e PaaS (Shu, 2020).

ORACLE

Entrata nel mercato più tardi rispetto alle altre imprese concorrenti, nel 2016 Oracle ha lanciato "Oracle Cloud Infrastructure" (OCI), una soluzione IaaS che fornisce supporto alle applicazioni IT *on-premise*. Nonostante il suo impegno nello sviluppo di offerte IaaS e PaaS, Oracle non è considerato un fornitore di Cloud pubblico come AWS e Azure, ma fonda principalmente la sua attività sull'offrire le proprie capacità di sistema *legacy* nei database e in altre applicazioni critiche aziendali su una piattaforma Cloud flessibile e avanzata (OCI, 2020).

IBM CLOUD

Con uno dei portafogli di soluzioni aziendali più approfonditi e altamente sviluppati di qualsiasi fornitore operante nel settore tecnologico, il Cloud di IBM è uno dei preferiti dalle imprese clienti di medie e grandi dimensioni. IBM ha una presenza globale e offre le proprie soluzioni IaaS e PaaS in tutti i continenti del pianeta. Con l'acquisizione di Red Hat nel 2019, la società conferma il suo

impegno nella creazione di una propria infrastruttura Cloud, con un approccio ibrido e aperto. IBM si candida fortemente per essere uno degli attori principali nel panorama emergente del Multi-Cloud. Inoltre, IBM è molto specializzata in tematiche riguardanti l'intelligenza artificiale, analisi dei dati e apprendimento automatico; tutte attività che interagiscono con la piattaforma Cloud (Maguire, 2021).

SALESFORCE

Salesforce, impresa statunitense con sede a San Francisco, è un fornitore di soluzioni Cloud specializzato nell'offerta di servizi SaaS. Fin dall'inizio della sua attività, la società si identifica tra i principali *provider* di software CRM, ma ha continuato ad espandersi completando la propria offerta con altri servizi basati sul Cloud, dal supporto Marketing Cloud, orientato alla personalizzazione del Web, al Commerce e Community Cloud, servizi che mirano a migliorare le relazioni business-cliente. Le recenti acquisizioni di Tableau, tra i principali player di analisi dei dati, e di Mulesoft, integratore IT che connette applicazioni, dati e dispositivi, sono la dimostrazione di una strategia che mira a posizionare l'impresa al centro di un mondo iperconnesso e basato sul Cloud (Maguire, 2021).

Tra i *Key Players*, invece, citiamo:

SAP

SAP (*Systems Applications Products*) è una multinazionale europea che si occupa della produzione di software gestionali, tra i più richiesti dalle aziende, ed una delle principali imprese operanti nel settore degli ERP e, in generale, nelle soluzioni informatiche per le imprese. SAP rappresenta un ottimo esempio di fornitore *legacy* che ha sviluppato e commercializzato un proprio database *in-memory* ad alta potenza e con un seguito aziendale importante che precede i servizi Cloud. Per compiere la migrazione sul Cloud, SAP offre le stesse architetture di riferimento utilizzate dai principali fornitori di Cloud pubblico. Tale metodo funziona, in quanto i ricavi Cloud dell'azienda stanno registrando una crescita importante (SAP, 2020).

ADOBE

Conosciuto come produttore di software creativi come Photoshop, nel 2013, Adobe adotta un modello SaaS, riscontrando un po' di malcontento tra i propri utenti, in quanto molti di essi preferivano acquistare "una tantum". Nonostante ciò, adottando un approccio SaaS, Adobe è riuscita ad avere un maggior controllo sulle versioni dei suoi utenti e ad incrementare le entrate. Grazie al suo successo, l'impresa sta allargando la propria offerta nel mondo del Cloud, implementando soluzioni commerciali e analisi dei dati. L'azienda possiede anche una propria piattaforma di intelligenza artificiale (Sensei), grazie alla quale, consente agli utenti creatori di lavorare in modo più efficiente (Maguire, 2021).

CISCO SYSTEMS

Cisco è una delle maggiori multinazionali al mondo, leader nel settore tecnologico per le infrastrutture e i servizi di rete. Fu creata nel 1984 da un gruppo di scienziati della Stanford University ed ha al suo interno un team di esperti che ha progettato e realizzato la rete Internet fin dai suoi inizi. L'impresa statunitense, con sede nel cuore della Silicon Valley, è specializzata nella fornitura di apparati di *networking* e controlla oggi più dell'80% del mercato dei router. Infatti, gli apparati Cisco Systems sono utilizzati da migliaia di imprese, fornitori di servizi, istituzioni pubbliche e governative sparse in tutto il mondo. Le competenze consolidate nel mondo della rete hanno permesso a Cisco di avere un mercato fertile anche per la fornitura di servizi Cloud, in particolare per quanto riguarda il modello Multi-Cloud, di cui Cisco si sta proponendo come uno dei principali *provider* (Systems, 2020).

Passando ora ad analizzare le quote di mercato relative del Cloud Computing, nel 2018, secondo l'analista Canalys, i tre grandi colossi del Cloud si dividevano il mercato, con AWS che deteneva circa il 30%, Azure con il 15% e GCP con il 5%. Nel 2019, queste imprese hanno registrato una crescita complessiva nel mercato delle infrastrutture Cloud del 42%. AWS ha ottenuto i maggiori

guadagni nelle vendite con un aumento di 2,3 miliardi di dollari, ma Azure e GCP hanno registrato aumenti percentuali maggiori.

Nel 2020 la situazione non è cambiata e la distribuzione delle quote di mercato è rimasta più o meno la stessa tra i principali player. Infatti, le stime di Synergy Research Group riportano dati simili a quelli di Canalys: nel terzo trimestre del 2020, i primi quattro fornitori di servizi Cloud sono stati AWS (32%), Azure (19%), GCP (7%) e Alibaba Cloud (6%).

Google e Alibaba hanno superato IBM Cloud nel mercato IaaS del Cloud pubblico negli ultimi due anni. IBM, infatti, invece di competere direttamente con i *provider* di Cloud pubblico, sfrutta sempre più l'acquisizione di Red Hat per promuovere servizi Multi-Cloud in tutto il mondo.

I dati mostrano, inoltre, che la spesa aziendale del terzo trimestre del 2020 per i servizi di infrastruttura Cloud è stata di quasi 33 miliardi, in crescita del 33% rispetto allo stesso periodo del 2019.

Figura 16: crescita dei top player del Cloud nel terzo trimestre del 2020

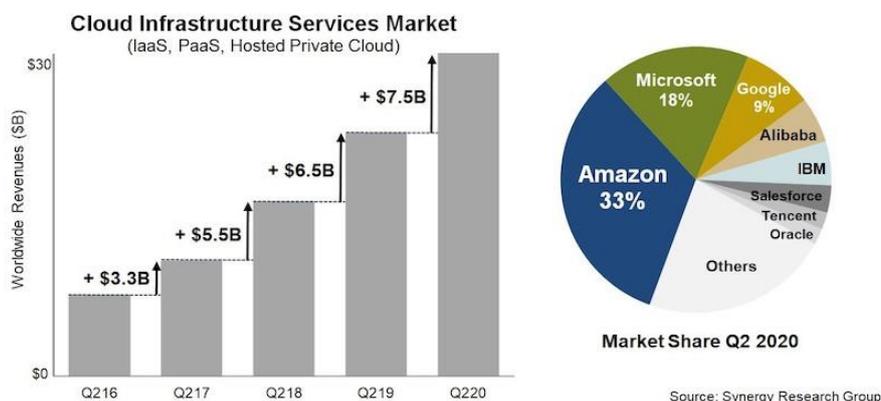


Fonte 16: Canalys

Amazon e Microsoft continuano a rappresentare più della metà del mercato mondiale, mentre Google, Alibaba e Tencent stanno crescendo più velocemente del mercato complessivo, guadagnando quote di mercato. Insieme, essi, rappresentano il 17% del business totale. Gli altri fornitori Cloud che

configurano tra le dieci maggiori aziende sono IBM, Oracle, Salesforce e SAP. In aggregato, i primi dieci fornitori rappresentano l'80% del mercato mondiale.

Figura 17: Quote di mercato del Cloud (2020)



Fonte 17: Synergy Research Group

L'analista capo del Synergy Research Group ha così commentato i dati sopra riportati:

“Per quanto riguarda i numeri del mercato del Cloud, è quasi come se non ci fosse alcuna pandemia di Covid-19 che imperversa in tutto il mondo. Mentre le aziende lottano per adattarsi alle nuove norme, i vantaggi del Cloud pubblico vengono amplificati. Il tasso di crescita percentuale sta diminuendo, come dovrebbe quando un mercato raggiunge dimensioni enormi, ma la crescita incrementale in termini di dollari assoluti rimane davvero impressionante.”

Tuttavia, i tassi di crescita dei servizi di Cloud pubblico di AWS e Azure sono leggermente rallentati, segno che le due imprese potrebbero registrare rendimenti decrescenti a causa delle enormi dimensioni raggiunte (Panettieri, 2020). La pandemia e lo *smart working* stanno accelerando il passaggio ai servizi Cloud, rendendoli strumenti che migliorano la continuità aziendale in un più ampio processo di trasformazione digitale. Piattaforme come Microsoft Teams e Google Meet sono diventate di fondamentale importanza per le aziende in questo periodo.

I dati relativi al primo trimestre del 2021 indicano che il mercato mondiale del Cloud è cresciuto del 35% raggiungendo 41,8 miliardi di dollari (Canalys, 2021).

Amazon ha riportato un fatturato di AWS di 13,5 miliardi di dollari, rispetto ai 10,33 miliardi dei primi tre mesi del 2020 e superando le previsioni degli analisti di 13,1 miliardi. Le entrate di AWS sono aumentate del 32%, superando la crescita del 28% registrata nell'ultimo trimestre del 2020 e rappresentando il 12% delle entrate totali di Amazon e il 47% delle entrate operative complessive.

Mentre Amazon specifica le entrate di AWS, Microsoft riporta solo il tasso di crescita di Azure.

La crescita del fatturato relativa al primo trimestre del 2021 è del 50% rispetto al trimestre precedente.

Nello stesso periodo dell'anno scorso, la crescita era stata del 59%. Tuttavia, sebbene i tassi di crescita di Azure stiano rallentando, le entrate continuano ad aumentare. Infatti, il business "Intelligent Cloud" di Azure è cresciuto del 23% a 15,1 miliardi di dollari, registrando il reddito operativo più alto di tutti i segmenti, ovvero 6,4 miliardi di dollari, il 37,7% del reddito operativo totale consolidato.

Infine, per quanto riguarda Google Cloud, i dati mostrano un fatturato, relativo all'ultimo trimestre, di 4,047 miliardi di dollari, con una crescita del 46%; mentre, nel caso di Alibaba, la crescita dei ricavi è del 36% e ha raggiunto 2,6 miliardi di dollari (Stalcup, 2021).

4.2.4 Il mercato italiano

Più del 75% delle imprese italiane facenti parte del campione su cui si basa la ricerca dell'Osservatorio Cloud Transformation (che ha intervistato 142 grandi imprese e 285 PMI) reputano il Cloud una componente chiave per introdurre innovazioni, le quali sarebbero altrimenti troppo gravose da realizzare internamente, in termini di tempi, competenze e costi. Come abbiamo già illustrato in precedenza, le funzionalità del Cloud, rappresentano per l'impresa un'opportunità per incrementare la propria flessibilità, stare al passo con il mercato e far sì che la direzione IT sia focalizzata sulle priorità del business, piuttosto che sulla gestione tecnico-operativa. Grazie al Cloud, il reparto IT si trasforma da centro di costo a promotore di innovazione e cambiamento per tutta l'organizzazione. Sebbene, dunque, le imprese italiane siano ormai consapevoli dei vantaggi di cui

possono beneficiare affrontando un processo di trasformazione digitale e adottando soluzioni Cloud, restano ancora molte criticità legate soprattutto ad una carenza di competenze specifiche e a limiti di carattere culturale che contraddistinguono le nostre imprese.

Molte aziende, ad esempio, riscontrano forti difficoltà, non solo nella realizzazione dei progetti, ma soprattutto nella capacità di gestione dei sistemi Cloud. Inoltre, con l'evoluzione delle soluzioni Cloud e con l'affermarsi di modelli ibridi e Multi-Cloud, aumentano i costi emergenti e aumenta la complessità nel governare un ecosistema che diventa sempre più articolato (Dozio, 2020).

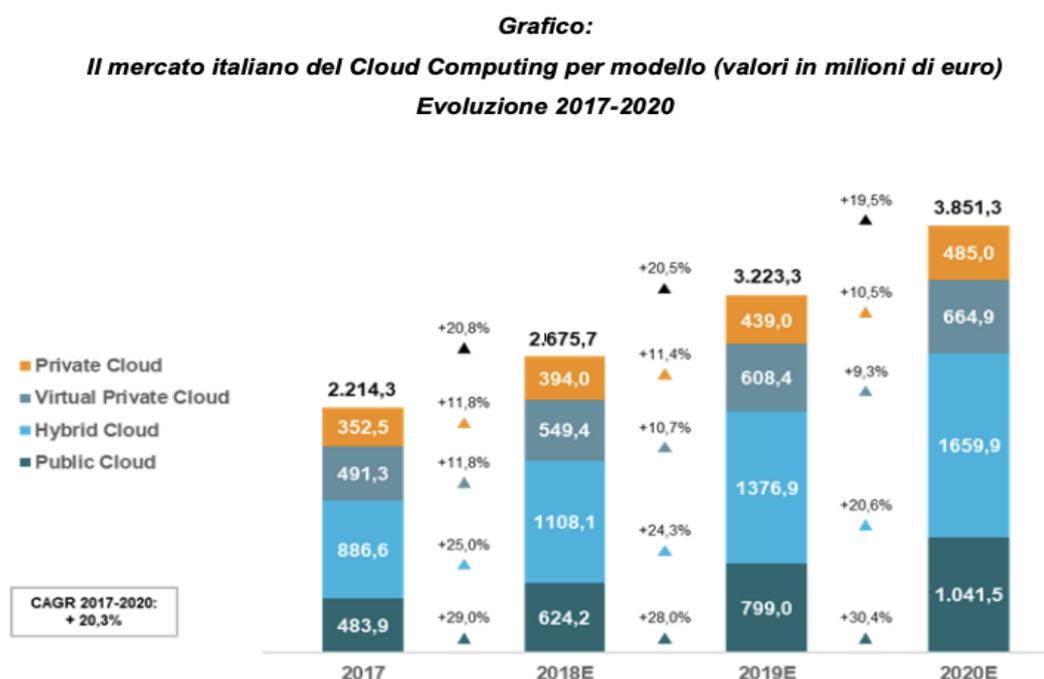
Per spiegare l'andamento del mercato del Cloud in Italia, proviamo, attraverso i dati, a tracciare lo sviluppo che lo ha caratterizzato negli ultimi tre anni.

Nel 2017, il settore ICT italiano ha registrato una crescita del 4% rispetto all'anno precedente, per un valore complessivo di più di 11 miliardi di euro. Un contributo determinante è arrivato dal comparto dei servizi Cloud, cresciuti del 23,3%. Negli ultimi anni, infatti, tali servizi hanno iniziato ad affiancare gli ambienti *on-premise* attraverso un mix di soluzioni di Cloud pubblico e privato.

Soprattutto le aziende di media dimensione hanno cominciato a ricorrere all'esternalizzazione della gestione delle infrastrutture IT, un po' per carenza di competenze e un po' per concentrarsi meglio sulle attività più strategiche. A dimostrazione di questa tendenza, il mercato dei servizi di data center è cresciuto del 3,3%.

Alla fine del 2017, il mercato del Cloud Computing italiano ha superato i 2,2 miliardi di euro, spinto soprattutto da una forte crescita dei servizi di Public Cloud (+32%) e di Hybrid Cloud (+26,1%). In particolare, il 40% della spesa totale è concentrata in investimenti sostenuti per servizi di Cloud ibrido.

Figura 19: L'evoluzione del mercato italiano del Cloud per modello (2017-2020)



Fonte 19: Anitec-Assinform, 2017

Per fare un confronto tra le previsioni effettuate nel 2017 e i dati manifestatisi concretamente nel triennio successivo, riportiamo una tabella che prende spunto ancora una volta dal rapporto di Assinform, in modo da poter paragonare i valori prospettati con quelli reali.

Figura 20: Il mercato del Cloud italiano (2015-2020)

Mercato del Cloud Computing in Italia, 2015-2020E Fonte NetConsulting cube, 2018

VALORI IN MILIONI DI EURO	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	16/15	17/16	18E/17E	19E/18E	20E/19E
Public Cloud	275,0	366,6	483,9	624,2	799,0	1.041,5	33,3%	32,0%	29,0%	28,0%	30,4%
Hybrid Cloud	556,7	702,8	886,6	1.108,1	1.376,9	1.659,9	26,2%	26,1%	25,0%	24,3%	20,6%
Virtual Private Cloud	396,1	440,3	491,3	549,4	608,4	664,9	11,2%	11,6%	11,8%	10,7%	9,3%
Cloud Privato	269,9	310,0	352,5	394,0	439,0	485,0	14,9%	13,7%	11,8%	11,4%	10,5%
TOTALE	1.497,7	1.819,7	2.214,3	2.675,7	3.223,3	3.851,4	21,5%	21,7%	20,8%	20,5%	19,5%

Fonte 20: Wiit.cloud, 2017

Nel 2018, il mercato del Cloud italiano vale 2,34 miliardi di euro, registrando una crescita del 19% rispetto ai valori del 2017. I servizi PaaS subiscono una notevole spinta (+49%) e raggiungono una

quota del 14% del volume di spesa complessivo. Continua a crescere il peso dei servizi SaaS per il Public e Hybrid Cloud a discapito delle soluzioni IaaS (Fabbri, 2018).

Il 2019 riporta un aumento dei valori del 18% e si raggiungono i 2,77 miliardi di euro. I comparti Public & Hybrid Cloud toccano 1,56 miliardi di euro (+25%), confermando il loro continuo sviluppo. I servizi di data center raggiungono i 550 milioni di euro. Cresce del 38% la spesa in servizi PaaS che aumentano la propria quota relativa al 16%, mentre continuano a crescere a tassi inferiori i servizi IaaS (+24%). I servizi SaaS registrano un +22% (Colombo, 2019).

Nel 2020, come conseguenza degli effetti della pandemia, il mercato del Cloud italiano cresce del 21% superando i 3,34 miliardi di euro. I servizi SaaS raggiungono oltre 1 miliardo di spesa complessiva, realizzando un incremento del 46% rispetto al 2019. La componente PaaS cresce del 22% rappresentando il 14% della spesa totale, mentre i servizi IaaS incrementano il proprio valore del 16% raggiungendo una quota relativa del 36% (nel 2017 rappresentavano il 52% del mercato totale). Il Public & Hybrid Cloud cresce del 30% e vale 2 miliardi di euro. L'Hosted Private Cloud arriva a 732 milioni di euro, mentre il Datacenter Automation, ovvero la modernizzazione delle infrastrutture *on-premises*, rallenta la sua crescita, registrando un +6%, per un valore di 583 milioni di euro.

Nel corso della pandemia, le grandi imprese hanno accelerato il processo di migrazione verso soluzioni di Cloud pubblico o privato: l'11% di queste, infatti, non ha più un data center di proprietà. L'emergenza Covid-19 ha spinto anche le PMI ad adottare soluzioni Cloud: la percentuale di imprese di piccola e media dimensione che utilizza servizi Cloud era ferma da anni al 30%, ma nell'ultimo anno è arrivata al 42%. Anche le PMI più scettiche e meno evolute dal punto di vista digitale sono state costrette ad adeguarsi a soluzioni Cloud per garantire la continuità delle proprie attività aziendali. Nonostante ciò, esse continuano ad essere preoccupate per la sicurezza dei dati, l'inaffidabilità della rete e per la complessità di gestione, oltre ad essere caratterizzate da una mancanza di competenze specifiche in applicazioni Cloud. Il 55% delle PMI che utilizza il Cloud preferisce gestire internamente le tecnologie (Transformation, 2020).

Il rischio è che il gap culturale e infrastrutturale di cui soffrono le PMI possa continuare ad incidere negativamente sull'evoluzione dei prossimi anni. In questo caso, gli sforzi fatti in risposta alla pandemia potrebbero essere vanificati. Serve una consapevolezza e una visione strategica di lungo periodo che consideri il passaggio al digitale come elemento sempre più centrale e l'adozione di soluzioni Cloud come strumento per migliorare il business dell'azienda.

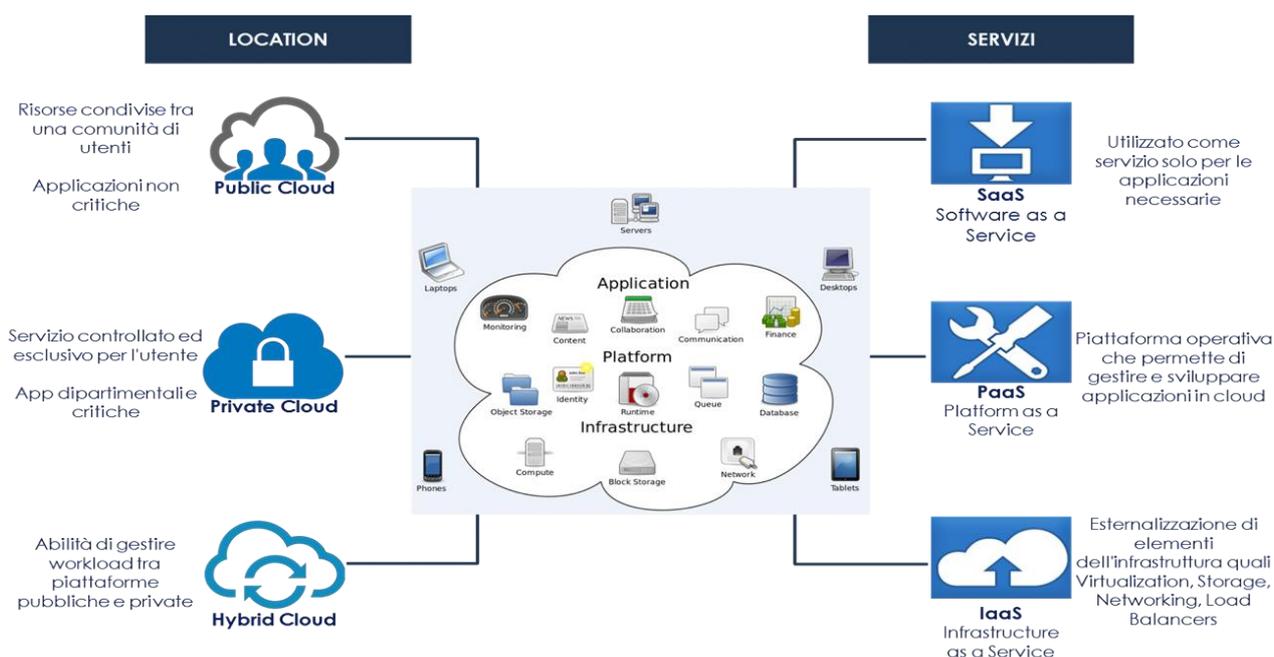
4.3 Il caso Wiit s.p.a.

4.3.1 Descrizione delle attività ed evoluzione del gruppo

Wiit s.p.a è una società operante nel mercato del Cloud Computing, fondata dall'attuale principale socio Sig. Alessandro Cozzi il 26 giugno del 1996. La società fu fondata sotto la ragione sociale "Walther Italia Information Technology s.p.a.", ma, nel 2003, con delibera dell'assemblea straordinaria, fu cambiato il nome dell'azienda in "Wiit s.p.a.". Wiit è leader nel mercato italiano per la fornitura di servizi di Hosted Private Cloud e Hybrid Cloud ad imprese medio grandi che richiedono elevati standard di qualità e sicurezza. La sua attività consiste nella predisposizione di infrastrutture IT elaborate per le necessità specifiche dei propri clienti e nell'erogazione di servizi Cloud (principalmente servizi PaaS) per le cosiddette "applicazioni critiche", cioè quelle applicazioni il cui malfunzionamento può causare l'interruzione della continuità del business dei propri clienti. Tra queste applicazioni rientrano i principali ERP del mercato, come SAP, Oracle e Microsoft.

Completano l'offerta di Wiit anche le altre tipologie di servizi Cloud, come illustrato dal grafico seguente.

Figura 21: I servizi offerti da Wiit



Fonte 21: Wiit s.p.a.

In misura minore l'impresa offre anche servizi nel settore del Public Cloud, integrando le soluzioni (più standardizzate) offerte dai grandi player del mercato e adattandole alle necessità della propria clientela. Altri servizi presenti nel portafoglio di Wiit sono: i servizi di *Business Continuity e Disaster Recovery*, che consentono di rielaborare in tempo reale tutti i dati critici dei clienti e di procedere al *back-up* quotidiano dei dati; servizi di *Cyber Security*; e servizi di *Application Management* (assistenza utenti SAP) e di *Document Management*.

Nell'espletamento delle proprie attività, Wiit si avvale di due data center di proprietà, il principale dei quali (situato a Milano) ha ottenuto il certificato di massima sicurezza e affidabilità (livello 4), rilasciato dall'Uptime Institute. I servizi offerti dall'impresa vengono forniti attraverso più *server* e *storage*, per far sì che l'eventuale interruzione di uno di essi non pregiudichi la continuità del servizio garantita al cliente. A tal proposito, la società ha redatto un "*Business Continuity and Disaster Recovery Plan*" che definisce il protocollo da mettere in pratica per ripristinare immediatamente il funzionamento dei sistemi IT in seguito ad un improvviso disservizio. Inoltre, Wiit si avvale anche di infrastrutture altrui, soprattutto per quanto riguarda la fornitura di servizi di connessione. A

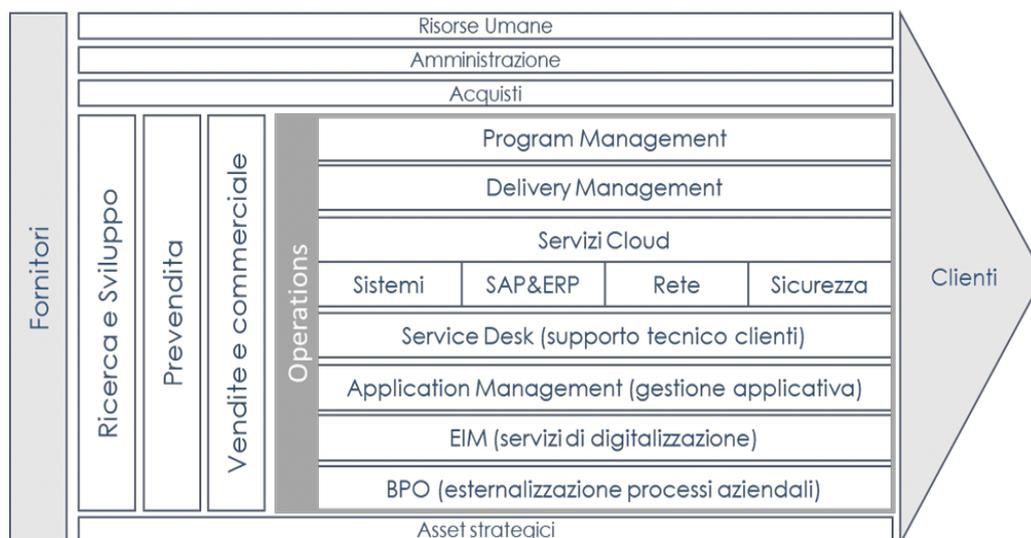
riguardo, la società si rivolge a *provider* altamente specializzati che garantiscono elevati livelli di affidabilità e che devono rispettare il mantenimento di determinati requisiti di qualità per non incorrere in penali previste dai contratti.

Il modello di business di Wiit prevede un'erogazione di servizi di tipo "End-to-End", cioè il controllo diretto di tutta la filiera delle componenti tecniche, in quanto le infrastrutture e i principali assets strategici sono di proprietà dell'azienda, le competenze sono interne e risulta essere molto limitato il ricorso a risorse esterne all'impresa. Di conseguenza, tale modello consente di mantenere un elevato controllo sulla qualità dei servizi erogati e di non dipendere da attori esterni.

Inoltre, il modello di business di Wiit si basa su ricavi ricorsivi in quanto l'offerta dell'azienda prevede contratti pluriennali (dai 3 ai 5 anni) in base ai quali i clienti pagano un canone annuale per la fornitura dei servizi Cloud. Le attività sono suddivise in diverse fasi, a ciascuna delle quali è affidato un team competente.

L'immagine che segue raffigura il modello di business adottato da Wiit.

Figura 22: Il modello di business di Wiit



Fonte 22: Wiit s.p.a.

Per quanto riguarda la base di clientela dell'azienda, il gruppo Wiit indirizza la propria offerta a due tipologie di organizzazioni: *Small-Medium Enterprise* (SME), sotto i 100 milioni di fatturato, che gestisce principalmente Adelante (azienda acquisita da Wiit e di cui parleremo in seguito), *Mid-Large Enterprise* (MLE), sopra i 100 milioni di fatturato, dove opera Wiit. Sono circa 3.500 le aziende facenti parte del mercato target di Wiit, tutte imprese con una propensione all'outsourcing e che presentano la necessità di una gestione continuativa delle proprie applicazioni critiche.

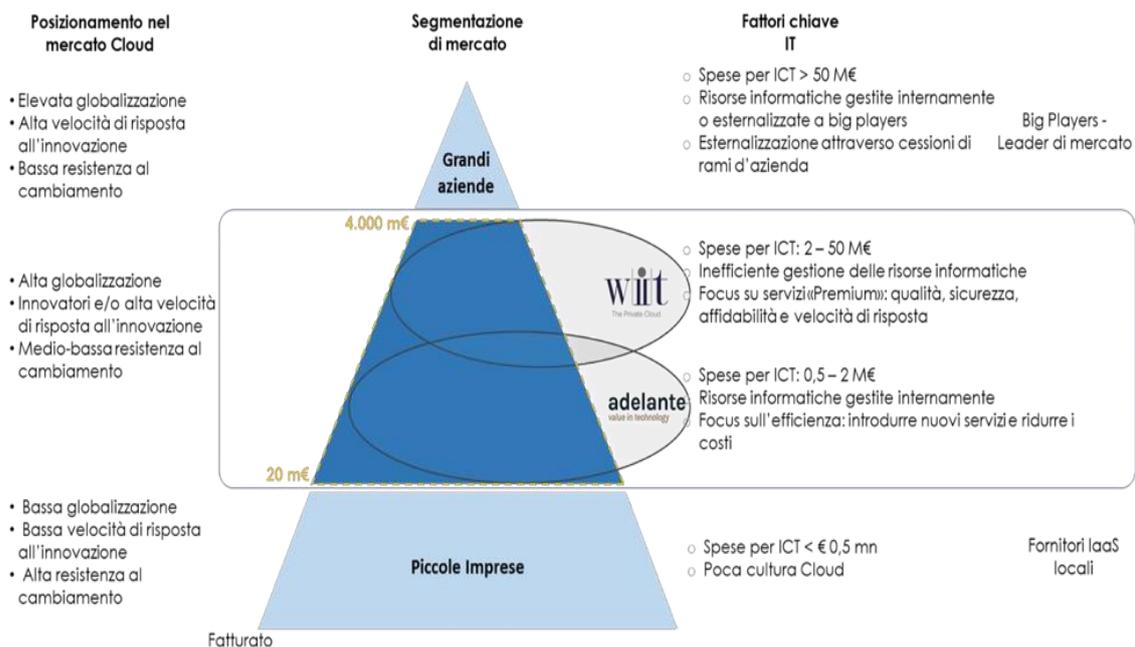
La forte specializzazione di Wiit nell'erogazione dei servizi Cloud ha consentito alla società di costruirsi nel tempo un importante portafoglio clienti, composto anche da aziende molto profittevoli e di grandi dimensioni. Inoltre, come conseguenza dell'acquisizione di Adelante, la base di clienti del Gruppo risulta essere molto diversificata:

- La capogruppo serve principalmente aziende di grandi dimensioni con un fatturato compreso tra i 20 milioni e i 4 miliardi di euro. Tali aziende richiedono elevati standard qualitativi del servizio per le loro applicazioni critiche, il cui canone medio pagato ammonta a circa 700 mila euro;
- I clienti gestiti da Adelante e dalle controllate sono principalmente PMI con fatturato compreso tra i 20 e i 100 milioni di euro, il cui ammontare medio dei relativi canoni pagati è di circa 150.000 euro.

Wiit gode di una base di clientela *cross industries*, ma i principali settori target serviti dall'azienda sono: quello della moda, il manifatturiero e l'oil&gas.

Di seguito, una raffigurazione piramidale del mercato target dell'impresa.

Figura 23: Il mercato target di Wiit



Fonte 23: Wiit s.p.a.

Figura 24: I competitor di Wiit



Fonte 24: Wiit s.p.a

La figura sopra riportata illustra il posizionamento competitivo dell'azienda, secondo cui ci sono tre categorie di competitors a livello nazionale:

- Le multinazionali di grandissima dimensione che servono clienti di grandi dimensioni;
- Le società nazionali di medio-grandi dimensioni che operano anche in altri paesi e che offrono un'ampia gamma di servizi;
- Le società nazionali che offrono servizi personalizzati in nicchie di mercato.

Nel 2004 Wiit ha acquistato il primo data center attraverso cui ha iniziato ad offrire servizi di Hosted Cloud. All'inizio, l'offerta dell'azienda era principalmente rivolta a clienti di piccole e medie dimensioni e si basava sull'erogazione di servizi su piattaforma SAP, solo successivamente anche su ERP Oracle e Microsoft.

Nel 2007, la società ha acquistato il secondo data center, situato in Veneto e necessario all'erogazione di servizi di *Business Continuity* e di *Disaster Recovery*.

Nel 2008 Wiit, dopo aver affrontato un importante percorso di crescita organica che l'ha portata a governare competenze specifiche diventate dei fondamentali assets strategici, ha intrapreso la propria strategia di crescita per linee esterne, acquisendo Sevenlab, società specializzata in servizi di Business Continuity che ha contribuito ad espandere il portafoglio clienti di Wiit. Nello stesso anno, la società ottiene anche la sua prima certificazione SAP, come conseguenza del grado di specializzazione raggiunto nella gestione dei software. Completerà il suo portafoglio di certificazioni nel 2015, diventando l'impresa maggiormente specializzata su SAP in Europa e tra le prime al mondo.

Nel 2013 Wiit apre il capitale all'ingresso dell'investitore istituzionale Hat Orizzonte che acquisisce l'11% delle partecipazioni sociali; contestualmente, la società emette un prestito obbligazionario convertibile di importo pari a 1.460.000 euro e interamente sottoscritto da Hat Orizzonte. Le obbligazioni, dal valore nominale di 1 euro ciascuna, sono state offerte ad un prezzo scontato di 0,821 ciascuna e avevano durata di 5 anni.

Sempre nel 2013, la società prende parte al progetto Elite di Borsa Italiana, ottenendo la relativa certificazione nel 2014.

Nel 2015, Wiit effettua la seconda operazione di M&A, acquisendo un ramo di azienda dell'impresa Visiant Technologies s.r.l. per 1.300.000 euro. L'asset acquisito è un complesso di beni organizzato per l'esercizio di attività di data center e va a rappresentare il terzo data center dell'impresa. L'operazione era volta a cogliere nuove sinergie grazie al consolidamento delle infrastrutture nei data center di Wiit ed è stata condotta con l'obiettivo di diventare un polo aggregante del settore dei *provider* di servizi IT.

Il 10 maggio 2016, dopo aver ottenuto i requisiti adatti, viene riconosciuta a Wiit la qualità di PMI Innovativa e viene, dunque, iscritta all'apposita sezione speciale del registro delle imprese.

L'11 luglio 2016 la società, in ottica di un primo tentativo di espansione estera, costituisce Wiit Swiss, la quale ha iniziato ad operare sia in Svizzera, sia, tramite un fornitore locale, in Florida, negli Stati Uniti.

Nel 2017, Wiit decide di entrare nel mercato azionario, ritenendo che la quotazione potesse portare vantaggi alla società in termini di visibilità e posizionamento competitivo e considerandola un'ottima modalità di reperimento delle risorse finanziarie necessarie ad affrontare una strategia di M&A più aggressiva. L'assemblea delibera per un aumento di capitale di 330.000 euro, mediante l'emissione di 330.000 azioni dal prezzo di 41 euro, di cui 40 euro a titolo di sovrapprezzo.

Il 1° giugno 2017 le azioni di Wiit vengono ammesse alle negoziazioni sul mercato AIM Italia, raccogliendo dal collocamento istituzionale circa 32 milioni di euro.

Nel luglio 2018, Wiit perfeziona l'acquisizione di Adelante, società specializzata nelle attività di trasformazione digitale delle medie imprese (di cui tratteremo in seguito). Nel novembre del 2018, il Gruppo effettua il passaggio sul mercato telematico azionario (MTA), iscrivendosi al segmento STAR di Borsa Italiana. Il trasferimento da un sistema multilaterale di negoziazione (AIM) ad un mercato regolamentato (MTA) porta benefici all'azienda in termini di maggiore liquidità del titolo, un accesso a un più ampio numero di investitori di maggiore dimensione, e una maggiore visibilità dell'azienda sui mercati internazionali, con conseguenti vantaggi relativi al miglioramento del posizionamento competitivo.

Inoltre, a dicembre del 2018, la società ha completato l'acquisizione di Foster, impresa di cui già deteneva il 35% delle partecipazioni. A febbraio del 2019 è stato approvato il relativo progetto di fusione per incorporazione. L'operazione è stata perseguita con l'intento di ottenere un risparmio di costi derivante dall'eliminazione di duplicazioni e sovrapposizioni societarie relative alle funzioni contabili, fiscali e amministrative.

Nel 2019, Wiit porta a termine altre acquisizioni, a testimonianza del suo impegno nello sviluppo di attività di protezione dei dati, con l'obiettivo di consolidare la propria posizione nell'erogazione di servizi di *Cyber Security*. Nel giugno del 2019 la società acquisisce Matiika, impresa operante nel mercato Cloud da oltre 25 anni. L'operazione consente a Wiit di sfruttare elevate sinergie e un alto potenziale di *upselling* relativo all'importante base di clienti di Matiika nel Triveneto. Grazie all'acquisizione Wiit può dunque beneficiare dell'espansione del proprio portafoglio di servizi e consolidare ancora di più la propria presenza sul territorio italiano.

Nel dicembre 2019, Wiit annuncia l'acquisizione del capitale sociale di Etaeria s.r.l., società del gruppo Kelyan e *provider* di servizi Cloud e di *Cyber Security*, e quella dell'azienda Aedera s.r.l. (sempre parte del gruppo Kelyan), fornitore di servizi Cloud in modalità SaaS. Con tali acquisizioni, il Gruppo entra in contatto con 80 top customer di medie-grandi dimensioni consolidando la propria posizione anche nell'area del Piemonte e dell'Emilia Romagna. Per quanto riguarda l'acquisizione di Etaeria, Wiit ottiene benefici in termini di ampliamento della base clienti e delle tipologie di servizi Cloud. Relativamente all'acquisizione di Aedera, invece, il Gruppo persegue importanti sinergie di costo, derivanti dall'integrazione delle rispettive attività di *Document Management*.

Ad ottobre 2020, Wiit annuncia la sua prima acquisizione in Germania, l'azienda MyLoc. Si tratta di un'operazione definita "*Transformational Deal*" perché rappresenta il primo passo verso una strategia di espansione estera annunciata con il lancio del progetto "*Cloud4Europe*".

4.3.2 Fattori di successo e fattori di rischio

Tra i principali punti di forza dell'azienda riscontriamo:

- Il livello di qualità ed affidabilità dei data center di proprietà: oltre alla massima certificazione riconosciuta al data center di Milano, il possesso di due data center consente di sopperire ad eventuali malfunzionamenti di uno dei due. Inoltre, i forti investimenti effettuati nelle infrastrutture di proprietà hanno fatto sì che, nel 2018, l'azienda avesse una capacità dei propri

data center del 40%, per cui Wiit ha potuto portare avanti le proprie strategie di crescita esterna allargando la propria base clienti senza dover, allo stesso tempo, investire urgentemente in un ulteriore sviluppo interno per aumentare la propria capacità.

- Utilizzo delle migliori tecnologie del mercato: Wiit, attraverso le proprie partnership, offre e utilizza le migliori soluzioni innovative presenti sul mercato. I fornitori di tecnologia sono Dell, HP e Cisco, mentre i fornitori di software sono SAP, Oracle e Microsoft.
- Qualità ed innovatività dei servizi: la qualità interna delle risorse e la sicurezza dei servizi erogati rappresentano i fattori distintivi del gruppo, certificati da attestazioni internazionali relative agli standard di qualità e sicurezza.
- Fidelizzazione della base di clienti: l'elevata qualità dei servizi erogati ha consentito a Wiit di acquisire clienti importanti. I primi clienti per fatturato hanno tutti rinnovato il proprio contratto.
- Modello di servizio "*End-to-End*": lo scarso ricorso a risorse esterne garantisce il controllo della qualità su tutta la filiera. I principali strumenti sono sviluppati internamente e condivisi su molti clienti, garantendo il perseguimento di economie di scala e di scopo.
- Partner SAP: il gruppo detiene cinque certificazioni SAP ed è uno dei partner ed è uno dei partner più certificati al mondo.

Tra i fattori di rischio che caratterizzano l'attività dell'azienda, invece, troviamo:

- Rischi connessi al malfunzionamento o all'interruzione delle infrastrutture e dei sistemi informatici: soprattutto un disservizio del data center può causare la risoluzione dei contratti con i clienti, il loro mancato rinnovo, il pagamento di penali e un peggioramento a livello reputazionale.
- Rischi connessi ad attività di *hacking* e ai *cyber attacks*: potrebbe verificarsi l'accesso da parte di utenti estranei a dati sensibili dei propri clienti per cui la società potrebbe incorrere in gravi responsabilità nei confronti dei clienti. Per questo motivo, Wiit sta investendo molto

in nuovi servizi che riguardano soprattutto la *Cyber Security* dando vita ad un nuovo progetto chiamato “*Wiit Cyber Security Roadmap*”, con l’obiettivo di incrementare il livello di sicurezza dei propri servizi Cloud. La società ritiene che, nell’attuale contesto, saranno sempre di più le imprese interessate a mettere in sicurezza i propri dati.

- Rischi connessi alla concentrazione della clientela: nonostante una base più o meno diversificata di clienti, l’80% dei ricavi di Wiit proviene dai primi 20 clienti. Considerando questo tasso di concentrazione della clientela, lo sviluppo dell’impresa dipende fortemente dalla soddisfazione dei suoi primi clienti e dal rinnovo dei relativi contratti. A causa della specificità del mercato in cui opera Wiit, trovare nuovi clienti potrebbe non essere semplice. Nonostante ciò, il *churn rate* dell’azienda (tasso di abbandono dei clienti) è praticamente nullo.
- Rischi connessi al mantenimento dei tassi di crescita: nonostante l’azienda sia stata costituita nel 1996, la sua crescita ha iniziato a presentare tassi elevati solo dal 2013. Il forte sviluppo dell’impresa è avvenuto sia grazie ad una crescita interna, con l’evoluzione della propria struttura commerciale, sia grazie ad una crescita per linee esterne. Dunque, Wiit continua ad incontrare le difficoltà proprie di un’azienda in fase di rapida crescita in un settore altamente dinamico e competitivo.
- Rischi connessi all’evoluzione tecnologica del settore e all’ingresso di tecnologie disruptive: il settore di riferimento in cui opera l’impresa è caratterizzato da una forte pressione competitiva da parte degli altri operatori che innovano continuamente dal punto di vista tecnologico. Ciò può causare una rapida obsolescenza tecnologica dei servizi. Pertanto, Wiit deve essere costantemente in grado di rispondere alle esigenze di mercato e di sviluppare nuove tecnologie per mantenere alta la qualità dei propri servizi. La società si è sempre contraddistinta per la sua continua innovazione attraverso la modernizzazione dei propri sistemi operativi e l’acquisto o sviluppo di tecnologie all’avanguardia. Sotto questo punto di vista, l’attività di ricerca e sviluppo dell’impresa rappresenta un punto di forza fondamentale

per continuare ad essere competitivi. Inoltre, Wiit investe molto sulla formazione del personale.

- Dipendenza dal mercato italiano: il Gruppo presenta ricavi ancora fortemente dipendenti dal mercato italiano. Dunque, la sua attività presenta dei rischi legati alla congiuntura economica del paese, in quanto l'eventuale andamento negativo dell'economia italiana potrebbe impattare negativamente sulla domanda di servizi Cloud.
- Dimensioni ridotte in un mercato competitivo: Wiit si trova a competere indirettamente con società di dimensioni molto superiori, le quali sono dotate di maggiori risorse e di più dati sulle esigenze dei propri clienti, tali da consentire un miglior posizionamento competitivo.
- Rischi contrattuali: l'eventuale incapacità di rinnovare i contratti con i clienti alle stesse condizioni di prezzo, in considerazione del fatto che, dato il proprio modello di business, per la società risulta molto difficile ridurre i costi, può incidere negativamente sui margini dell'impresa.
- Presenza di barriere culturali nelle imprese che rappresentano il target di clientela della società: i potenziali clienti di Wiit (per lo più imprese di media dimensione) potrebbero essere reticenti ad affrontare un processo di trasformazione digitale che prevede il passaggio alla fornitura di servizi Cloud. Molte imprese, ad esempio, hanno sostenuto considerevoli investimenti nell'implementazione delle proprie infrastrutture *on-premise* e, di conseguenza, potrebbero non essere disposte a migrare le proprie applicazioni critiche sul Cloud.
- Dipendenza da figure chiave: infine, il successo dell'azienda dipende in parte da alcune figure chiave del top management. Pertanto, l'interruzione dei relativi rapporti di collaborazione potrebbe incidere negativamente sulle performance di Wiit.

4.3.3 Le principali acquisizioni: Adelante e MyLoc

L'acquisizione di Adelante rientrava nella strategia dichiarata in fase di quotazione che prevedeva l'aumento della copertura del mercato italiano. Con l'acquisizione di questa società, con sede a

Firenze, Wiit ha rafforzato la propria presenza nel centro Italia e ha potuto sfruttare in modo efficace la capacità produttiva disponibile nei propri data center. Il modello di business di Adelante si integra perfettamente con quello di Wiit e, in ragione di ciò, i risultati raggiunti in termini di sinergie sono stati ben superiori alle aspettative.

Figura 25: La variazione dei ricavi in seguito all'acquisizione di Adelante

Ricavi per area geografica

Descrizione	31/12/2018	31/12/2017	Variazione
Italia	23.900.445	18.150.224	5.750.221
Paesi CE	20.452	75.432	(54.979)
Paesi Extra CE	1.316.198	1.330.167	(13.970)
Totale	25.237.095	19.555.823	5.681.272

Fonte 25: Wiit s.p.a

La variazione di 5,7 milioni di euro, tra la fine dell'esercizio 2017 e la fine del 2018 dei ricavi provenienti dall'Italia, ha portato ad un incremento del 29% del fatturato, rispecchiando il contributo delle vendite della società acquisita.

Merita un particolare approfondimento la descrizione del metodo di pagamento utilizzato per concludere non solo l'operazione di Adelante, ma quasi tutte le altre acquisizioni effettuate in Italia.

In particolare, il prezzo di acquisizione di Adelante è stato stabilito ricorrendo al metodo dei multipli di mercato (EV/EBITDA) tenendo conto delle capacità reddituali dell'impresa target e delle stime riguardanti i flussi di cassa prospettici. Wiit ha acquistato, in prima istanza, il 60% delle quote del capitale sociale di Adelante, suddividendo il pagamento del restante 40% in quattro *tranches* da pagare annualmente, in base al raggiungimento di predeterminati obiettivi in termini di EBITDA.

Il prezzo di acquisizione della partecipazione è stato pari a 7.810.000 euro, composto da 6,4 milioni di *enterprise value*, a cui è stata aggiunta la posizione finanziaria netta. Tale meccanismo di pagamento è definito "*earn out*", che, nella fattispecie, ha consentito ad Adelante di sviluppare le proprie attività insieme a Wiit, accrescendo l'EBITDA che, con l'applicazione del medesimo multiplo, ha portato all'azienda un guadagno di 4,5 milioni di euro nei successivi tre anni dalla

conclusione dell'operazione. In occasione del *closing*, il venditore, nonché CEO di Adelante, il dottor Francesco Baroncelli, è entrato a far parte del consiglio di amministrazione di Wiit, con la qualifica di responsabile M&A e il compito di guidare la strategia di espansione estera della società. In seguito, l'elaborato riporta una sua intervista, in cui egli spiega le ragioni strategiche alla base della modalità di pagamento appena descritta e, più in generale, delle operazioni di acquisizione.

Il 30 settembre 2020 Wiit ha acquistato, tramite asta competitiva, il 100% del capitale sociale della società tedesca MyLoc. La società opera nel mercato del Cloud Computing, in particolare fornendo servizi di *Managed Hosting*, *Server Hosting* e Public Cloud. MyLoc ha sede a Dusseldorf e possiede 5 data center con una superficie complessiva di oltre 2.000 metri quadri. La società rappresentava un asset non core del colosso tedesco dei media Prosiebensat.1, che ha preferito disinvestire il business per focalizzarsi sulle proprie attività centrali e permettere a MyLoc di proseguire il suo sviluppo entrando a far parte di un gruppo altamente competitivo come Wiit, che presenta un modello di business che si integra perfettamente e consente di far emergere sinergie rilevanti.

Dopo due anni di acquisizioni e consolidamenti in Italia, la società ha portato a termine il primo *international deal* che rientra nella propria strategia di internazionalizzazione, con l'obiettivo di diventare l'operatore Cloud di riferimento in Europa per le applicazioni critiche aziendali.

Il modello di business di MyLoc è perfettamente in linea con quello di Wiit, con il 90% dei ricavi ricorsivi e un ampio portafoglio di clienti a cui Wiit potrà offrire i propri servizi a valore aggiunto.

Nel 2019, MyLoc ha generato 16,2 milioni di euro di ricavi, 7,4 di EBITDA e 4,2 di EBIT. Il prezzo di acquisizione è stato considerato dagli analisti molto interessante: 51 milioni di euro pagati in contanti per l'*enterprise value* di MyLoc, con un multiplo che si aggira intorno a 7 volte l'EV/EBITDA del 2019, ben al di sotto dell'attuale multiplo di Wiit (27* EV/EBITDA).

Per finanziare l'acquisizione Wiit ha ricorso ad un debito concesso da Intesa SanPaolo pari a 70 milioni di euro, aumentando il proprio indebitamento netto a 95 milioni di euro.

Il successo dell'operazione è stato determinato dal basso profilo di rischio relativo al processo di integrazione e dall'opportunità di ottenere sinergie di ricavi attraverso il potenziale di *upselling* dei servizi Cloud *premium*. Wiit intende, infatti, sfruttare la base di clienti diversificata di MyLoc (800 clienti) e i suoi 5 data center per implementare i propri servizi di Cloud privato per le applicazioni critiche (principalmente SAP).

Figura 26: Dati di bilancio relativi all'acquisizione di MyLoc

Valori in Euro	Fair value attività nette acquisite
Attività immateriali	9.777.890
di cui lista clienti (Business List)	9.777.470
Impianti e macchinari	67.876
Diritti d'uso	3.607.891
Altre attività materiali	13.758.010
di cui Data Center	9.803.041
Partecipazioni e altre attività finanziarie	1.500
Crediti commerciali	1.158.683
Crediti vari e altre attività correnti	893.272
Disponibilità liquide	2.788.474
Debiti verso altri finanziatori	(4.517.961)
Altre passività finanziarie non correnti	(426.464)
Debiti verso altri finanziatori	(2.255.734)
Passività per imposte correnti	(217.310)
Fondo per passività fiscali differite	(4.637.869)
Debiti commerciali	(916.187)
Altri debiti e passività correnti	(19.278)
Totale attività nette acquisite (fair value) (a)	19.062.793
Corrispettivo per acquisizione controllo incluso corrispettivo differito (b)	51.059.000
AVVIAMENTO (b-a)	31.996.207
Pagamento già effettuato	(51.059.000)
Cassa acquisita	2.788.474
FLUSSO DI CASSA NETTO per aggregazione aziendale myLoc	(48.270.526)

Fonte 26: Wiit s.p.a

Come evidenziato nella tabella sopra riportata, il valore generato dall'acquisizione è stato allocato in bilancio per 9,7 milioni di euro tra le attività immateriali e per 6,8 milioni tra le attività materiali (data center con valore contabile originario di 2,5 milioni, di cui è stata stimata una vita utile di 10 anni), mentre la restante parte di circa 32 milioni di euro è stata iscritta in qualità di avviamento, relativo al

posizionamento competitivo raggiunto nel mercato tedesco, alle sinergie e alle economie di scala che genererà tale acquisizione.

Alla fine del 2020, Wiit riporta ricavi consolidati per 52,5 milioni di euro, in crescita del 55% rispetto all'anno precedente. I risultati ottenuti sono frutto dell'estensione dei contratti sui clienti esistenti, dell'acquisizione di nuovi clienti e dell'operazione conclusa con MyLoc nell'ultimo trimestre.

Il primo trimestre del 2021 conferma i dati dell'ultimo anno: i ricavi crescono del 58% rispetto al primo trimestre del 2020 e gli utili raddoppiano. Il percorso di espansione estera annunciato da Wiit non poteva iniziare meglio e ha l'obiettivo di fare della società il leader europeo nel Cloud delle applicazioni critiche (Peschiera, 2021).

Di seguito, si riportano le stime aggiornate (fine aprile 2021) degli analisti di Intermonte riguardo l'andamento delle principali componenti reddituali e dei principali indicatori contabili del Gruppo, nonché le previsioni relative ai principali multipli di mercato di Wiit (Tavolini, 2021).

Figura 27: Previsioni analisti sui principali indicatori di Wiit in seguito all'acquisizione di MyLoc



WIIT – Key Figures						
Profit & Loss (Eu mn)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Sales	25	34	53	72	79	86
EBITDA	10	12	16	27	32	35
EBIT	5	5	5	12	17	20
Financial Income (charges)	-1	-0	-1	-2	-2	-2
Associates & Others	0	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	4	5	4	11	15	19
Taxes	-1	0	-1	-3	-4	-4
Tax rate	18.0%	5.2%	31.8%	26.0%	24.0%	24.0%
Minorities & Discontinued Operations	0	0	0	0	0	0
Net Profit	3	5	2	8	11	14
EBITDA Adj	10	13	18	27	32	35
EBIT Adj	5	7	9	14	19	22
Net Profit Adj	4	7	6	10	13	16
Ratios (%)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA Adj Margin	41.3%	38.9%	34.8%	38.3%	39.8%	40.8%
EBIT Adj Margin	21.2%	20.1%	17.2%	20.2%	23.4%	25.6%
Gearing - Debt/Equity	19.7%	123.6%	nm	nm	nm	187.8%
Interest Cover on EBIT	7.9	22.2	3.6	8.3	11.1	13.4
Net Debt/EBITDA Adj	0.4	1.9	5.2	3.6	2.8	2.0
ROACE*	21.5%	14.4%	6.4%	10.9%	14.2%	17.9%
ROE*	16.3%	31.0%	34.0%	56.1%	55.4%	47.4%
EV/CE	5.9	4.8	5.4	4.6	4.4	4.5
EV/Sales	5.1	5.1	8.1	7.4	6.5	5.8
EV/EBITDA Adj	12.4	13.2	23.2	19.3	16.3	14.2
EV/EBIT Adj	24.1	25.6	nm	36.7	27.8	22.7
Free Cash Flow Yield	0.9%	1.5%	2.4%	-0.1%	3.5%	4.4%

Fonte 27: Intermonte, 2021

Figura 28: Previsione analisti sui multipli di Wiit in seguito all'acquisizione di MyLoc

Peer Group - Multiple Comparison													
Stock	Price	Ccy	Mkt cap	EV/Sales		EV/Ebitda		EV/Ebit		P/E		Div Yield	
				2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
WIIT	151.00	EUR	400	7.0	6.1	18.2	15.4	34.5	26.2	41.7	30.8	0.7%	1.0%
21VIANET GROUP	32.54	USD	3,435	5.1	4.1	18.2	13.5	109.7	60.3			0.0%	0.0%
BEIJING SINNET TECH	17.46	CNY	26,943	2.8	2.4	13.2	11.1	18.8	15.4	24.8	20.2	0.3%	0.4%
CORESITTE REALTY	115.14	USD	4,924	10.5	10.0	19.9	18.8	47.0	42.0	61.7	53.4	4.3%	4.5%
CYRUSONE	66.43	USD	8,002	10.1	9.6	19.6	18.4	167.6	133.7	417.8	255.7	3.1%	3.3%
DIGITAL REALTY	133.51	USD	37,532	12.0	11.4	22.2	21.0	71.2	63.4	107.5	85.9	3.5%	3.6%
ENDURANCE INT.L	9.49	USD	1,389										
EQUINIX	653.06	USD	58,310	10.5	9.7	22.3	20.3	55.4	47.9	85.5	70.9	1.8%	1.9%
GDS HOLDING	85.36	USD	15,232	14.8	11.6	32.5	24.8	102.1	68.8			0.0%	0.0%
GODADDY	73.22	USD	12,416	3.8	3.4	14.4	12.6	37.7	29.0	46.7	35.9	0.0%	0.0%
INTUIT	381.28	USD	104,410	11.4	9.7	31.4	26.4	33.7	28.3	45.5	39.1	0.6%	0.6%
IOMART GROUP	3.20	GBP	350	3.4	3.3	9.0	8.7	16.6	16.4	20.2	19.6	2.0%	2.1%
KEPPEL DC REIT	2.72	SGD	4,443	18.8	18.1	24.2	23.3	24.2	23.3	24.9	23.7	3.7%	3.9%
KINGSOFT CLOUD	48.74	USD	10,852	6.6	4.2	290.7	49.1		1,423.2		#####	0.0%	0.0%
NEXTDC	10.70	AUD	4,877	20.4	17.6	38.3	32.5	130.4	95.2		424.6	0.0%	0.0%
QTS REALTY	61.52	USD	3,998	10.6	9.8	19.2	17.7	95.9	86.2	611.4	325.5	3.2%	3.4%
REDCENTRIC	1.21	GBP	187							15.5		2.7%	
SUNEVISION	8.07	HKD	18,853	14.4	13.0	20.6	18.6	28.6	25.5	40.9	36.3	2.3%	2.4%
SWITCH	15.56	USD	1,981	9.0	8.1	17.3	15.6	50.2	44.4	70.4	61.6	1.0%	1.0%
VERISIGN	192.05	USD	21,720	16.2		24.5		26.1		35.1	30.3	0.0%	0.0%
WIX.COM	289.60	USD	16,113	12.6	10.1	162.2	84.6					0.0%	0.0%
Median				10.6	9.7	21.4	18.8	48.6	46.1	46.1	53.4	1.0%	0.8%

Fonte 28: Wiit s.p.a

4.3.4 Intervista al responsabile M&A di WIIT, il Dottor Francesco Baroncelli

“Salve dottor Baroncelli, come prima domanda, volevo chiederle: come inquadra le attività di M&A all'interno delle strategie del gruppo e che valore hanno tali operazioni rispetto al vostro modello di business?”

“La parte M&A è uno degli elementi fondamentali della strategia di Wiit, al di là della crescita organica che comunque c'è ed è in linea con il mercato, che per fortuna cresce, però non c'è dubbio che è l'M&A quello che contraddistingue l'attività di Wiit. Tenga conto che io sono entrato in azienda due anni e mezzo fa e da allora abbiamo fatto quattro acquisizioni in Italia e una in Germania. Soprattutto le acquisizioni in Germania, per ora, ma poi quelle che faremo anche in Francia, sono il cuore del piano strategico di questa azienda. Giusto per darle qualche numero, quando io sono

entrato, l'azienda faceva 17 milioni di euro circa di fatturato, con circa 8 milioni di euro di EBITDA, e aveva una capitalizzazione di mercato intorno ai 90 milioni di euro, oggi viaggiamo come market cap. sul mezzo miliardo circa e faremo nel prossimo anno circa 70 milioni di euro di fatturato e 26/27 milioni di EBITDA. Può capire, dunque, quanto è importante per noi la crescita per linee esterne, perché questa crescita non la fai con una crescita organica che, pur vigorosa (intorno al 9/10% circa) non giustifica da sola lo sviluppo degli ultimi anni.

Il primo messaggio che le passo, quindi, è che per noi l'M&A è al centro della strategia di sviluppo dell'azienda. Sicuramente questo è possibile per alcuni motivi: il primo è che il board di questa azienda è un board sicuramente competente sulla parte industriale specifica, ossia il Private Cloud, ma più che altro è un board che ha grande propensione finanziaria e grande propensione all'utilizzo di tutti gli strumenti di finanza straordinaria, dalla quotazione stessa, all'emissione di bond, all'acquisto di azioni proprie. L'utilizzo di tutti questi strumenti avviene anche in fase di acquisizione, quindi sono modalità di finanziamento alla base delle quali c'è una chiara strategia di crescita per linee esterne. Ciò che contraddistingue l'azienda è che non si tratta del classico gruppo di piccoli imprenditori italiani che magari fanno un lavoro straordinario sul cuore industriale dell'azienda, ma che poi fanno fatica a fare M&A, che è un mestiere molto complicato dove la direzione industriale sicuramente è importante, ma quella finanziaria ancora di più.

Un altro elemento fondamentale che favorisce l'attività di M&A è il nostro modello di business, che perfettamente si adatta a queste tipologie di operazioni. Il nostro è un modello di business basato su alcuni assets, come il data center, che si muovono in maniera meno che lineare rispetto ai ricavi, nel senso che il costo di gestione di un data center è lo stesso a prescindere dagli utenti che esso serve. Quindi più aumenta il portafoglio clienti, più aumenta la marginalità percentuale. I nostri assets hanno una curva di costo che ha un gradiente inferiore a quello della curva di ricavo relativa.

Inoltre, il nostro modello di business è basato su contratti di lunga durata, con ricavi ricorsivi e contratti di 3/5 anni. Un nostro cliente importante che opera nel settore della moda italiana ha con noi un contratto di 5 anni e ci concede in full outsourcing il 60/70% delle proprie esigenze

infrastrutturali e informatiche. Paga un canone di 1 milione di euro all'anno per avere sotto completa gestione nostra le proprie esigenze IT. Gestiamo da remoto i loro negozi sparsi nel mondo: dallo scontrino, al magazzino locale, alla direzione generale (parlo dei sistemi informativi ovviamente) e ai vari stabilimenti, sono tutti sotto la nostra gestione, o nel nostro data center o presso le loro sedi. Quindi, è un modello dove l'M&A è importante perché si vanno a integrare realtà più piccole e meno forti che nel momento in cui entrano nel gruppo beneficiano di spalle più larghe. Ci sono tante sinergie di costo: se le imprese target hanno un data center, questo è più piccolo, e noi lo disattiviamo e lo integriamo con il nostro; oppure se tali aziende stanno usando il data center di terze parti, quindi pagano un affitto che è sicuramente più caro di quanto costa averlo in gestione interna e risparmiano dunque sui costi. Consideri comunque che, quando si è avuta la possibilità di farlo, abbiamo investito in data center di proprietà e ci son voluti 20/30 milioni per il loro sviluppo.”

“Quanto ha contribuito il percorso di formazione del programma Elite allo sviluppo di questa azienda?”

“Il percorso di Elite è stato un elemento di supporto, ma non così decisivo come lo è per altre aziende, poiché in Wiit c'era già una forte predisposizione allo sviluppo e una strategia di crescita già ben definita. Io sono un grande sponsor del programma Elite. Faccio l'investitore seriale e ho dato vita ad un fondo di investimento, quindi, molte delle aziende nelle quali ho investito le ho avviate al programma Elite. Ci credo fortemente e penso rappresenti uno straordinario momento di formazione per imprenditori che sono lontani dal mondo della finanza, ma, nel caso specifico di Wiit, la testa imprenditoriale era già fortemente all'avanguardia e non ha dovuto superare particolari limiti culturali per promuovere un percorso di sviluppo.”

“Per condurre una strategia di M&A così aggressiva, quanto è importante progredire di pari passo in termini di sviluppo interno, considerando che uno dei fattori principali che contraddistingue la vostra attività è quello di mantenere alto lo standard di qualità dei servizi che erogate?”

“È corretta la domanda che fa lei. Il presupposto di tutto quello che le ho raccontato è che l'azienda continui ad erogare servizi di qualità per i propri clienti. Se non eroga servizi di qualità, perde immediatamente mercato e il tasso di fidelizzazione dei clienti decresce. Attualmente il nostro churn rate (tasso di abbandono), quindi la perdita di fatturato per clienti che ci abbandonano è quasi pari a 0. Questo è fondamentale per avere una crescita importante, al di là dell'M&A. Via via che cresciamo è fondamentale continuare a garantire gli stessi standard di qualità e sicurezza. Per fare ciò, investiamo continuamente non solo sulla formazione del personale (siamo l'azienda più certificata in Europa e una delle più certificate al mondo su SAP, una delle piattaforme più importanti nel mondo dell'ERP). È importantissimo mantenere le skills ad altissimi livelli, per questo abbiamo anche un Academy interna. Un po' di crescita la otteniamo grazie alle acquisizioni, perché acquisiamo aziende con dei team che magari non sono eccezionali, ma comunque performanti e che possono portare, dunque, le loro competenze nella nostra organizzazione. Acquisiamo soltanto aziende profittevoli e non in fase di ristrutturazione. Quindi, con l'M&A, sicuramente ci andiamo a rafforzare, ma all'aumentare delle dimensioni dell'azienda aumentano anche le funzioni di staff centrale: per questo, negli ultimi anni, abbiamo assunto un nuovo direttore generale di gruppo, un HR di gruppo, una figura per gli acquisti. Dunque, le operazioni di M&A necessariamente devono andare di pari passo con il mantenimento della qualità dei servizi e con la strutturazione del team che deve poi gestire le integrazioni, perché acquisire per fare portafoglio di partecipazioni non serve a nulla, ma il vero successo dell'acquisizione è quando si integra la target interamente all'interno del gruppo e si ottengono sinergie di costo: per far questo servono team di integrazione specifici.”

“A proposito di integrazione, quali sono state le problematiche che avete dovuto affrontare relative alle operazioni che avete effettuato in Italia e all’estero (MyLoc)?”

“Per fortuna tutte le acquisizioni che abbiamo fatto sono andate molto bene, quindi non è corretto parlare di problematiche ma più che altro di tematiche. MyLoc l’abbiamo acquisita da ProSieben che è un gruppo quotato in borsa, per intenderci la Mediaset tedesca, che aveva in pancia alcuni asset non core tra cui MyLoc. Nel caso specifico di questa acquisizione, si trattava, dunque, di un’impresa già fortemente managerializzata, già abituata a fare reportistica. È stata la nostra prima acquisizione all’estero e abbiamo dovuto far crollare qualche barriera culturale, essendo un’impresa estera. È chiaro che quando si va ad acquisire al di fuori del proprio paese c’è qualche complessità in più linguistica e culturale. Ma non è stato un reale ostacolo per l’integrazione, in quanto il gruppo Wiit già aveva una forte vocazione internazionale. In azienda, parliamo tutti inglese e francese, e adesso stiamo imparando anche il tedesco. Oggi stiamo progettando altre acquisizioni in Germania per consolidare il mercato, ma avendo adesso una base di partenza più solida faremo meno fatica a completare le prossime operazioni. Quella di MyLoc sicuramente è stata un’operazione faticosa e complessa, ma indubbiamente di successo.

Per quanto riguarda le acquisizioni in Italia, le tematiche sono state di altra natura. Abbiamo fatto acquisizioni di imprese con imprenditori che poi sono entrati nel nostro board. Si è trattato soprattutto di un tema di chimica. Quando porti in azienda un altro imprenditore lo devi coinvolgere, committare e gli devi far cambiare ruolo perché dall’essere un “one man band” che può decidere autonomamente, ad un certo punto si ritrova all’interno di un gruppo più grande, che è ancora fortemente imprenditoriale perché gli azionisti di riferimento sono tutti operativi del gruppo (a partire da me e dall’azionista di maggioranza e fondatore di Wiit, Alessandro Cozzi). Dunque, diventa un imprenditore tra gli imprenditori, quindi la tematica di integrazione è legata a questioni di sintonia tra le persone e di inserimento culturale di soggetti che provengono da realtà più piccole. Per quanto riguarda altre acquisizioni in Italia di realtà più piccole, tra i 5 e gli 8 milioni di euro di fatturato, un tema fondamentale è stato quello di farle entrare in un gruppo quotato in borsa, che

quindi ha delle scadenze molto precise in termini di reportistica, mensile su alcuni temi e trimestrale e semestrale su altri. Abbiamo sempre acquisito aziende già ad un buon livello in questi termini, ma sicuramente non erano ancora adatte agli standard di un'impresa quotata. Quindi, le tematiche hanno riguardato il controllo di gestione, l'integrazione dei sistemi informativi e di reportistica, dei KPI e le scadenze di controllo. Queste sono state le questioni che abbiamo dovuto affrontare con maggiore attenzione. Poi, ovviamente, è stata importante anche l'integrazione a livello tecnologico, quindi: l'integrazione dei data center, lo smantellamento di quelli locali e il consolidamento di quelli nostri a Milano e oggi anche in Germania. Sono tematiche di integrazione materiale, ma soprattutto immateriale e di soft skills. Le imprese che entrano nel gruppo devono affrontare un cambiamento a livello culturale, di attitudine manageriale, un cambiamento a livello di prospettiva: dall'essere un piccolo provider locale ad essere parte di un gruppo che è leader in Italia. In sintesi, l'integrazione post acquisizione è uno degli elementi fondamentali e di successo per un'operazione di M&A.”

“Facendo riferimento soprattutto alle principali acquisizioni che avete portato a termine (Adelante in Italia e MyLoc in Germania) quali sono i metodi di valutazione che principalmente usate e le caratteristiche che ricercate in una target in termini di indicatori di redditività? Può, inoltre, descrivermi la metodologia di pagamento che siete soliti attuare al closing di un'operazione?”

*“I metodi di valutazione utilizzati sono quelli dei multipli di mercato. Un metodo standard tiene conto del multiplo dell'EBITDA, quindi $EBITDA * multiplo +/- PFN$. Non utilizziamo metodi analitici come il Discounted Cash Flow che complicano solamente il processo di valutazione per poi arrivare allo stesso grado di arbitrarietà in termini di prezzo di acquisizione. Il vero punto di battaglia riguarda sì l'applicazione del multiplo dell'EBITDA, ma poi soprattutto l'earn out. Noi facciamo grande arbitraggio dei multipli. Wiit viaggia a 20 volte l'EBITDA o 22, a seconda del momento. In media in Italia abbiamo comprato a 5/6 volte * l'EBITDA dell'anno e in Germania uguale, facendo scuola perché in Germania i multipli sono più elevati, soprattutto nel nostro settore si arriva anche a 11 volte l'EBITDA, invece abbiamo comprato a 6 volte l'EBITDA dell'anno corrente. L'operazione di*

MyLoc è stata un'acquisizione in un'asta competitiva, quindi abbiamo acquisito il 100% del capitale fin dall'inizio e abbiamo chiuso l'operazione. In Italia, invece, generalmente paghiamo poco gli assets target cercando di arbitrare moltissimo, ma in realtà cerchiamo di restituire valore all'imprenditore, il quale il giorno dopo l'acquisizione non è più una controparte ma un nostro collega. C'è bisogno quindi di grandi capacità negoziali per raggiungere un buon prezzo di acquisizione, ma anche perché trattiamo con persone che poi dovranno essere felici di far parte del nostro gruppo. Quello che cerchiamo di fare noi è di applicare sempre una struttura basata su un'acquisizione del 60% iniziale con scambio di opzioni put&call simmetriche a +24 o 36 mesi con un earn out sopra. Voglio dire che più della storia passata ci interessa della storia futura dell'azienda. Quindi, la storia passata cerchiamo di pagarla al meno possibile, ma poi cerchiamo di incentivare l'imprenditore a crescere molto con noi, facendo crescere l'EBITDA della sua azienda nei successivi 36 mesi, perché il successivo 40% (suddiviso in due rate del 20%) lo andiamo a comprare successivamente e, se l'EBITDA è più alto, naturalmente l'applicazione del medesimo multiplo iniziale ad un EBITDA più grande gli dà la possibilità di ottenere un upside importante. Non solo, abbiamo sempre cercato di pagare una parte del business (una parte del cash out) in denaro e una parte in azioni di Wiit per far poi godere della crescita che il titolo ha avuto. Ad esempio, negli ultimi 3 anni, la crescita dei titoli azionari di Wiit è stata verticosa, siamo passati da meno di 40 euro per azione agli attuali 190, quindi, parliamo di un enorme upside sulle quote concesse. Si tratta di un modo per far sentire gli imprenditori che entrano in Wiit ancora degli imprenditori, che è cosa fondamentale, ma più che altro per farli partecipare alla crescita che il loro inserimento nel gruppo ci ha permesso di poter fare. Per riassumere, 60% al closing, così governiamo noi la cap table, put & call incrociate per dare garanzia del fatto che arriveremo ad acquisire il 100%, un ulteriore 20% dopo 24 mesi ed il finale 20% dopo 36 mesi basati sulle performance dell'azienda target.

L'acquisizione di Adelante è stata portata a termine con questo metodo di pagamento. È stata di recente effettuata la penultima tranche di pagamento sulla base dei risultati del 2020 e ci sarà l'ultima sulla base dei risultati del 2021. In questo caso, l'earn out e l'upside delle azioni ricevute

sono state ben superiori non solo alle aspettative, ma soprattutto al valore del prezzo base dell'azienda. L'azienda stand alone valeva meno di quanto poi è stato ricevuto dall'earn out successivo. Le azioni hanno avuto un upside che ha visto triplicare il loro valore. È stata un'operazione di enorme soddisfazione per il venditore, che nella fattispecie sono io, e per l'azienda, perché sono stati raggiunti tutti gli obiettivi. Io poi mi sono dedicato all'M&A di gruppo e se l'azienda oggi vale così tanto di più è anche e soprattutto grazie all'attività di M&A che io, e sottolineo soprattutto grazie anche ai miei colleghi, siamo riusciti a fare fino ad ora.

Per quanto riguarda le caratteristiche ricercate in una target, siamo molto restrittivi: guardiamo tanti target ma esprimiamo una reale manifestazione di interesse verso pochissimi target, perché devono essere perfettamente aderenti al nostro core business, devono avere alcune caratteristiche di redditività minima (EBITDA almeno del 20% e almeno di 3 milioni di euro). Quindi ci sono caratteristiche dimensionali e di performance molto specifiche.”

“In termini di strategia di espansione estera, cosa avete in mente per i prossimi 5 anni? Come si vuole posizionare Wiit rispetto ai maggiori competitor? Che livello di crescita volete raggiungere?”

“Abbiamo dichiarato al mercato 1 anno e mezzo fa di voler raggiungere 100 milioni di euro di fatturato, e abbiamo detto che lo avremmo fatto in 4 anni. Invece, probabilmente ci arriveremo alla fine di questo anno o al massimo all'inizio dell'anno prossimo. L'obiettivo che ci sembrava di lungo termine è diventato di breve termine, grazie all'M&A. Da qui in poi gli obiettivi diventano ancora più importanti. Abbiamo lanciato un progetto che si chiama “Cloud4Europe”, quindi vogliamo diventare nel nostro specifico segmento, che è quello dei sistemi critici, l'operatore di riferimento in Europa (quindi non siamo un operatore generalista, ma lavoriamo tanto su SAP, e in generale, su sistemi critici). Oggi la Germania è la priorità totale delle operazioni di M&A. Già oggi, 20 milioni dei ricavi, dei 70 circa, vengono dalla Germania. Vogliamo arrivare il prima possibile ad avere il 50% dei ricavi dall'Italia e il 50% dalla Germania. Quindi oggi la priorità è la Germania, ma subito

dopo ci sono Francia e Svizzera. Questi tre paesi insieme rappresentano circa il 90% del PIL europeo.

Vogliamo diventare l'operatore di riferimento in Europa sui servizi di Private Cloud per le infrastrutture critiche. Questo è assolutamente possibile perché ci sono margini di ampia crescita in Germania.”

“Quali sono le sinergie emerse dall'ultima acquisizione che avete effettuato, quindi quella di MyLoc, che ha contribuito enormemente all'aumento del vostro fatturato?”

“Per quanto riguarda l'acquisizione di MyLoc, oltre alle sinergie di costo, sono emerse sinergie sui clienti, nel senso che MyLoc possedeva un buonissimo portafoglio clienti sui quali oggi il gruppo Wiit può andare a vendere dei servizi in più (come la gestione SAP) che MyLoc da sola non poteva erogare perché non ha quel tipo di competenze. Quindi, stanno emergendo anche sinergie di ricavo, che sono sempre più lente da far emergere perché il nostro modello di business, nonostante abbia tanti vantaggi, ha anche degli svantaggi e, tra questi, che ha dei cicli di vendita molto lunghi. Una trattativa dura 5/6 mesi, quindi l'M&A è un ottimo modo per accorciare il sales cycle, in quanto si vanno a prendere dei clienti che sono già in portafoglio in upselling. È molto più facile quindi lavorare in upselling che lavorare in discovery dei clienti target.”

“Quali sono le difficoltà rispetto all'ardua competizione nei confronti dei big player del mercato?”

“C'è una competizione sia sul nostro segmento di riferimento, sia sul mercato M&A, in quanto non siamo gli unici che praticano strategie di acquisizione aggressive.

Per quanto riguarda la competizione sull'erogazione di servizi cloud, noi non ci confrontiamo con i grandissimi player perché il mestiere che facciamo noi non lo fa né Amazon né Aruba o Azure. Il nostro è un mestiere da specialista. Innanzitutto, questi grandi player vendono un'infrastruttura: un'impresa compra online un tot di RAM, un tot di DISK o altri servizi. È come se lei dicesse: voglio comprare una ruota o un freno, ma poi la macchina se la deve costruire. Noi, invece, non solo l'auto

ce l'abbiamo già costruita, ma facciamo anche da autisti. Quindi sono due servizi completamente diversi. A noi viene affidata la gestione dell'infrastruttura IT, il servizio IT per intero: i dipendenti accendono il loro pc, fanno quello che devono fare, cioè, se sono in contabilità, lavorano sulla contabilità, se sono in produzione, utilizzano gli MRP e tutto il resto, ma cosa c'è dietro all'utilizzo della loro applicazione non li riguarda. Pagano un canone e pagano un livello di servizio, quelli che noi chiamiamo Service Level Agreements (SLAS). Su Amazon e su altri provider le aziende vanno ad acquistare il singolo server, anche se virtuale, o il singolo blocco di rete. Quindi, hanno poi bisogno di un team IT interno che gestisca tutti questi strumenti, li metta insieme e li trasformi in un servizio. In sostanza, noi non solo non siamo in competizione diretta, ma a volte utilizziamo noi stessi delle infrastrutture Amazon, o mettiamo delle parti di infrastrutture su Azure. Loro sono provider di componenti tecnologici, noi vendiamo servizi. Noi siamo coloro che consentono alle imprese di svolgere le proprie attività IT senza dover preoccuparsi dei processi sottostanti e garantiamo loro un determinato standard di qualità e sicurezza.

In Italia i nostri competitor diretti sono pochissimi. Siamo in 3 ad erogare questa tipologia di servizi: noi, IBM e una parte di Engineering s.p.a

Non c'è nessun altro, e noi siamo quelli più qualificati. IBM ha anche un problema di qualità dei servizi oltre che di dimensione, quindi, essendo così tanto più grande, è meno flessibile, meno rapida e anche molto più cara. Loro lavorano su clienti medio-grandissimi, noi su clienti medio-grandi. Ci incrociamo sui clienti medio-grandi, come i grandi player della moda italiana, o di altri settori dato che noi siamo cross-industries.

In Germania il discorso è simile ma c'è un percorso ancora da costruire. MyLoc è più concentrata sull'infrastruttura, è più simile ad Aruba Italia. Stiamo progettando ulteriori acquisizioni e stiamo assumendo ulteriore personale per spostare l'offering dei servizi più in alto, più a valore, per avvicinarlo a quello che facciamo noi. L'obiettivo è uscire da una competition di prezzo e di tecnologia e andare verso una competition di prodotto finito, di servizio di qualità per quanto riguarda la gestione a 360 gradi dei processi IT e di outsourcing come le raccontavo poco fa.

Per quanto riguarda la competizione sull'M&A, intendevo dire che naturalmente non siamo gli unici acquirenti sul mercato. In Italia il gruppo SeSa fa tante acquisizioni, Lutech o altri fondi hanno strategie di M&A molto spinte.

L'imprenditore target, quando sceglie noi, è perché è interessato al progetto industriale. Non siamo sicuramente tra quelli che pagano di più al momento iniziale. Paghiamo di più alla fine, se tutto è andato come deve andare, perché l'imprenditore si trova ad essere titolare di azioni in un'azienda super brillante, dove non va a fare il dipendente ma va a partecipare ad un progetto di sviluppo che in Italia, ad oggi, rappresenta un unicum nel nostro settore di riferimento. Le aziende entrano a far parte del nostro gruppo perché condividono una visione e credono di trovare all'interno del gruppo una collocazione migliore di quella che avrebbero avuto stand alone, oppure all'interno di un altro gruppo come SeSa, che sicuramente è grande e valido, ma un pochino meno spumeggiante di noi."

“La ragione alla base delle strategie di espansione estera si identifica con la quasi saturazione del mercato domestico?”

“La domanda è interessante ma no, il mercato domestico non è saturo, anzi, continua ad essere un mercato che cresce e crescerà ancora a lungo, sfortunatamente anche grazie al Covid che ha accelerato la digitalizzazione di tantissime aziende che altrimenti ci avrebbero messo molto più tempo. Quindi, il mercato italiano ancora c'è, ma è molto più piccolo. Per noi in Italia ci sono circa 2.000 target di clienti possibili, mentre in Germania ce ne sono 20.000. I nostri clienti ideali sono aziende di manufacturing di medie dimensioni. Per noi non vanno bene né i piccoli clienti, perché non hanno sufficiente capacità di spesa e non hanno sensibilità a sufficienza per queste tematiche, né i grandissimi, perché fanno una partita a sé e spesso questi servizi se li producono in house. Ripeto, a noi interessano aziende manifatturiere e l'Italia è il secondo paese manifatturiero in Europa, ma il primo è la Germania, e di gran lunga. Quindi è evidente che, soprattutto lì, c'è un'opportunità di crescita ulteriore.

Inoltre, un'azienda italiana viaggia con un discount di valutazione (per il semplice fatto che è italiana) rispetto ad aziende inglesi, tedesche o, ancora di più americane, che hanno gli stessi livelli di redditività e di performance. Cerchiamo di dare una configurazione al gruppo che sia sempre meno italiana. Rimarrà sempre in Italia, a Milano, l'headquarter, siamo super nazionalisti, ma più riusciamo ad essere una "multinazionale tascabile", come si diceva una volta, più noi come azionisti saremo contenti, perché il valore dei titoli aumenterà anche solo per il fatto che saremo meno dipendenti dal mercato italiano."

"Quanto state pensando al mercato statunitense?"

"In questo momento zero. È inutile fare voli pindarici. Noi oggi già se facciamo bene in Germania è un risultato soddisfacente. La Germania al momento assorbe tutte le nostre risorse ed è un mercato che ci sta dando soddisfazioni importantissime. Prima di aprire altri scenari è bene consolidare questo."

"Considerando che i vostri obiettivi di lungo periodo (100 mln di fatturato) sono diventati di breve periodo in quanto siete prossimi al loro raggiungimento, quali potrebbero essere i prossimi?"

"Questo non posso dirglielo. In primis perché siamo ancora concentrati sull'obiettivo annunciato al mercato e poi perché siamo una società quotata, dunque le informazioni che riferisco a lei devono essere esattamente quelle che do al mercato. Le può bastare sapere che possiamo raggiungere con largo anticipo l'obiettivo annunciato e che puntiamo ad essere leader anche in Europa per quanto riguarda il mercato dell'erogazione di servizi di hosted Private e Hybrid Cloud."

"Chiudo con una domanda forse un po' retorica data la tipologia di mercato in cui operate: è vero che il Covid non ha avuto un impatto negativo sulla vostra attività?"

"Il Covid purtroppo ci ha fatto tanto bene. Dico purtroppo perché ha fatto del male a tante persone, ma noi siamo cresciuti tantissimo, anche grazie a questo fenomeno."

Conclusioni

L'obiettivo dell'elaborato è stato quello di analizzare i punti di debolezza delle PMI italiane e cercare di proporre, in seguito ad approfondimenti letterari, delle soluzioni che possano consentire alle stesse di superare i limiti strutturali che da sempre ne hanno condizionato lo sviluppo.

In ragione di ciò, ho cercato di trattare il tema della piccola e media impresa italiana a 360 gradi, motivo per cui, attraverso un'attenta lettura della tesi, è possibile trarre varie conclusioni.

In primo luogo, abbiamo potuto notare che il successo e la crescita delle piccole e medie imprese, soprattutto quelle a stampo familiare, sono strettamente legati alla persona dell'imprenditore e alla sua esperienza: questo genera resistenza al cambiamento e allo sviluppo. Si è ancora troppo ancorati ad una visione familiare dell'impresa e spesso non si considera la possibilità di introdurre competenze manageriali esterne per attuare un processo di crescita. Ciò si traduce in una scarsa propensione all'innovazione. Dunque, per reggere il passo dei paesi più avanzati, c'è bisogno di strategie più aggressive, investimenti rischiosi per creare innovazione e generare un vantaggio competitivo sostenibile nel lungo periodo. Le PMI devono affrontare con coraggio e consapevolezza le sfide poste dalla digitalizzazione per sfruttarne al meglio i vantaggi ad essa relativi.

L'elaborato approfondisce, in particolare, i servizi e le tecnologie offerte dal Cloud Computing, in grado di generare benefici in termini di maggiore agilità e flessibilità e riduzione dei costi.

Le soluzioni innovative offerte dai servizi di Cloud ibrido e Multi-Cloud rappresentano, oggi, la nuova frontiera dell'infrastruttura IT. Con l'introduzione e la diffusione di queste nuove soluzioni, il Cloud Computing non si limita più a supportare una specifica parte delle applicazioni aziendali, ma penetrerebbe sempre più all'interno del core business aziendale. Dunque, se le imprese riescono a sviluppare adeguatamente le capacità digitali in grado di supportare tali soluzioni, saranno in grado di rendere le infrastrutture IT molto dinamiche e potranno beneficiare di una maggiore soddisfazione degli utenti finali.

La diffusione della pandemia ha costretto le imprese, tra cui molte PMI, ad accelerare in questa direzione. Nonostante ciò, c'è il rischio che il gap culturale e infrastrutturale di cui soffrono le piccole

e medie imprese possa continuare ad incidere negativamente sull'evoluzione dei prossimi anni. In questo caso, gli sforzi fatti in risposta alla pandemia potrebbero essere vanificati. Serve una consapevolezza e una visione strategica di lungo periodo che consideri il passaggio al digitale come elemento sempre più centrale e l'adozione di soluzioni Cloud come strumento per migliorare il business dell'azienda. Risulta dunque evidente che la trasformazione digitale nelle aziende è un processo che deve essere realmente sostenuto, nella misura in cui è in grado di incidere sulla competitività e sullo sviluppo delle imprese, quindi sulla crescita economica dell'intero paese.

Quello che manca, dunque, è una visione di lungo periodo che consideri la digitalizzazione un fattore su cui riflettere da un punto di vista strategico, per migliorare la qualità dei propri prodotti o servizi, e per innovare i modelli di business aziendali.

L'elemento di maggiore criticità per le PMI è di natura culturale: il digitale viene tuttora percepito come una delle possibili opzioni perseguibili e non come la strada da seguire per attuare un processo di crescita. Inoltre, altro elemento che scoraggia l'investimento da parte delle PMI in tecnologie digitali è dato dalla mancanza di personale qualificato, e, dunque, di risorse umane preparate ad affrontare tale processo di trasformazione tecnologica.

In sintesi, perché le PMI possano continuare ad essere competitive in un mercato che diventa sempre più interattivo e digitalizzato, esse devono affrontare un cambiamento da un lato culturale, investendo in formazione e orientando il mindset imprenditoriale all'innovazione, così da essere più predisposti ad abbracciare le sfide poste dalla trasformazione digitale; dall'altro lato serve adattarsi sul piano organizzativo e gestionale, strutturando l'organizzazione in modo flessibile e inserendo figure manageriali nella gestione dei processi.

Altro tema di fondamentale rilevanza per lo sviluppo delle PMI è la governance. Se le piccole e medie imprese intendono superare i limiti dimensionali che le caratterizzano hanno bisogno di proporsi agli investitori con maggiore credibilità e trasparenza. Inoltre, esse necessitano di creare una struttura formale e organizzata per coordinare al meglio le attività, coinvolgere a pieno il personale,

attribuendo specifiche funzioni e mansioni a tutti i livelli della struttura gerarchica, e rendere più efficienti i processi aziendali.

In un'ottica di crescita dimensionale, le capacità operative non sono più sufficienti e devono essere affiancate da quelle strategiche. L'imprenditore deve superare quel limite culturale che vede nel controllo assoluto dell'impresa l'unica strada per ottimizzare i risultati; egli deve farsi affiancare da un'equipe manageriale in grado di infondere nell'organizzazione nuove competenze e una nuova visione strategica e deve abbandonare il ruolo operativo occupandosi di delegare, indirizzare e controllare. Inoltre, l'ampliamento del numero dei soggetti deputati alla governance consente di migliorare il rapporto con le banche, le quali rivestono un ruolo di particolare importanza per il sostentamento finanziario delle PMI.

Una volta compresa l'importanza della condivisione delle informazioni e delle decisioni, il passo più importante è rappresentato dalla costituzione di un consiglio di amministrazione che sia composto, non solo da soci e persone appartenenti alla famiglia imprenditoriale, ma soprattutto da amministratori indipendenti estranei alla proprietà. Questo rappresenta il vero passaggio evolutivo che può compiere una PMI, in quanto genera benefici in termini di risoluzione di conflitti interni, bilanciando gli interessi della famiglia e quelli dell'impresa, e rende la sua struttura più simile a quelle adottate dalle grandi imprese.

Oltre ai temi relativi alla governance, per intraprendere strategie di crescita dimensionale e competere sui mercati internazionali, le PMI devono superare il vincolo del credito bancario ed affiancare ai finanziamenti di capitale di debito il reperimento di capitale di rischio. Aprire il capitale a soggetti esterni e investitori qualificati significa non solo raccogliere liquidità che non è soggetta al vincolo della restituzione, ma acquisire competenze che altrimenti non si avrebbero a disposizione.

L'accesso al mercato dei capitali rappresenta, dunque, per le PMI italiane, più esposte verso il sistema bancario rispetto alla media delle PMI europee e americane, un veicolo per la raccolta di fondi a supporto dello sviluppo, sia come capitale di rischio (mercato azionario), sia come capitale di debito (mercato obbligazionario).

In paesi come l'Italia, caratterizzati da un tessuto industriale composto da piccole e medie imprese, a conduzione prevalentemente familiare, con relativi problemi di successione e di accesso al credito, il Private Equity è diventato uno strumento di trasformazione e sviluppo di queste imprese. Per le PMI, aprire il capitale ad operatori di Private Equity, significa disporre di un miglior bilanciamento delle fonti di finanziamento. Si sostituiscono, così, le linee di indebitamento a breve termine con capitale a medio – lungo termine (l'equity). Tutto ciò attribuisce alle PMI maggiore visibilità sui mercati internazionali, maggiore propensione agli investimenti e una migliore competitività. I fondi di Private Equity sono in grado di apportare competenze manageriali e uno strategico network di relazioni, attraverso cui le PMI possono cogliere al meglio le opportunità che le si presentano.

Altro strumento a supporto della crescita delle PMI può essere rappresentato dalla quotazione.

La quotazione rappresenta un passaggio importante per le imprese italiane che intendono finanziare la propria crescita, diversificare le fonti di finanziamento, favorire il passaggio generazionale, attrarre liquidità e risorse qualificate e aumentare la competitività.

Il consolidamento patrimoniale agevolato dalla quotazione in Borsa può, infatti, fornire alle PMI italiane quelle risorse che consentono loro, più che di diventare oggetto di acquisizioni, di essere protagoniste sul mercato M&A a livello internazionale.

La scarsa propensione alla quotazione delle PMI non è ascrivibile ai costi connessi al relativo processo, ma è più che altro da ricondurre a ragioni di carattere culturale.

Nell'ultimo capitolo dell'elaborato si è introdotto il programma Elite di Borsa Italiana che nasce per accompagnare le PMI in un percorso di formazione culturale che le avvicini al mondo dei capitali e all'utilizzo di strumenti di finanza alternativa, che possa essere anche di supporto ad operazioni straordinarie. Lo sviluppo degli strumenti di finanza alternativa in Italia ha permesso alle PMI di ridurre i tempi e i costi per accedere al capitale, aumentando la propria competitività e ottenendo vantaggi in termini di diversificazione delle fonti di finanziamento, visibilità sui mercati e incremento delle competenze manageriali.

In un certo senso, dunque, arrivano segnali positivi dalle PMI italiane che, in qualche modo, stanno affrontando un percorso evolutivo anche grazie ad iniziative come il programma Elite.

A testimonianza del dinamismo delle società Elite dal 2012 ai tempi recenti, si evidenziano le oltre 1227 operazioni di finanza straordinaria (M&A, Joint Venture, Private Equity, emissioni di bond e quotazioni) che hanno coinvolto 428 aziende per un controvalore totale che si avvicina ai 16 miliardi di euro. Tale dinamismo lo riscontriamo anche nelle recenti previsioni sull'andamento del mercato M&A italiano, il quale prevede per il 2021 oltre 1.000 operazioni, indice di una cultura di impresa sempre più aperta al mercato.

L'ultima conclusione che possiamo trarre riguarda le modalità di attuazione di un processo di crescita dimensionale attraverso la leva dell'M&A.

Come si evince anche dall'intervista condotta, un'impresa che punta ad essere competitiva ha una strategia di crescita ben precisa e che si sostanzia, in un primo momento, in uno sviluppo organico che porta ad acquisire e consolidare le competenze specifiche che le consentano di differenziarsi e ottenere un vantaggio competitivo nel settore di riferimento. Pertanto, lo sviluppo interno è importante perché consente all'impresa di essere competente sulla parte industriale specifica. Tuttavia, esso non è sufficiente a sostenere una crescita che, seppur vigorosa, non può reggere da sola una competizione a livello globale. C'è bisogno di una predisposizione finanziaria e una propensione all'utilizzo di tutti gli strumenti di finanza straordinaria, dall'emissione obbligazionaria alla quotazione. Tali strumenti consentono all'impresa di diversificare le fonti di finanziamento, ma, soprattutto, di sostenere strategie di crescita esterna che mirino ad ampliare rapidamente la dimensione organizzativa e a finanziare obiettivi di espansione sui mercati internazionali.

La quotazione può rappresentare una modalità di finanziamento strategica se alla base c'è una chiara strategia di M&A. Il caso aziendale trattato nell'elaborato dimostra che l'M&A è un ottimo strumento attraverso cui è possibile aumentare la propria competitività rapidamente, tramite l'integrazione di competenze che fanno emergere sinergie di costo e di ricavi e ottenere economie di scala e di scopo. Inoltre, grazie alle operazioni di M&A, un'impresa può entrare in nuovi mercati acquisendo un

portafoglio clienti che dà l'opportunità di aumentare le entrate, utilizzando tecniche di *up-selling*, grazie alla vendita di prodotti complementari e di maggior valore.

È altresì importante considerare l'M&A non come una sterile possibilità di aumentare il proprio portafoglio di partecipazioni, ma come attività finalizzata alla creazione di valore industriale.

Per fare ciò, è fondamentale curare dettagliatamente ogni fase del processo di acquisizione.

Il primo step critico è l'identificazione della target, la quale deve essere in possesso di requisiti di redditività minima e di competenze che possano arricchire il bagaglio culturale dell'impresa acquirente; inoltre, essa deve presentare caratteristiche che si integrano bene con quelle della bidder, in termini, ad esempio, di business model compatibili e risorse complementari.

Altra fase delicata è rappresentata dalla negoziazione. Abbiamo potuto comprendere, ascoltando la testimonianza del dottor Baroncelli, quanto sia importante disporre di ottime capacità di negoziazione, da un lato per riuscire ad ottenere un buon prezzo di acquisizione basato su multipli favorevoli, dall'altro per coinvolgere l'imprenditore della target nel progetto di creazione di valore.

Ad esempio, come abbiamo riscontrato nell'acquisizione di Adelante, il meccanismo di pagamento dell'*earn out* prevede che la target possa ottenere importanti benefici economici in seguito alla fusione, grazie alla crescita dei propri valori reddituali. Questo accade perché il pagamento della seconda parte del valore di acquisizione varia in funzione dell'aumento degli indici contabili (EBITDA). Inoltre, questa modalità di pagamento prevede che una parte del cash out sia versata in contanti e una parte in azioni, per far sì che i nuovi azionisti possano godere della crescita che il titolo può aver avuto a seguito dell'operazione, beneficiando di un *upside* sulle quote concesse.

Un tale meccanismo fa sì che la target non si soffermi sul valore che può ottenere al momento del *closing*, ma su quello che può creare come conseguenza dell'integrazione tra le due realtà imprenditoriali. Risulta evidente che un tale approccio all'M&A riduce sensibilmente qualsiasi contrasto tra le controparti e pone le basi per una proficua collaborazione tra due organizzazioni che, successivamente alla chiusura dell'operazione, coopereranno per raggiungere obiettivi comuni.

Infine, l'evidenza empirica dimostra che una buona percentuale di operazioni di M&A fallisce a causa di problemi riscontrati durante le attività di *post-integration*. A riguardo, all'aumentare delle dimensioni dell'azienda, aumentano anche le necessità di funzioni di staff, oltre ad aumentare i volumi della produzione. Bisogna, dunque, non solo dotarsi di risorse che permettano di aumentare la capacità produttiva, ma assumere nuove figure che svolgano attività di coordinamento e creare team di integrazione specifici. Quindi, la crescita per linee esterne, per risultare profittevole e non deleteria, deve essere accompagnata da uno sviluppo interno adeguato.

Inoltre, per superare eventuali difficoltà causate dall'integrazione di due culture differenti, è necessario che le due realtà organizzative condividano una visione strategica comune ed è fondamentale predisporre tutti i livelli della struttura gerarchica dell'organizzazione all'avvio del processo. Il rischio è che si possa verificare una dispersione delle risorse investite nell'operazione, con la conseguente impossibilità di cogliere le sinergie identificate in fase di analisi del *deal*, causando, in casi estremi, perdite economiche e distruzione di valore. Per impedire che ciò avvenga, è importante condurre le attività di Due Diligence già dall'inizio delle negoziazioni e, contemporaneamente, consolidare una cultura organizzativa uniforme e orientata al miglioramento della performance. In questa fase, il ruolo del management si rivela di cruciale importanza.

In conclusione, le PMI italiane hanno a disposizione uno strumento di enorme rilevanza strategica che, se usato correttamente, come descritto in precedenza, può rappresentare una modalità efficace per risolvere i problemi di crescita. Esempi di successo, come quello di WiiT, dimostrano che in contesti altamente competitivi, come quelli attuali, la dimensione è un limite che può essere superato e che le PMI possono non solo affermarsi nel mercato domestico, ma puntare ad essere leader a livello internazionale.

Bibliografia

AIFI. (2020). *Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital*.

ANSA. (2016, dicembre 3). ANSA. Tratto da ansa.it:

https://www.ansa.it/europa/notizie/rubriche/altrenews/2014/12/03/imprese-progetto-italiano-elite-si-espande-in-europa_7e9f9eba-0794-40a9-bafc-ccd7a9367791.html

Antonio D'Amato, p. C. (2004). *Il modello italiano*. Convegno biennale. Milano.

Arlotta, C., & al., e. (2015). *PMI e M&A in Italia: Una strada sicura per la crescita*. Milano: FrancoAngeli.

Arlotta, C., & al., e. (2018). *PMI in volo: destinazione mercato dei capitali*. Milano: FrancoAngeli.

Assinform. (2018). *Anitec-Assinform*. Tratto da [ildigitaleinitalia.it](https://ildigitaleinitalia.it/ildigitale-in-italia-2018/il-mercato-digitale-italiano-2017-2020/consuntivi-e-previsioni-i-comparti-tecnologici/servizi-ict.kl): <https://ildigitaleinitalia.it/ildigitale-in-italia-2018/il-mercato-digitale-italiano-2017-2020/consuntivi-e-previsioni-i-comparti-tecnologici/servizi-ict.kl>

AWS. (2020). *aws*. Tratto da [aws.amazon.com](https://aws.amazon.com/it/free/?all-free-tier.sort-by=item.additionalFields.SortRank&all-free-tier.sort-order=asc&awsf.Free%20Tier%20Types=*all&awsf.Free%20Tier%20Categories=categorie%23compute&trk=ps_a134p000006parpAAA&trkCampaign=acq_paid_search_brand&): https://aws.amazon.com/it/free/?all-free-tier.sort-by=item.additionalFields.SortRank&all-free-tier.sort-order=asc&awsf.Free%20Tier%20Types=*all&awsf.Free%20Tier%20Categories=categorie%23compute&trk=ps_a134p000006parpAAA&trkCampaign=acq_paid_search_brand&

Azure. (2020). *Microsoft Azure*. Tratto da [azure.microsoft.com](https://azure.microsoft.com/it-it/): <https://azure.microsoft.com/it-it/>

Azure, M. (2021). *Microsoft Azure*. Tratto da [azure.microsoft.com](https://azure.microsoft.com/it-it/overview/what-is-iaas/): <https://azure.microsoft.com/it-it/overview/what-is-iaas/>

BCG. (2013). *Ahead of the curve. Lessons on technology and growth from small-business leaders*.

Berk, J., DeMarzo, P., Morresi, O., & Venanzi, D. (2018). *Finanza aziendale 2. Teoria e pratica della finanza moderna*. Milano: Pearson.

Bianchi, L. (2020, Settembre 7). *Orizzonti politici*. Tratto da www.orizzontipolitici.it:

<https://www.orizzontipolitici.it/la-crisi-del-2008-le-cause-ma-soprattutto-gli-effetti/>

Bignami, E. M. (2018). *La governance delle PMI*. *Rivista dei dottori commercialisti*.

- Borsa italiana s.p.a. (2021, Gennaio). *Comitato Corporate Governance*. Tratto da Borsaitaliana.it:
<https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/codice.htm>
- Bower, J. L. (2001). Not All M&As are Alike - and That Matters.
- Bussi, C. (2021, maggio 15). Corsa di 2.300 Pmi al progetto Elite «La manifattura domina la selezione». *ilSole24ore*.
- Canalys. (2021, aprile 29). *Canalys*. Tratto da canalys.com:
<https://www.canalys.com/newsroom/global-cloud-market-q4-2020>
- Canovi, L., Grasso, A. G., & Venturelli, V. (2007). Il fabbisogno di capitale di rischio delle PMI innovative in Italia. *Il Mulino rivista web*.
- Cassetta, E., Monarca, U., Dileo, I., Di Bernardino, C., & Pini, M. (2020). The relationship between digital technologies and internationalisation. Evidence from Italian SMEs. *Industry and Innovation*, 331-339.
- Castronovo, V. (2013). *L'Italia della piccola industria. Dal dopoguerra a oggi*. Laterza.
- Castronovo, V. (2013). *Storia economica d'Italia: dall'800 ai giorni nostri*. Torino: Einaudi.
- CDP. (2017, luglio 17). *cdp*. Tratto da cdp.it:
https://www.cdp.it/sitointernet/page/it/cdp_entra_nel_capitale_di_elite_per_promuovere_le_aziende_ad_alto_potenziale?contentId=PRG20912
- Christensen. (1997). *The innovator's dilemma*. USA: Harvard Business Review Press.
- Cloudflare. (2020). *Cloudflare*. Tratto da Cloudflare.com: <https://www.cloudflare.com/it-it/learning/cloud/what-is-multicloud/>
- Colombo, D. (2019, ottobre 16). *01net*. Tratto da 01net.it: <https://www.01net.it/mercato-cloud-italia-2019/>
- Company, B. &. (2021). *Global M&A Report: As the world locked down and masked up, M&A endured*.
- Computing, O. C. (2020, aprile 8). *osservatori.net digital innovation*. Tratto da blog.osservatori.net:
https://blog.osservatori.net/it_it/cloud-computing-significato-vantaggi#definizione

- Dalocchio, M., Lucchini, G., & Scarpelli, M. (2015). *Mergers & Acquisitions*. Milano: Egea.
- Dozio, L. (2020, agosto 20). *osservatori.net digital innovation*. Tratto da blog.osservatori.net:
https://blog.osservatori.net/it_it/cloud-pro-contro
- Elite. (2020). *Elite Summary*.
- Elite. (2021, maggio 26). *Borsa Italiana*. Tratto da [elite-network.com](https://www.elite-network.com): <https://www.elite-network.com/news/elite-raggiunge-le-1590-societa-13-nuovi-ingressi-in-italia>
- Europea, C. (2020). *Guida dell'utente alla definizione di PMI*. Lussemburgo.
- Fabbri, P. (2018, ottobre 10). *NetworkDigital360*. Tratto da [zerounoweb.it](https://www.zerounoweb.it):
<https://www.zerounoweb.it/cloud-computing/osservatorio-cloud-transformation-2018-politecnico-di-milano-tutti-i-dati-in-anteprima/>
- Festa, M. F. (2021, Aprile 15). M&A, è subito boom con Stellantis e le PMI Italia a +161% in tre mesi. *IlSole24ore*.
- Fontana F., B. P. (2015). *Corporate Strategy, Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*. HOEPLI.
- Forbes. (2019, novembre 11). *Forbes*. Tratto da [forbes.com](https://www.forbes.com):
<https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2019/11/11/how-do-alibabas-swelling-cloud-revenues-compare-with-its-cornerstone-commerce-revenues/?sh=5a102b4e5034>
- Framingham, M. (2020, agosto 18). *IDC*. Tratto da [idc.com](https://www.idc.com):
<https://www.idc.com/getdoc.jsp?containerId=prUS46780320>
- GCP. (2020). *Google Cloud*. Tratto da cloud.google.com:
https://cloud.google.com/gcp/?hl=it&utm_source=google&utm_medium=cpc&utm_campaign=emea-it-all-it-bkws-all-all-trial-e-gcp-1010042&utm_content=text-ad-none-any-DEV_c-CRE_495030365933-ADGP_Hybrid%20%7C%20BKWS%20-%20EXA%20%7C%20Txt%20~%20GCP%20~%20General%23
- Graziani, A. (2021, Marzo 27). Le "Big Four" puntano sulla ripresa: 2mila assunzioni in soli tre mesi. *Il Sole24ore*.

- Guatri, L. (1998). *Trattato sulla valutazione delle aziende*. Milano: Egea.
- Istat. (2008).
- Kelly, M. (2021, marzo 2). FT 1000: the fifth annual list of Europe's fastest-growing companies. *Financial Times*.
- KPMG. (2011). *Rapporto Mergers & Acquisitions. Primi segnali di ripresa: domina l'attività cross border*.
- KPMG. (2012). *Rapporto Mergers & Acquisitions. In cerca di una direzione: il mercato aspetta segnali di ripresa*.
- KPMG. (2013). *Rapporto Mergers & Acquisitions: i mercati preparano la ripresa*.
- KPMG. (2014). *Rapporto Mergers & Acquisitions: la ripresa si consolida, ma l'Italia è sempre più preda*.
- KPMG. (2015). *Rapporto Mergers & Acquisitions: i mercati si avvicinano ai massimi storici*.
- KPMG. (2016). *Rapporto Mergers & Acquisitions. La ripresa si consolida: numeri da record per il mercato M&A*.
- KPMG. (2017). *Rapporto Mergers & Acquisitions: consolidamento settoriale e fusioni alimentano volumi record*.
- KPMG. (2018). *Rapporto Mergers & Acquisitions: i mega deal infiammano il mercato*.
- KPMG. (2019, Marzo 18). *kpmg*. Tratto da [home.kpmg.it](https://home.kpmg.it/it/home/insights/2019/03/medie-imprese-motore-sviluppo-italiano.html):
<https://home.kpmg.it/it/home/insights/2019/03/medie-imprese-motore-sviluppo-italiano.html>
- KPMG. (2019). *L'M&A nel 2019 delude le attese: crescono i volumi, ma diminuiscono i controvalori*.
- KPMG. (2020). *M&A in calo nel 2020 per l'impatto del Covid, aspettative positive per il nuovo anno*.
- Longo, M. (2021, Marzo 25). Italia, Pmi indietro su Esg Investimenti esteri a rischio. *Il Sole 24 ore*.

- Ltd, S. M. (2020, Luglio 20). *Mediterraneo Capital Ltd* . Tratto da www.mediterraneocapital.co.uk:
<https://www.mediterraneocapital.co.uk/post/storia-del-mercato-delle-fusioni-e-acquisizioni>
- Lupi, C. (2018, Marzo 5). *Fabbrica futuro*. Tratto da Fabbricafuturo.it:
<https://www.fabbricafuturo.it/carlo-robiglio-confindustria-pmi/>
- Maguire, J. (2021, aprile 22). *Datamation*. Tratto da datamation.com:
<https://www.datamation.com/cloud/cloud-service-providers/>
- Management, P. M. (2021). *Osservatorio Minibond: Report italiano sui Minibond*.
- MISE. (2020, ottobre). *Ministero dello sviluppo economico* . Tratto da mise.gov.it:
<https://www.mise.gov.it/index.php/it/impresa/piccole-e-medie-impese/pmi-innovative/agevolazioni>
- Monitor, G. E. (2013). *Rapporto GEM*.
- Natalucci, M. (. (2020, agosto 27). *osservatori.net digital innovation*. Tratto da blog.osservatori.net:
https://blog.osservatori.net/it_it/multicloud-significato-vantaggi-gestione
- Novelli, S., Federico, F., & Latorre, A. (2013). *Internet & Export. Il ruolo della Rete nell' internazionalizzazione delle PMI*. Milano: Doxa Digital.
- OCI. (2020). *oracle.com*. Tratto da Oracle: <https://www.oracle.com/it/cloud/>
- Panettieri, J. (2020, novembre 3). *CHANNELe2e*. Tratto da channele2e.com:
<https://www.channele2e.com/channel-partners/csps/cloud-market-share-2020-amazon-aws-microsoft-azure-google-ibm/>
- Paoloni, P., & Fortuna, F. (2010, Gennaio). *ResearchGate*. Tratto da Researchgate.net:
https://www.researchgate.net/publication/312377514_La_corporate_governance_nelle_pmi_situazione_attuale_e_tendenze_evolutive
- Pascucci, F., & Temperini, V. (2017). *Trasformazione digitale e sviluppo delle PMI*. Torino: Giappichelli.

Peschiera, L. (2021, giugno 9). *Data Manager Online*. Tratto da datamanager.it:

<https://www.datamanager.it/2021/06/wiit-continua-a-crescere-e-porta-la-sua-offerta-premium-in-europa/>

Pincetti, M., Lanzillo, E., Falcone, G., & Grillo, F. (2020). *I bisogni delle PMI per la ripresa post-Covid*. Deloitte Touch.

Plateroti, A. (2021, Marzo 7). Imprese, è arrivata l'ora dei capitali pazienti. *Il Sole24ore*.

R.A. Cenciarini, M. D. (2005). *Le PMI italiane: un quadro introduttivo*.

SAP. (2020). *sap.com*. Tratto da SAP: [https://www.sap.com/italy/why-](https://www.sap.com/italy/why-sap.html?campaigncode=CRM-IT21-PPC-NSPBRAB&source=ppc-it-GOO-71700000081930965-58700006956496299-it-brand-fc-na&DFA=1&gclid=CjwKCAjw2ZaGBhBoEiwA8pfP_iTVKCdgGfq3WRugOQf7JfifcvsbHjzBw-uV5OaRNtXooW1KV_NVdxoCS7MQAvD_BwE&gclsrc=aw)

[sap.html?campaigncode=CRM-IT21-PPC-NSPBRAB&source=ppc-it-GOO-](https://www.sap.com/italy/why-sap.html?campaigncode=CRM-IT21-PPC-NSPBRAB&source=ppc-it-GOO-71700000081930965-58700006956496299-it-brand-fc-na&DFA=1&gclid=CjwKCAjw2ZaGBhBoEiwA8pfP_iTVKCdgGfq3WRugOQf7JfifcvsbHjzBw-uV5OaRNtXooW1KV_NVdxoCS7MQAvD_BwE&gclsrc=aw)

[71700000081930965-58700006956496299-it-brand-fc-](https://www.sap.com/italy/why-sap.html?campaigncode=CRM-IT21-PPC-NSPBRAB&source=ppc-it-GOO-71700000081930965-58700006956496299-it-brand-fc-na&DFA=1&gclid=CjwKCAjw2ZaGBhBoEiwA8pfP_iTVKCdgGfq3WRugOQf7JfifcvsbHjzBw-uV5OaRNtXooW1KV_NVdxoCS7MQAvD_BwE&gclsrc=aw)

[na&DFA=1&gclid=CjwKCAjw2ZaGBhBoEiwA8pfP_iTVKCdgGfq3WRugOQf7JfifcvsbH](https://www.sap.com/italy/why-sap.html?campaigncode=CRM-IT21-PPC-NSPBRAB&source=ppc-it-GOO-71700000081930965-58700006956496299-it-brand-fc-na&DFA=1&gclid=CjwKCAjw2ZaGBhBoEiwA8pfP_iTVKCdgGfq3WRugOQf7JfifcvsbHjzBw-uV5OaRNtXooW1KV_NVdxoCS7MQAvD_BwE&gclsrc=aw)

[jzBw-uV5OaRNtXooW1KV_NVdxoCS7MQAvD_BwE&gclsrc=aw](https://www.sap.com/italy/why-sap.html?campaigncode=CRM-IT21-PPC-NSPBRAB&source=ppc-it-GOO-71700000081930965-58700006956496299-it-brand-fc-na&DFA=1&gclid=CjwKCAjw2ZaGBhBoEiwA8pfP_iTVKCdgGfq3WRugOQf7JfifcvsbHjzBw-uV5OaRNtXooW1KV_NVdxoCS7MQAvD_BwE&gclsrc=aw)

Serafini, L. (2020, Febbraio 3). Pmi, dal nuovo Codice di autodisciplina una spinta alla Borsa. *Il Sole 24 ore*.

Shu, C. (2020, aprile 20). *TC Join Extra Crunch*. Tratto da techcrunch.com:

[https://techcrunch.com/2020/04/19/alibaba-cloud-will-invest-28-billion-more-into-its-](https://techcrunch.com/2020/04/19/alibaba-cloud-will-invest-28-billion-more-into-its-infrastructure-over-the-next-three-years/)

[infrastructure-over-the-next-three-years/](https://techcrunch.com/2020/04/19/alibaba-cloud-will-invest-28-billion-more-into-its-infrastructure-over-the-next-three-years/)

Stalcup, K. (2021, maggio 17). *ParkMyCloud*. Tratto da parkmycloud.com:

<https://www.parkmycloud.com/blog/aws-vs-azure-vs-google-cloud-market-share/>

Systems, C. (2020). *Cisco*. Tratto da cisco.com: [http://www.di-srv.unisa.it/~ads/corso-](http://www.di-srv.unisa.it/~ads/corso-security/www/CORSO-0203/Cisco/cisco_hm/cisco_intro.htm)

[security/www/CORSO-0203/Cisco/cisco_hm/cisco_intro.htm](http://www.di-srv.unisa.it/~ads/corso-security/www/CORSO-0203/Cisco/cisco_hm/cisco_intro.htm)

Tavolini, G. (2021, aprile 29). *Borsa Italiana*. Tratto da borsaitaliana.it:

<https://www.borsaitaliana.it/documenti/studi.htm?filename=/media/star/db/pdf/27742294.pdf>

f

Transformation, O. C. (2020, ottobre 14). *osservatori.net digital innovation*. Tratto da osservatori.net: <https://www.osservatori.net/it/ricerche/comunicati-stampa/cloud-italia-mercato-2020>

Vulpiani, M. (2014). *Special Cases of Business Valuation*. MacGraw-Hill Education.

ABSTRACT

Capitolo primo – Le piccole e medie imprese italiane

DEFINIZIONE DI PMI ED EVOLUZIONE STORICA

Per dare una definizione di piccole e medie imprese (PMI), o *small and medium-sized enterprises* (SMEs), e inquadrarle da un punto di vista normativo, bisogna fare riferimento all'articolo 2 della raccomandazione della Commissione europea del 6 maggio 2003 (n. 2003/361/CE). Quest'ultima cita: "La categoria delle microimprese, delle piccole imprese e delle medie imprese (PMI) è costituita da imprese con meno di 250 occupati, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro".

Il primo decennio del dopoguerra, in particolare quello che segue il 1950, vede l'Italia attraversare un processo di industrializzazione e conseguente urbanizzazione. La nascita di poli industriali, soprattutto al nord, causava forte ondate migratorie della popolazione che dalle campagne si spostava in città. Il reddito nazionale iniziava a presentare tassi di crescita annuali sempre più elevati e la produzione industriale incrementava il suo contributo alla formazione del prodotto interno lordo del paese.

Così, le imprese di grandi dimensioni iniziarono ad investire come mai fatto prima, soprattutto quelle operanti nell'industria automobilistica e in quella siderurgica del nord Italia, le quali raddoppiarono le rispettive produzioni e contribuirono in maniera determinante a dar vita a fenomeni di inurbamento. In ogni caso, non furono solo le grandi aziende a beneficiare di questo periodo di espansione economica. Anche le imprese di nicchia poterono giovare del *boom* della domanda, in quanto la maggiore produzione di aziende più grandi portava con sé un aumento anche delle sottoproduzioni e delle forniture di componenti dei prodotti. Di pari passo con l'espansione delle maggiori aziende, dunque, si assiste alla nascita di un consistente numero di organizzazioni di piccole dimensioni che si discostavano sempre più dalla figura della bottega artigiana per assumere una fisionomia più vicina

a quella di una piccola impresa, impegnata nella produzione di semilavorati destinati ad essere assemblati e commercializzati da altre imprese.

È bene sottolineare che gli anni del *boom* economico non solo hanno visto crescere dal punto di vista numerico le piccole imprese, ma hanno portato anche alla crescita dimensionale di alcune di esse, le quali sono diventate medie imprese e hanno acquisito rilevanza nazionale, spesso grazie alle capacità innovative degli imprenditori che provenivano dal mondo dell'artigianato. In poco tempo, a seguito di investimenti in stabilimenti ed impianti per accrescere la capacità produttiva ed ottenere economie di scala, molte botteghe artigianali si trasformavano in gruppi industriali, talvolta con migliaia di dipendenti, che erano in grado di competere sia in ambito nazionale che internazionale.

La fine del periodo del *boom* economico mise in risalto i problemi del sistema economico italiano, in particolare il legame tra imprese e banche per sopperire alla mancanza di redditività, e la mancanza di managerialità e imprenditorialità che contraddistinguevano il capitalismo italiano.

È in questo contesto economico e sociale fortemente incerto che si affermano con prepotenza nello scenario nazionale le piccole e medie imprese. Infatti, se da un lato diminuivano i dipendenti delle grandi imprese, dall'altro aumentavano quelli impiegati nelle PMI, finendo per rappresentare il 60% della produzione manifatturiera. Il forte sviluppo delle PMI contribuì alla riconversione di molte aree del Paese ancora caratterizzate da un'economia rurale.

Gli anni '80 sono gli anni del liberismo economico. La deregolamentazione e liberalizzazione dei mercati comportava l'annullamento di qualsiasi forma di protezionismo economico esponendo le imprese alla concorrenza internazionale. Serviva flessibilità e capacità di adattamento e, per quanto le PMI italiane fossero caratterizzate da una struttura snella grazie alle limitate dimensioni aziendali, avevano, per altri aspetti, forti limiti gestionali. Tuttavia, nonostante le difficoltà italiane rispetto ai paesi concorrenti, il Paese ha visto le PMI affermarsi in modo preponderante e diventare il cuore pulsante dell'economia.

L'avvento della globalizzazione ha posto le PMI di fronte a sfide particolarmente complesse: la ridotta dimensione non consentiva loro di cogliere al meglio le opportunità della globalizzazione e

servivano risorse umane specializzate per sfruttare le nuove tecnologie e attuare un processo di rivoluzione informatica. Inoltre, molti piccoli imprenditori non contemplavano i cambiamenti in atto e la politica nazionale non ha agito a sostegno del rilancio delle PMI.

L'assenza nelle aziende di figure manageriali, se da un lato aveva permesso fino ad allora all'imprenditore di controllare direttamente l'impresa e di trarne i benefici, dall'altro aveva privato la stessa di competenze in grado di valutare in modo obiettivo le sfide e le opportunità che l'evoluzione del mercato presentava.

Uno studio fatto dal *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM) nel 2012 evidenzia come le PMI italiane abbiano perso negli anni la capacità di sperimentare nuove tecnologie, sia di prodotto che di processo. La ricerca dimostra non solo che l'economia italiana è in forte ritardo rispetto ad altri paesi che presentano la stessa struttura industriale, ma anche che, dall'inizio del millennio ad oggi, essa ha perso quello spirito di imprenditorialità che la contraddistingueva.

La prima conseguenza della crisi del 2008 per le imprese ha riguardato la limitazione dell'accesso ai finanziamenti. Le PMI, per la loro ridotta dimensione e scarsa liquidità, non riuscivano ad apportare le adeguate garanzie per ottenere i prestiti dalle banche.

A peggiorare la situazione si aggiungono le difficoltà legate alla burocrazia e una pressione fiscale tra le più alte di Europa. Per questi motivi, mentre negli altri paesi europei si è assistito ad una graduale ripresa economica, in Italia si è instaurato un clima di forte sfiducia che ha scoraggiato i giovani dall'intraprendere nuove attività imprenditoriali e ha influenzato negativamente sulla propensione delle PMI ad innovare.

In un contesto così difficile le PMI dovevano riconvertire il proprio modello di business per sopravvivere alla crisi e, una risposta in tal senso, poteva sicuramente essere quella di intraprendere processi di internazionalizzazione e sposare l'inesorabile avanzamento del fenomeno della digitalizzazione.

DIGITALIZZAZIONE

Il fenomeno della digitalizzazione, conosciuto anche come “Industria 4.0” o “Quarta rivoluzione industriale”, si è sviluppato negli anni successivi alla crisi del 2008, in particolare dopo il 2010, ed è stato innescato dalla diffusione delle *Information and Communication Technologies* (ICTs).

Una delle caratteristiche distintive della digitalizzazione è la pervasività, cioè la sua capacità di influenzare ogni ambito della vita umana, producendo effetti non solo a livello economico, ma anche sociale e culturale. Insieme alla globalizzazione e all’avvento dei *social media*, la rivoluzione digitale ha trasformato completamente l’industria manifatturiera sconvolgendo i paradigmi produttivi.

Altra tendenza innescata dall’evoluzione del digitale è la possibilità per un’impresa di ampliare le opportunità di collaborazione all’interno e all’esterno della filiera produttiva. Le tecnologie consentono il continuo scambio di dati e informazioni tra molte imprese e, grazie a queste informazioni, è possibile individuare nuove *partnership* e creare nuove opportunità di business. È chiaro come quest’ultimo aspetto sia molto rilevante soprattutto per imprese di dimensioni ridotte come le PMI.

Nella maggior parte dei casi le PMI tendono ad investire in progetti destinati alla digitalizzazione dei processi di base, come la contabilità o la gestione del personale, mirando all’abbattimento dei costi. Quello che manca, dunque, è una visione di lungo periodo che consideri la digitalizzazione un fattore su cui riflettere da un punto di vista strategico, per migliorare la qualità dei propri prodotti o servizi, e per innovare i modelli di business aziendali.

I motivi principali per cui le PMI stentano ad avviare in modo convincente un processo di digitalizzazione possono essere di diversa natura. Da un lato c’è sicuramente la scarsità di risorse finanziarie, le quali, nel contesto di crisi economica in cui si trovano ad operare le PMI, vengono utilizzate per effettuare investimenti incrementali volti a migliorare strumenti già adottati, e non per sperimentare qualcosa di nuovo e rischioso. Dall’altro lato, forse, l’elemento di maggiore criticità per le PMI è di natura culturale: il digitale viene tuttora percepito come una delle possibili opzioni

perseguibili e non come la strada da seguire per attuare un processo di crescita. Inoltre, altro elemento che scoraggia l'investimento da parte delle PMI in tecnologie digitali è dato dalla mancanza di personale qualificato, e, dunque, di risorse umane preparate ad affrontare tale processo di trasformazione tecnologica.

Questo si traduce nella necessità per le PMI di acquisire competenze manageriali, le quali si caratterizzano per essere certamente più pronte a sostenere un percorso del genere. Serve investire nella formazione del personale per sviluppare competenze *digital*, oppure introdurre dall'esterno professionalità in grado di gestire la complessità delle tematiche legate alla digitalizzazione.

A conferma dei vantaggi creati dalle tecnologie digitali per le PMI, un rapporto di Boston

Consulting Group (BCG) ha analizzato più di 4000 PMI verificando che quelle che hanno investito maggiormente nelle nuove tecnologie hanno aumentato il fatturato del 15% in più rispetto alle imprese che non l'hanno fatto. Queste PMI, definite come "leader tecnologici", hanno clienti sparsi da un punto di vista geografico, hanno relazioni più intense con i clienti, rendono più efficienti i processi operativi e possiedono un modello di business più innovativo.

In sintesi, perché le PMI possano continuare ad essere competitive in un mercato che diventa sempre più interattivo e digitalizzato, devono affrontare un cambiamento da un lato culturale, investendo in formazione e orientando il mindset imprenditoriale all'innovazione, così da essere più predisposti ad abbracciare le sfide poste dalla trasformazione digitale; dall'altro lato serve adattarsi sul piano organizzativo e gestionale, strutturando l'organizzazione in modo flessibile e inserendo figure manageriali nella gestione dei processi.

INTERNAZIONALIZZAZIONE

Un altro aspetto da tenere in forte considerazione per lo sviluppo delle PMI è la possibilità di attuare processi di internazionalizzazione. In passato le aziende che entravano in mercati esteri erano solitamente organizzazioni di grandi dimensioni, dotate di risorse in abbondanza da poter investire in altri mercati per perseguire strategie di diversificazione. Per le PMI risultava più

difficile competere sui mercati esteri perché non disponevano delle informazioni necessarie né delle disponibilità finanziarie per sostenere gli elevati costi che comporta un investimento così rischioso. Negli anni Novanta, con l'intensificazione degli scambi economico-commerciali e, soprattutto, con l'avvento di Internet, si sono ridimensionati i costi per il reperimento di informazioni e le nostre PMI si sono affermate nei mercati globali offrendo prodotti di qualità attraverso l'export, la modalità di internazionalizzazione meno strutturata e più facile da sostenere in termini di costi. È così che il *Made in Italy* è diventato uno dei marchi più riconosciuti al mondo.

La crisi finanziaria dello scorso decennio ha costretto le PMI a riorganizzarsi e a ricercare opportunità in mercati anche molto distanti geograficamente e culturalmente. Inoltre, la crescente competizione dei grandi player globali e la stagnazione del mercato domestico fa sì che per le PMI l'internazionalizzazione diventi un percorso obbligato.

Diverse teorie hanno identificato una relazione positiva tra digitalizzazione e internazionalizzazione. Secondo uno studio di Doxa Digital, le PMI italiane che hanno utilizzato tecnologie digitali per commercializzare all'estero i propri prodotti sono riuscite a compensare gli effetti negativi della crisi, in alcuni casi addirittura incrementando il proprio fatturato; inoltre, le evidenze empiriche dimostrano che al crescere delle competenze digitali aumenta la percentuale di imprese che entra a far parte di un network internazionale e che esporta.

ESIGENZE POST-COVID

L'emergenza sanitaria causata dal Covid ha portato alla più grande crisi economica degli ultimi cento anni dal crollo di Wall Street nel 1929, risultando essere più devastante della recessione del 2008. La pandemia ha colpito fortemente il sistema industriale del nostro Paese incidendo in maniera rilevante sulle PMI, le quali si sono trovate ad affrontare conseguenze pesanti sulla propria struttura finanziaria, già non particolarmente solida e caratterizzata da una situazione di liquidità inadeguata. Dopo il primo lockdown, a maggio del 2020, la maggior parte delle PMI versava in condizioni di estrema necessità finanziaria, poiché il 60% di esse ha subito un forte rallentamento dell'attività produttiva, mentre il 30% ha addirittura dovuto interrompere del tutto la propria attività.

Se da un lato l'emergenza in corso ha compromesso seriamente l'equilibrio economico – finanziario del nostro Paese, dall'altro però ha anticipato tendenze già in atto a livello globale e su cui l'Italia ritardava ad investire. Il distanziamento sociale ha infatti costretto l'intera nazione ad adottare nuove metodologie di gestione del lavoro (*smart working*) e ha visto l'affermarsi di nuovi paradigmi di business. La digitalizzazione, se prima era considerata come un'opportunità, è diventata negli ultimi tempi una traiettoria di sviluppo necessaria a garantire la continuità dell'attività aziendale.

Quanto all'internazionalizzazione, essa ha rappresentato negli ultimi anni una delle principali direttrici di crescita per le nostre PMI. Lo confermano i dati riguardanti l'export delle PMI nazionali che, tra il 2014 e il 2018, è cresciuto a un tasso annuo del 2,5% arrivando a toccare volumi di più di 200 miliardi di euro. La survey condotta da Deloitte dimostra che, anche oggi, l'espansione verso i mercati esteri rimane la strategia da perseguire per ritornare alle condizioni di operatività pre – Covid. Circa un'azienda su due preferisce tale strategia ad investimenti in nuovi canali distributivi o nuove tecnologie di prodotto.

In conclusione, per affrontare al meglio le sfide imposte alle imprese dal complesso scenario attuale serve una visione strategica ben definita. Le imprese necessitano di una pianificazione strategica che si distingua dai classici business plan e che si orienti su orizzonti temporali che superino i tre anni. Le ricerche condotte, tuttavia, dimostrano che solo il 30% delle PMI si sta attrezzando in tal senso e questo mette in risalto il bisogno di colmare il gap di competenze manageriali per essere più competitive.

Inoltre, la dimensione aziendale e la solidità patrimoniale diventano fattori critici per reagire prontamente alle crisi e continuare ad essere profittevoli.

Le grandi imprese e le principali società di consulenza presenti in Italia giocano un ruolo centrale in questo periodo storico, grazie alla loro possibilità di mettere a disposizione competenze e formazione con il fine di supportare la crescita del Paese, la quale dipende fortemente dal successo economico delle PMI.

DIRETTRICI DI SVILUPPO

Per i motivi descritti in precedenza e per le esigenze imposte dalle conseguenze causate dalla pandemia globale, le imprese devono necessariamente ambire ad una crescita di lungo periodo per mirare a quello che si definisce un vantaggio competitivo sostenibile. Fenomeni come la globalizzazione, l'evoluzione del commercio internazionale e della tecnologia, e l'abbattimento delle barriere all'entrata hanno reso le imprese più vulnerabili alla concorrenza ed esposte alle azioni delle multinazionali. In un contesto del genere, è chiaro che essere una microimpresa con un eccellente modello artigianale o in possesso di una buona tecnologia non basti a difendere la propria posizione competitiva. Le nuove tecnologie stanno dimostrando che anche piccolissime aziende possono gestire grandi affari e globalizzarsi, ma in uno scenario economico sempre più volatile e in continua trasformazione la dimensione diventa un fattore cruciale.

Uno degli aspetti più preoccupanti delle PMI è proprio legato alla crescita: solo poche aziende riescono a fare il salto dimensionale. Infatti, come osservato da KPMG, la sfida per le imprese è quella di superare 1 miliardo di fatturato, individuato come soglia per poter competere sui mercati internazionali. Molte di queste imprese si trovano inevitabilmente dinanzi a un bivio: crescere o essere acquisite.

Possiamo individuare quattro direttrici di crescita essenziali da seguire per le PMI: buoni meccanismi di *governance*, gestione dell'innovazione, apertura del capitale e quotazione in Borsa, processi di crescita dimensionale attraverso m&a.

GOVERNANCE

Il concetto di "corporate governance" ("governo di impresa") fa riferimento ai meccanismi e ai processi di governo delle imprese. Questo termine, dunque, definisce il sistema con cui le aziende vengono dirette e controllate. La *governance* rappresenta la struttura organizzativa che assume ciascuna impresa e costituisce un elemento fondamentale per il suo corretto funzionamento. Si tratta di uno strumento attraverso cui i vertici aziendali diffondono, all'interno dell'organizzazione, i valori e gli ideali che formano la cultura aziendale. Una buona *governance* garantisce la trasparenza

dei processi interni all'impresa e fa sì che la *mission* aziendale sia ben chiara e condivisa da tutti i soggetti che prendono parte all'attività imprenditoriale.

Nelle grandi imprese i problemi relativi alla corporate governance vengono visti in un'ottica di accesso al mercato dei capitali e quindi di reperimento di capitale di rischio. Come abbiamo visto, la regolamentazione di autodisciplina ha tra i suoi obiettivi principali quelli di mitigare il conflitto di interessi tra chi possiede l'azienda e chi la gestisce, e di fornire informazioni complete e affidabili che consentano agli investitori di valutare l'impresa in modo corretto.

Per quanto riguarda le PMI, invece, le questioni legate alla corporate governance sono totalmente differenti. Prima ancora di dover adottare modelli di governance per accedere al mercato delle risorse finanziarie, le PMI necessitano di acquisire competenze professionali e manageriali. In entrambi i casi, dunque, la governance viene vista come uno strumento per perseguire finalità strategiche.

L'inasprimento della competizione ha reso necessaria, anche per le PMI, l'adozione di meccanismi di governance tipici delle grandi imprese. Se le piccole e medie imprese intendono superare i limiti dimensionali che le caratterizzano hanno bisogno di proporsi agli investitori con maggiore credibilità e trasparenza. Inoltre, esse necessitano di creare una struttura formale e organizzata per coordinare al meglio le attività, coinvolgere a pieno il personale attribuendo specifiche funzioni e mansioni a tutti i livelli della struttura gerarchica e rendere più efficienti i processi aziendali.

Servono soggetti capaci di analizzare i fattori determinanti e di gestire il rischio per pianificare un'azione strategica che non si basi solo sull'estemporaneità, sull'intuito e sull'esperienza dell'imprenditore.

In un'ottica di crescita dimensionale le capacità operative non sono più sufficienti e devono essere affiancate da quelle strategiche. L'imprenditore deve superare quel limite culturale che vede nel controllo assoluto dell'impresa l'unica strada per ottimizzare i risultati; egli deve farsi affiancare da un'equipe manageriale in grado di infondere nell'organizzazione nuove competenze e una nuova visione strategica e deve abbandonare il ruolo operativo occupandosi di delegare, indirizzare e controllare. Inoltre, l'ampliamento del numero dei soggetti deputati alla governance consente di

migliorare il rapporto con le banche, le quali rivestono un ruolo di particolare importanza per il sostentamento finanziario delle PMI.

Una volta compresa l'importanza della condivisione delle informazioni e delle decisioni, il passo più importante è rappresentato dalla costituzione di un consiglio di amministrazione che sia composto non solo da soci e persone appartenenti alla famiglia imprenditoriale, ma soprattutto da amministratori indipendenti che sono estranei alla proprietà. Questo rappresenta il vero passaggio evolutivo che può compiere una PMI, in quanto genera benefici in termini di risoluzione di conflitti interni, bilanciando gli interessi della famiglia e quelli dell'impresa, e rende la sua struttura più simile a quelle adottate dalle grandi imprese.

INNOVAZIONE

L'innovazione rappresenta per l'impresa uno dei principali driver di crescita, verso cui si orienta tutta l'azione strategica dell'impresa. Essa è considerata come l'elemento delle organizzazioni che trascina allo sviluppo sostenibile. Secondo Schumpeter, l'innovazione è l'essenza dell'imprenditorialità che conduce alla creazione di valore e benessere e ad una crescita sostenibile delle imprese.

La continua ricerca e sperimentazione di soluzioni innovative permette alle imprese di evitare la competizione creando nuovi mercati dove non c'è concorrenza.

Per diffondere una cultura innovativa all'interno di un'organizzazione è necessario che la stessa sia strutturata in modo flessibile per lasciare spazi di autonomia ai dipendenti, senza tuttavia trascurare la forte interdipendenza che sussiste tra le varie funzioni. È importante trasferire ai manager le caratteristiche attitudinali tipiche degli imprenditori che rientrano nel concetto di "*entrepreneurial mindset*".

L'innovazione spesso deriva dalle attività di ricerca e sviluppo, ma può essere anche la conseguenza della cooperazione tra gruppi multifunzionali creati in base al modello organizzativo adottato.

PMI INNOVATIVE

Nei paragrafi precedenti abbiamo già affrontato il tema riguardante la gestione dell'innovazione per le PMI, in particolare descrivendo le opportunità a disposizione e le sfide da affrontare in termini di

digitalizzazione e tecnologie abilitanti. In questa sezione analizzeremo l'importanza che rivestono le PMI innovative e la tutela che la normativa ad esse riserva.

La peculiarità delle piccole imprese innovative è quella di riscontrare notevoli difficoltà nel finanziare il percorso di crescita soprattutto nelle fasi iniziali, quando non è possibile coprire il fabbisogno attraverso la generazione di flussi di cassa. Così, tali imprese sono costrette a fare ricorso a fonti di finanziamento esterne. Tuttavia, il ricorso a contratti di finanziamento è ostacolato dagli elevati livelli di rischiosità e dalla scarsa trasparenza informativa che caratterizzano questa tipologia di imprese.

Gli imprenditori, infatti, sono riluttanti a trasferire informazioni riguardanti il contenuto tecnologico dei propri progetti a causa della facilità con cui le nuove idee innovative vengono imitate. In più, oltre al rischio relativo al possibile utilizzo che il finanziatore potrebbe fare di queste informazioni, esistono le problematiche relative all'incapacità di una piccola impresa di comunicare in maniera efficace la propria situazione economica e finanziaria. Infatti, come abbiamo visto nei precedenti paragrafi, un elemento che contraddistingue le PMI è sicuramente la presenza di processi decisionali destrutturati. La mancanza di strutture formali incide negativamente sulla trasparenza informativa nei confronti dei finanziatori e degli altri stakeholder.

Appare dunque evidente che reperire risorse finanziarie a titolo di debito per avviare un'attività innovativa non sembra essere la scelta ottimale, mentre, piuttosto, la forma di finanziamento più idonea è rappresentata dal capitale di rischio. Nonostante ciò, l'arretratezza dei sistemi finanziari europei rispetto a quello statunitense nel sostenere le attività di imprese a contenuto innovativo aggravano la strutturale difficoltà delle PMI nell'accesso alla finanza, causando problemi connessi al reperimento di capitale di rischio e evidenziando la presenza di un *equity gap* per le PMI del nostro paese.

Per le ragioni esposte in precedenza, l'ordinamento italiano ha reputato opportuno disciplinare dal punto di vista giuridico le categorie di imprese rientranti nella definizione di PMI innovative, considerandole meritevoli di tutela e concedendo loro una serie di agevolazioni.

Le PMI innovative sono state introdotte nell'ordinamento giuridico italiano con l'articolo 4 del decreto di legge del marzo 2015, sulla scia della normativa riferita alle start up innovative.

Tali imprese contribuiscono allo sviluppo innovativo della nazione e rappresentano l'evoluzione delle start up innovative, identificandosi come imprese pronte ad un processo di crescita consolidato.

Ai sensi della normativa le PMI innovative sono società di capitali, costituite anche in forma cooperativa, che rispettano i limiti dimensionali delle piccole e medie imprese e i parametri riguardanti l'innovazione tecnologica.

APERTURA DEL CAPITALE E QUOTAZIONE IN BORSA

L'arretratezza dei sistemi finanziari europei rispetto a quello statunitense ha, da sempre, complicato l'accesso alla finanza da parte delle PMI. L'assenza di un mercato dei capitali di rischio, la disponibilità di pochi strumenti finanziari specifici per le esigenze delle PMI e le scarse convenienze fiscali hanno fatto sì che queste imprese privilegiassero il canale bancario come fonte di finanziamento a breve termine.

Nonostante ciò, per intraprendere strategie di crescita dimensionale e competere sui mercati internazionali, le PMI devono superare il vincolo del credito bancario ed affiancare ai finanziamenti di capitale di debito il reperimento di capitale di rischio. Aprire il capitale a soggetti esterni e investitori qualificati significa non solo raccogliere liquidità che non è soggetta al vincolo della restituzione, ma acquisire competenze che altrimenti non si avrebbero a disposizione.

L'accesso al mercato dei capitali rappresenta, dunque, per le PMI italiane, più esposte verso il sistema bancario rispetto alla media delle PMI europee e americane, un veicolo per la raccolta di fondi a supporto dello sviluppo, sia come capitale di rischio (mercato azionario), sia come capitale di debito (mercato obbligazionario).

PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

L'associazione italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI) definisce l'attività di Private Equity come "un'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo

della valorizzazione dell'oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio – lungo termine”.

Si tratta di investimenti nel capitale di rischio di un'azienda finalizzati allo sviluppo della stessa, in modo da poter generare una plusvalenza (*capital gain*) al momento della cessione della partecipazione (*exit*). Ciò che distingue i fondi di Private Equity da quelli di Venture Capital è rappresentato dalle differenti fasi del ciclo di vita dell'impresa in cui avviene l'investimento. Con il Venture Capital, infatti, si finanzia un'impresa che sta avviando la propria attività, tipicamente una start up, mentre con il Private Equity si interviene in un'impresa già avviata.

Il ruolo dei fondi di Venture Capital è quello di investire in realtà imprenditoriali ad alto potenziale innovativo e decidere, successivamente al loro sviluppo, se incorporare la start up o rivenderla sul mercato per ottenere un guadagno in conto capitale.

Gli investimenti tipici dei fondi di Private Equity, invece, non hanno ad oggetto una start up ma una piccola impresa e vengono definiti come interventi di *expansion capital*, cioè di capitale finalizzato al potenziamento di competenze manageriali, tecniche e commerciali necessarie ad avviare un processo di crescita dimensionale, ad esempio attraverso operazioni di M&A.

In entrambi i casi l'interesse degli investitori è tipicamente di natura finanziaria e consiste nella possibilità di ottenere una plusvalenza sul capitale investito grazie alla cessione delle partecipazioni acquisite in una società ad alto potenziale, dopo aver apportato competenze e aver contribuito al suo sviluppo.

In paesi come l'Italia, caratterizzati da un tessuto industriale composto da piccole e medie imprese, a conduzione prevalentemente familiare, con relativi problemi di successione e di accesso al credito, il Private Equity è diventato uno strumento di trasformazione e sviluppo di queste imprese. Per le PMI, aprire il capitale ad operatori di Private Equity, significa disporre di un miglior bilanciamento delle fonti di finanziamento. Si sostituiscono, così, le linee di indebitamento a breve termine con capitale a medio – lungo termine (l'equity). Tutto ciò attribuisce alle PMI maggiore visibilità sui mercati internazionali, maggiore propensione agli investimenti e una migliore competitività. I fondi di Private

Equity sono in grado di apportare competenze manageriali e uno strategico network di relazioni, attraverso cui le PMI possono cogliere al meglio le opportunità che le si presentano. Non è un caso che più di 20mila PMI europee abbiano aperto il proprio capitale a fondi di Private Equity.

LA QUOTAZIONE

La quotazione rappresenta un passaggio importante per le imprese italiane che intendono finanziare la propria crescita, diversificare le fonti di finanziamento, favorire il passaggio generazionale, aumentare la competitività e attrarre liquidità e risorse qualificate.

Il consolidamento patrimoniale agevolato dalla quotazione in Borsa può, infatti, fornire alle PMI italiane quelle risorse che consentono loro, più che di diventare oggetto di acquisizioni, di essere protagoniste sul mercato M&A a livello internazionale.

Capitolo secondo – Le operazioni di M&A

CRESCITA ORGANICA

La crescita per linee interne, o crescita organica, è una strategia che si realizza attraverso gli investimenti sulle risorse già presenti all'interno dell'organizzazione che progressivamente consentono all'impresa di aumentare la dimensione del business in cui opera, ampliando i confini prodotto/mercato.

Tra i vantaggi delle strategie di crescita organica si può annoverare il trasferimento di risorse immateriali critiche, come il *know how* tecnologico, che è facilitato grazie all'impiego di capitale umano nella stessa organizzazione. Inoltre, lo sfruttamento di queste risorse interne, nello sviluppo di un nuovo business, favorisce la creazione e il rafforzamento della cultura imprenditoriale. Altro vantaggio da considerare è rappresentato dal fatto che la crescita endogena è caratterizzata da investimenti graduali che consentono all'impresa di avere il pieno controllo di tutto il processo di creazione di valore.

Tra gli svantaggi, invece, il più evidente è sicuramente relativo al fattore tempo. Infatti, l'implementazione di tali strategie richiede tempistiche lunghe per acquisire le competenze ed essere

competitivi. Questo è un elemento decisamente sfavorevole se si considera che nei contesti settoriali moderni un eventuale ritardo nell'investimento può provocare la perdita di opportunità di business. Altro svantaggio è sicuramente dato dalla possibilità che l'impresa riscontri forti carenze sotto il profilo delle risorse tecnologiche a disposizione, delle competenze manageriali, o comunque di risorse critiche per il successo del nuovo business.

CRESCITA INORGANICA

Per superare i limiti propri della crescita organica, le imprese perseguono una crescita per linee esterne, o crescita inorganica. La crescita esterna consiste nel ricercare assets strategici al di fuori della propria organizzazione mirando alla creazione di valore sinergico.

In un mercato globale in cui le imprese sono sempre più interconnesse e interdipendenti, ad esempio per quanto riguarda il possesso di tecnologie, il modello gerarchico di integrazione verticale sembra essere sempre meno adottato in favore di un continuo accesso a fonti di approvvigionamento esterne che, attraverso strategie di collaborazione con altri partner, consentono alle imprese di condividere risorse e conoscenze, promuovere processi innovativi e puntare all'ottenimento di un vantaggio competitivo sostenibile e alla creazione di valore condiviso. Infatti, se da un lato lo sviluppo interno permette alle imprese di controllare e comprendere meglio l'utilizzo di una tecnologia dominante, dall'altro lato queste imprese rischiano di tagliarsi fuori dal flusso tecnologico presente all'esterno della propria organizzazione.

Vi sono diverse ragioni alla base di una scelta di crescita esogena:

- Economie di scala, di scopo e di specializzazione: attraverso le collaborazioni con partner esterni le imprese raggiungono più facilmente quelle soglie minime di investimento in risorse, funzionali al miglioramento delle performance e all'insediamento in mercati altamente competitivi; inoltre, l'accesso a risorse e conoscenze complementari consentono la creazione di nuove competenze distintive, in grado di supportare strategie di diversificazione di prodotto o di mercato.

- Ampliamento della base di risorse e competenze: tramite le partnership, le imprese possono avere accesso a nuove fonti di base tecnologica per sviluppare nuove competenze e integrarle con quelle già presenti internamente.
- Condivisione di costi e rischi: attivando delle strategie di collaborazione, l'impresa riduce i costi dell'investimento, e i rischi ad esso associati, di fatto condividendo l'impegno assunto con il partner.

Oltre a queste tre importanti motivazioni, ciò che spinge un'impresa a rivolgersi a partner esterni per attuare strategie di crescita è sicuramente legato al tempo entro cui poter essere competitivi. Infatti, mentre la crescita organica prevede investimenti gradualmente che matureranno i propri frutti nel tempo e con un grado di incertezza del risultato da non sottovalutare, la crescita inorganica riduce notevolmente le tempistiche in cui l'impresa riesce a migliorare le proprie performance e, inoltre, fornisce un risultato più certo, in quanto basato sull'acquisizione di risorse e tecnologie già testate sul mercato.

Per quanto riguarda le tipologie di partnership che un'impresa può considerare nell'attuare una strategia di crescita inorganica, si evidenziano i principali modelli di collaborazione strategica, partendo da quelli più vicini al mercato finendo per descrivere i modelli più gerarchici:

- Accordi contrattuali: si tratta di contratti attraverso cui un'impresa può accedere al patrimonio di risorse di altre imprese minimizzando i tempi. Le parti contraenti rimangono giuridicamente indipendenti. I contratti più diffusi sono:
- Il Franchising: forma di collaborazione commerciale secondo cui un soggetto, definito franchisor, concede ad un terzo, franchisee, il diritto ad utilizzare (dietro corrispettivo) la propria ragione sociale e/o il proprio marchio per la commercializzazione di prodotti o servizi. Il franchisor vigila sulle attività del franchisee, fornendo, se necessario, assistenza tecnica e consulenza, per assicurarsi che quest'ultimo rispetti gli standard di qualità e i modelli di produzione e gestione definiti dal franchisor.

- Il Licensing: contratto in base al quale un soggetto licenziante (licensor) concede a un soggetto licenziatario (licensee) il diritto di sfruttare, in un contesto territoriale stabilito, determinati prodotti o assets (materiali o immateriali) di sua proprietà. Anche in questo caso, a fronte di tale diritto, il licenziatario si impegna a corrispondere al licenziante delle royalties legate ai risultati conseguiti.
- Alleanze strategiche: forme organizzative di tipo ibrido perché si collocano al centro tra le due soluzioni alternative, il mercato e la gerarchia. Le imprese partner rimangono distinte dal punto di vista giuridico ma si alleano per conseguire obiettivi di medio-lungo periodo. Tra queste forme di collaborazione individuiamo gli accordi di tipo equity: essi prevedono un coinvolgimento congiunto dei partner nella creazione di una nuova impresa con autonomia giuridica, nella quale gli stessi detengono quote di capitale.

La forma di alleanza strategica più diffusa e più impegnativa da un punto di vista finanziario, strategico ed organizzativo è rappresentata dalle joint venture. Esse, infatti, sono accordi di natura societaria in cui le imprese sono più coinvolte di quanto non lo siano in un semplice contratto, e meno rispetto a partnership come fusioni e acquisizioni. Anche in tal caso, le parti costituiscono una nuova società con autonomia giuridica, apportando le proprie conoscenze e le proprie risorse per perseguire un obiettivo comune. Storicamente le joint venture cessano di esistere quando l'obiettivo è stato raggiunto o quando una delle parti acquisisce le quote che la controparte possiede nella joint venture.

- Fusioni e acquisizioni: si tratta della strategia di crescita esterna più impegnativa dal punto di vista finanziario e più stravolgente dal punto di vista organizzativo. Attraverso queste operazioni, infatti, due società si fondono diventando un'unica realtà giuridico-organizzativa. Esse vengono inquadrate come operazioni di finanza straordinaria in quanto prevedono la modifica dello statuto societario.

LE OPERAZIONI DI FUSIONE E ACQUISIZIONE

Le operazioni di *Mergers and Acquisitions*, più comunemente conosciute con l'acronimo inglese M&A, indicano un insieme di operazioni di finanza straordinaria che hanno come obiettivo quello di creare valore aziendale attraverso la modificazione dell'assetto societario e operativo dell'impresa. I principali meccanismi attraverso cui la proprietà di una società quotata può cambiare sono due: l'acquisizione dell'impresa *target* ad opera di un'altra impresa, e la fusione dell'impresa *target* con un'altra impresa. In entrambi i casi l'acquirente subentra nelle attività o nel capitale sociale dell'impresa *target* attraverso l'utilizzo di contanti o di altri strumenti finanziari come le azioni. Nel gergo finanziario, solitamente, per acquisizione si intende l'operazione conclusasi tramite il pagamento in contanti, mentre per fusione quella avvenuta tramite scambio di azioni.

LE FUSIONI

Secondo l'articolo 2501 del Codice civile "la fusione di più società può eseguirsi mediante la costituzione di una nuova società, o mediante l'incorporazione in una società di una o più altre". In ogni caso la fusione è uno strumento di concentrazione tra imprese e comporta l'unione tra più aziende in un unico soggetto giuridico. Pertanto, ci sono due tipologie di fusione: la fusione propria e la fusione per incorporazione (*merger*). Con la prima gli attori coinvolti costituiscono ex novo una società detta *newco*. Essa rimpiazzerà le imprese preesistenti, le quali cesseranno di esistere.

Con la fusione per incorporazione, invece, una o più imprese vengono incorporate da un'altra. In tal caso, dunque, l'azienda incorporante manterrà la propria personalità giuridica, mentre ciò non accadrà per le imprese incorporate.

Nella fusione propria i soci delle imprese estinte otterranno, in cambio delle vecchie azioni, le azioni o quote di partecipazione della nuova società in base ad un rapporto di cambio prestabilito. Nella fusione per incorporazione, invece, l'impresa incorporante delibera un aumento di capitale e le azioni di nuova emissione saranno assegnate ai soci delle imprese incorporate.

LE ACQUISIZIONI

Con l'acquisizione una società ottiene il controllo di un'altra impresa che manterrà la propria autonomia giuridica. La società acquirente acquista quote o azioni del capitale sociale di un'altra impresa dietro corrispettivo in denaro, o, più raramente, attraverso lo scambio di azioni o altri strumenti finanziari. In base alla partecipazione acquisita dall'impresa *bidder*, le acquisizioni possono essere: totalitarie, nel caso in cui si procede all'acquisto del 100% del capitale sociale della *target*; oppure di maggioranza, qualora si acquisti più del 50% del capitale sociale della *target*.

Le acquisizioni rappresentano una modalità per perseguire obiettivi strategici e di crescita dimensionale, i quali possono essere raggiunti in un lasso temporale molto più breve rispetto alle strategie di crescita interna.

Gli obiettivi delle acquisizioni sono legati alla creazione di valore sinergico, grazie all'integrazione di attività e risorse fungibili che consentono una notevole riduzione dei costi e un aumento dei ricavi.

LE ECONOMIE OPERATIVE

Attraverso un'operazione di M&A un'impresa può trarre benefici da economie di scala, ovvero risparmi dovuti alla riduzione dei costi grazie all'aumento dei volumi di produzione. L'aumento della produzione consente all'impresa di spalmare i costi fissi e ridurre i costi unitari. Le economie di scala rappresentano benefici rilevanti soprattutto nei settori *capital intensive*. La maggiore dimensione acquisita dall'impresa può anche migliorare il potere contrattuale nei confronti dei fornitori, permettendo di ottenere migliori condizioni nei contratti. Altro vantaggio tra le economie operative è rappresentato dalle economie di scopo, o di ampiezza. Esse consistono in un risparmio derivante dalla produzione congiunta di due o più prodotti correlati attraverso l'utilizzo delle medesime risorse.

Ultima categoria facente parte delle economie operative è rappresentata dalle economie di integrazione verticale, generate da acquisizioni verticali. Il principale beneficio dell'integrazione verticale è dato dall'ottenimento di un maggior controllo sulla filiera produttiva, grazie all'internalizzazione di attività poste a monte o a valle della catena del valore.

Integrando verticalmente l'impresa riuscirà ad eliminare i costi di transazione e ad ottenere una maggiore coordinazione tra le attività del processo produttivo.

LE ECONOMIE FINANZIARIE E LE SINERGIE FISCALI

Le economie finanziarie si traducono in un aumento della capacità di indebitamento e in una riduzione di costi di finanziamento dell'impresa incorporante. Infatti, acquisendo un'impresa meno indebitata, l'impresa *bidder* può migliorare la propria esposizione debitoria, aumentando la leva finanziaria, riducendo il costo del capitale e ottenendo così delle sinergie finanziarie.

A tal proposito, un'impresa può effettuare operazioni di M&A nell'ottica di una strategia di diversificazione. I benefici della diversificazione sono: riduzione del rischio, minore costo del debito o maggiore capacità di indebitamento, aumento della liquidità.

Per quanto riguarda le sinergie fiscali, un'impresa diversificata può ottenere un vantaggio fiscale compensando le perdite di una divisione con i profitti di un'altra.

ELIMINAZIONE DELLE INEFFICIENZE

Un'altra motivazione da considerare quando si valutano operazioni di acquisizione è la possibilità di ottimizzare l'efficienza dell'organizzazione, grazie alla eliminazione di duplicazione di costi, oppure la possibilità di eliminare le inefficienze dell'impresa *target*.

INCREMENTO DEL POTERE DI MERCATO

L'acquisizione di un importante concorrente consente all'impresa di ridurre la competizione nel settore, quindi aumentare i profitti grazie al conseguimento di rendite di monopolio. In questo modo la società acquirente può ottenere un potere di mercato determinante che le consente di imporre, ad esempio, prezzi predatori e, quindi, al di sopra dei livelli competitivi.

GLI SVANTAGGI DELL'M&A

Il primo svantaggio di un'operazione di M&A è dato dal costo dell'acquisizione. Spesso, soprattutto quando si tratta di un'acquisizione ostile o quando si commettono errori in fase di valutazione, l'impresa acquirente può pagare un premio per l'acquisizione eccessivo.

Può succedere, infatti, che le sinergie risultanti dall'operazione vengano sovrastimate e questo naturalmente incide sul prezzo che verrà pagato per portare a termine l'acquisizione.

Altro possibile svantaggio che può manifestarsi a seguito di un'operazione di fusione o acquisizione è rappresentato dalla perdita di flessibilità da parte della nuova organizzazione che si è venuta a creare.

Infine, ultimo svantaggio da considerare è quello che più comunemente determina l'insuccesso di un'operazione di M&A, e cioè quello relativo ai problemi di integrazione.

LE TIPOLOGIE DI M&A

Possiamo distinguere le operazioni di M&A in base al settore di appartenenza dell'impresa *target*: se acquirente e *target* operano nello stesso settore, si parla di M&A orizzontale; se la *target* opera in un settore che si trova a monte o a valle dell'attività svolta dall'acquirente, e, quindi, se la *target* è un fornitore o un cliente dell'impresa acquirente, si parla di M&A verticale. Queste due prime tipologie sono anche conosciute come operazioni correlate.

Nel caso in cui le due imprese operino in settori non correlati, l'operazione verrà definita come una M&A conglomerale.

Un'altra distinzione che si può fare quando si tratta del tema dell'M&A è sicuramente quella tra le operazioni domestiche e le operazioni *cross border*, o transnazionali. Rientrano tra le prime tutte le operazioni di fusione e acquisizione che si concludono tra società appartenenti allo stesso paese. Vengono definite operazioni *cross border*, invece, quelle operazioni in cui i paesi di provenienza delle due società coinvolte non coincidono.

Concentrando l'analisi sulle società quotate, possiamo distinguere altre due tipologie di operazioni: le acquisizioni amichevoli e le acquisizioni ostili (o *takeover* ostili).

In un *takeover* amichevole il consiglio di amministrazione (cda) della società *target* sostiene l'operazione, tratta con i potenziali acquirenti e trova l'accordo su un prezzo che sarà sottoposto al voto degli azionisti.

In un *takeover* ostile, invece, il management dell'impresa obiettivo dell'acquisizione è contrario all'operazione o non ne è a conoscenza.

TREND RECENTI DEL MERCATO M&A E PROSPETTIVE FUTURE

A livello globale, il mercato M&A nel 2019 ha registrato la chiusura di circa 36.800 operazioni (secondo risultato migliore di sempre) e controvalori per oltre 3.100 miliardi di dollari, il 12% in meno rispetto al 2018, risultato dovuto ad un numero ridotto di *mega deal*.

Il mercato italiano, dopo anni di crescita più o meno continua, chiude un 2019 in forte frenata. Infatti, nonostante sia aumentato il numero di operazioni concluse, portando ad un nuovo massimo storico per quanto riguarda i volumi (circa 1000 transazioni), si è assistito ad un netto calo in termini di controvalori: 37,8 miliardi di euro.

Segnali positivi arrivano invece dalle PMI italiane, le quali stanno accelerando i trend di utilizzo dell'M&A come leva strategica per la crescita, come dimostrato dall'aumento del numero di operazioni dal valore più contenuto.

Si tratta spesso di operazioni di piccola taglia ma che denotano un atteggiamento imprenditoriale orientato alla crescita. Gli imprenditori italiani si stanno rendendo conto che la dimensione è una variabile strategica per la competitività e che l'M&A accelera i percorsi di crescita e di internazionalizzazione.

Il 2020 è stato un anno caratterizzato da un andamento poco lineare, naturalmente influenzato dall'impatto che ha avuto la pandemia globale sull'economia in generale. Nonostante ciò, il mercato M&A, pur riscontrando un calo sia in termini di volumi che di controvalori, ha saputo resistere agli effetti disastrosi del Covid-19, grazie ad un inizio e una fine dell'anno molto positivi.

Il periodo più difficile dell'anno per le attività di M&A è stato sicuramente quello tra Aprile e Settembre 2020, in cui si è assistito ad un vero e proprio blocco delle operazioni a causa dei lockdown imposti nei vari paesi.

Se consideriamo i vent'anni di questo nuovo millennio possiamo identificare due differenti trend che hanno caratterizzato l'evoluzione del mercato M&A italiano. Nel primo decennio (2001-2010) si sono

realizzate complessivamente 4.246 operazioni per un controvalore totale di 708 miliardi di euro, mentre nel secondo decennio si sono concluse 6.780 transazioni dal valore complessivo di 486 miliardi di euro. Si può notare, dunque, una riduzione dei controvalori a fronte di un aumento dei volumi. La causa dei valori decrescenti è imputabile agli effetti della crisi del 2008, che in Italia si sono manifestati soprattutto negli anni successivi; diversamente, l'aumento del numero di transazioni effettuate è generato dall'effetto della democratizzazione del mercato M&A italiano, che, dal 2011 al 2020 ha visto sempre più protagoniste le PMI.

Da quanto emerge dal report periodico Horizons di BDO l'inizio del 2021 ha rispettato le aspettative e ha registrato dati incoraggianti. Nel primo trimestre il mercato globale M&A ha mostrato una crescita di circa il 30% rispetto al 2020 e dell'11% rispetto al 2019, registrando controvalori per 178 miliardi di dollari e poco meno di 1.700 operazioni concluse. Questi risultati mettono in luce l'ampia disponibilità di capitali presenti sul mercato da impiegare in operazioni di M&A, elemento che consente di essere ottimisti anche sulle previsioni relative al prosieguo dell'anno.

In Italia, il primo trimestre di attività si è rivelato ancora più promettente, esprimendo un boom dell'M&A che si traduce in un aumento delle operazioni del 161%, con 232 transazioni concluse per 26,4 miliardi di euro. I dati sono influenzati dall'effetto dell'operazione Stellantis, oltre al forte attivismo delle PMI.

L'evoluzione del mercato M&A italiano, che prevede per il 2021 oltre 1.000 operazioni, va di pari passo con una cultura di impresa più aperta al mercato. La finanza straordinaria può rappresentare per gli imprenditori italiani un'importante spinta per la crescita, ma senza i capitali adeguati a supporto non si riesce ad essere competitivi. L'apporto di nuove risorse è sicuramente un'opportunità, vista la sottocapitalizzazione del tessuto produttivo italiano, in quanto spesso insieme ai capitali arrivano anche le competenze

Capitolo terzo – Le fasi del processo e i metodi di valutazione

SELEZIONE

La selezione prende origine dall'identificazione di un bisogno o di un'opportunità strategica per l'impresa bidder. In questa fase preliminare l'impresa identifica: le necessità interne, definendo i vantaggi che può fornire un'acquisizione rispetto ad altre alternative strategiche; i trend di mercato che rendono favorevole un'operazione di M&A; le risorse a disposizione per avviare il processo o quelle reperibili tramite fonti di finanziamento.

Una volta identificate le necessità, l'impresa ha ben chiare quali sono le caratteristiche da ricercare nella target (settore di appartenenza e performance storiche) e le tempistiche entro cui intende portare a termine l'operazione.

Questa fase di esplorazione termina con l'identificazione di un ampio numero di potenziali target che saranno sottoposti ad ulteriore verifica da parte del management, il quale si occuperà di selezionare le alternative più interessanti e che più si avvicinano ai parametri del prototipo di target ideale.

L'impresa prende contatti con ciascuna target e giungendo a stilare una *short list* delle imprese che hanno reagito positivamente manifestando interesse nell'operazione.

A questo punto prende avvio un processo di valutazione più accurato delle società inserite nella *short list*, sviluppato sulla base di nuove informazioni fornite direttamente dall'impresa target.

Sulla base di tali informazioni l'impresa bidder intraprende il processo di valutazione per stabilire un range di prezzo su cui avviare in seguito le trattative di negoziazione.

VALUTAZIONE

L'impresa bidder approfondisce il processo di valutazione già avviato nella fase di selezione e finalizzato a determinare il capitale economico dell'azienda, quindi ad attribuire un valore economico al suo capitale proprio.

Le stime del capitale devono seguire un principio di neutralità per essere quanto più possibilmente obiettive e prescindere da criteri di carattere soggettivo e dalla considerazione dei fattori di rischio che caratterizzano la società oggetto della valutazione.

Per giungere alla definizione di un prezzo da proporre in fase di negoziazione, bisogna prima di tutto effettuare un'analisi dettagliata della situazione patrimoniale della società target e delle sue performance economico-finanziarie, sia storiche che riguardanti le prospettive future (valore della target *stand alone*); dopo di che, in base anche alle aspettative e ai benefici attesi di venditore e acquirente, vengono espresse considerazioni personali ed effettuate valutazioni soggettive in merito alla quantificazione delle sinergie che si vogliono ottenere dall'operazione. Queste seconde considerazioni vanno a definire il cosiddetto "premio di acquisizione", che rappresenta il sovrapprezzo che un acquirente è disposto a pagare per ottenere il controllo della società target e beneficiare delle sinergie.

NEGOZIAZIONE

La fase di negoziazione si apre con un confronto tra le parti coinvolte nell'operazione, al termine del quale la società bidder formalizza lo stato delle trattative redigendo un documento, chiamato "Lettera di intenti" (*letter of intent o LOI*).

Questo documento contiene:

- La conferma dell'interesse da parte dell'acquirente a proseguire le negoziazioni;
- L'indicazione di un prezzo considerato accettabile dalle parti;
- L'esplicitazione delle tempistiche entro cui portare a termine l'operazione;
- L'identificazione di eventuali condizioni sospensive o ostative per il completamento dell'operazione.

Ciascuna LOI viene inviata dalla società acquirente alla target, la quale la accetta prima di proseguire le trattative. Generalmente la lettera di intenti prevede un periodo di esclusiva che impedisce ad altre imprese di proporre offerte per acquistare l'impresa target.

La predisposizione della LOI dà vita ad una nuova fase della negoziazione.

Questa seconda fase di negoziazione viene formalizzata in un nuovo documento, chiamato "Offerta non vincolante" (*non-binding offer*). Tale documento rappresenta un'offerta non vincolante per le

parti in quanto la società acquirente deve portare a termine le attività di Due Diligence prima di ufficializzare l'offerta.

Nel caso in cui la fase di negoziazione vada a buon fine si arriverà alla stipulazione dell'atto formale del *signing*, ovvero il contratto di compravendita (*Sales Purchase Agreement*, o *SPA*).

Nel caso in cui, invece, durante la negoziazione si interrompono le trattative, la società acquirente dovrà riprendere la *short-list* per avviare una nuova fase di negoziazione con un'altra società target.

LA DUE DILIGENCE

La Due Diligence rappresenta il complesso di attività volte ad analizzare ed investigare tutti i fattori di rischio che possono minare il successo di un'operazione di M&A. L'obiettivo di tali attività è quello di ridurre le asimmetrie informative relative alle operazioni straordinarie. La Due Diligence contribuisce ad individuare tutte le criticità e opportunità che caratterizzano l'operazione e che possono influenzare le condizioni poste per la sua conclusione.

Essa viene solitamente condotta dalla parte acquirente una volta che sono stati stabiliti i requisiti minimi dell'operazione e una volta che le parti abbiano manifestato le proprie volontà redigendo il documento di offerta non vincolante.

Per assecondare le nuove esigenze del mercato, *Ernst & Young* ha sperimentato un metodo innovativo, la "Transaction Diligence", volto a fornire all'impresa bidder un'analisi completa delle performance dell'impresa target, con un focus bilanciato tra risultati storici e prospettive future.

INTEGRAZIONE

Il successo di un'operazione di M&A non dipende soltanto dalle capacità negoziali delle parti o dei loro consulenti, né dall'individuazione del giusto prezzo di acquisizione, tuttavia, generalmente i processi di acquisizione generano gli effetti desiderati se il management della società acquirente gestirà in modo efficace la fase di integrazione con l'impresa acquisita (*post merger integration*). Ci troviamo dunque all'ultimo stadio di un M&A, la fase in cui si manifestano le maggiori criticità per il buon esito dell'operazione.

Risulta evidente che bisogna condurre quest'ultima fase del processo con la massima attenzione da parte del management della società acquirente, con il coinvolgimento anche dei manager della società target, qualora i suoi azionisti rimangano soci dopo l'operazione.

I METODI DI VALUTAZIONE

La valutazione è una delle fasi più critiche nell'implementazione dei progetti di M&A e nei processi decisionali aziendali in generale. In particolare, il valore teorico di un'impresa è il parametro sul quale le controparti basano le loro aspettative. Il prezzo finale può certamente differire in maniera significativa rispetto al valore di riferimento teorico, dipendendo da altri aspetti che prescindono dal mero valore "stand alone" (come le sinergie, le condizioni di mercato etc.). Il prezzo stimato mostra un livello significativo di soggettività.

Distinguiamo gli approcci analitici, che studiano le grandezze aziendali attraverso lo studio delle performance passate e la stima di quelle future, dai metodi di mercato che, invece, identificano il valore dell'impresa comparandola con altre aziende nel mercato.

È possibile dividere le metodologie applicabili in: metodi finanziari, metodi di mercato, metodi patrimoniali, metodi reddituali e metodi misti.

METODI FINANZIARI

La logica teorica alla base di questi metodi è che il valore in una determinata data può essere rappresentato dai flussi di cassa che saranno prodotti dall'impresa durante la sua vita futura, opportunamente scontati per riflettere il tempo e i fattori di rischio.

Il principale metodo finanziario è rappresentato dal *Discounted Cash Flow method*, *DCF* (metodo dei flussi di cassa scontati). Il metodo DCF assume che il valore di un'impresa sia pari alla somma dei flussi di cassa operativi (FCF), generati nell'orizzonte temporale previsto per l'investimento, e del *Terminal Value (TV)*, che rappresenta il valore al termine dell'orizzonte temporale. Entrambi gli elementi sono attualizzati ad un opportuno tasso prescelto (k), il quale riflette l'adeguata rischiosità dei cash flows previsti dall'investimento.

Il valore calcolato corrisponde al valore di mercato delle attività di impresa (Enterprise Value), al quale, per calcolare il valore di mercato della società (Equity Value), bisogna detrarre la posizione finanziaria netta (PFN) che corrisponde alla differenza tra le passività finanziarie e le attività finanziarie, compresa la liquidità.

METODO DEI MULTIPLI DI MERCATO E DELLE TRANSAZIONI COMPARABILI

Secondo questo metodo, il valore d'impresa di una società è determinato sulla base di multipli di alcune misure chiave dell'economia aziendale (EBITDA o altri parametri economico-patrimoniali) che sono espresse dal mercato e si riferiscono a società quotate (*peer group*) e operanti negli stessi settori della società oggetto di valutazione.

Il metodo delle transazioni comparabili (*Transaction or Deal Comparables Method*) rientra nei metodi di mercato ed è equivalente al metodo dei multipli, sebbene l'approccio sia leggermente diverso. Tale metodo, per effettuare la valutazione, prende come riferimento i dati utilizzati per transazioni recentemente avvenute e che hanno avuto ad oggetto società ritenute comparabili a quella per cui si intende procedere alla valutazione.

METODI PATRIMONIALI

L'approccio patrimoniale è fondato sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo.

METODI REDDITUALI

A differenza dei metodi patrimoniali, che analizzano grandezze stock cumulatesi in passato in azienda, i metodi reddituali (come quelli finanziari) pervengono alla stima del capitale economico considerando la redditività che l'impresa è in grado di generare in futuro.

METODO EVA

L'EVA può essere descritto come un metodo di valutazione della performance aziendale e, a differenza degli indicatori di performance come ROI e ROE, considera anche il costo del capitale.

La caratteristica dell'EVA è quella di utilizzare componenti di reddito e del capitale investito ampiamente modificate al fine di ottenere un valore del capitale investito rettificato e un reddito

normalizzato, rispetto al reddito operativo. Questa metodologia tiene in considerazione sia l'elemento di obiettività e dimostrabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, sia i flussi reddituali futuri.

CONSIDERAZIONI FINALI

Il metodo patrimoniale, infatti, si basa sulla stima di grandezze economiche passate senza considerare la capacità dell'impresa di generare reddito futuro.

I metodi dei multipli di mercato e delle transazioni comparabili hanno il vantaggio di basarsi sui prezzi correnti di aziende realmente esistenti piuttosto che su previsioni di flussi di cassa futuri che possono essere inesatte.

Il metodo dei flussi di cassa scontati ha il vantaggio di incorporare informazioni specifiche sul costo del capitale e sulla crescita futura dell'azienda.

Infine, per quanto riguarda il confronto tra metodi finanziari e metodi reddituali, i sostenitori dei metodi finanziari, e quindi del metodo DCF, considerano le valutazioni effettuate attraverso i metodi reddituali non espressive della ricchezza che un'impresa è in grado di produrre. Viceversa, i sostenitori dei metodi reddituali evidenziano i forti limiti nell'applicazione dei metodi finanziari, eccessivamente influenzati da assunzioni soggettive che possono portare alla distorsione delle valutazioni.

Capitolo quarto – Il programma Elite e il caso Wiit s.p.a

PROGRAMMA ELITE

Elite è un programma di Borsa Italiana e una piattaforma di servizi integrati creata con l'intento di accompagnare le PMI italiane nei loro percorsi di crescita. Il fine di Elite è quello di supportare e promuovere lo sviluppo organizzativo delle PMI più meritevoli, aiutandole a raggiungere una dimensione competitiva globale che consenta loro di essere capaci di attrarre gli investitori e di essere più conosciute sul mercato.

Per aderire al progetto Elite, oltre al pagamento di un canone annuale di 10.000 euro, le aziende devono rispettare degli standard economici stabiliti da Borsa Italiana.

- Un fatturato minimo di 10 milioni di euro, oppure un fatturato minimo di 5 milioni di euro e una crescita del 15% nell'ultimo anno;
- Un risultato operativo maggiore del 5% del fatturato;
- Aver conseguito un utile di esercizio nell'ultimo bilancio regolarmente approvato.

Il programma Elite prevede un percorso articolato in tre fasi: la preparazione “*get ready*”, l'allenamento “*get fit*” e la valutazione della società “*get value*”.

Nella prima fase la società aderente al progetto inizia un percorso di training che ha lo scopo di allineare l'organizzazione ad obiettivi di sviluppo e di cambiamento.

Nella seconda fase, *get fit*, le società vengono affiancate da un Elite Team, composto da professionisti altamente qualificati *partner* di Borsa Italiana, che conduce un percorso di training finalizzato all'implementazione di tutti i cambiamenti ritenuti necessari per sviluppare al meglio il progetto di crescita aziendale.

L'ultima fase, chiamata *get value*, riguarda la possibilità per l'impresa di aumentare la propria visibilità presso la comunità nazionale ed internazionale di investitori finanziari grazie al network di attori messo a disposizione da Borsa Italiana.

Secondo i vertici di Elite, le aziende che hanno aderito al programma sono quelle più resilienti all'epidemia da Covid-19; inoltre, esse negli ultimi 5 anni hanno registrato una crescita dei ricavi del 77%, dei margini EBITDA del 74% e del numero dei dipendenti del 78%. Tuttavia, ci sono altre 2.300 PMI che hanno un alto potenziale di crescita ancora da esprimere e che potrebbero prendere parte al programma Elite.

La pandemia ha messo in risalto l'esigenza da parte delle PMI di compiere un avanzamento culturale evidenziando ancora di più l'importanza di avere una strategia chiara e orientata verso processi di internazionalizzazione che consentano di diversificare i mercati, così da essere più preparati in caso di altri shock macroeconomici. Per intraprendere percorsi di crescita dimensionali bisogna essere consapevoli degli strumenti di finanza alternativa che permettono di diversificare, in modo sostenibile, le fonti di finanziamento.

IL MERCATO DEL CLOUD COMPUTING

La prima definizione che possiamo fornire a proposito del Cloud Computing è quella data dal NIST (*National Institute for Standards and Technology*) che lo definisce, sotto il profilo tecnologico, come un insieme di servizi ICT accessibili *on-demand* e in modalità *self-service* tramite tecnologie Internet, basati su risorse condivise, rapida scalabilità e dalla misurabilità puntuale dei livelli di performance.

In sintesi, i quattro grandi vantaggi del Cloud generabili per le realtà aziendali sono:

- **Agilità e flessibilità:** i sistemi aziendali diventano scalabili in base alle variazioni di mercato e alle opportunità di business;
- **Riduzione del *time-to-market* della digitalizzazione,** grazie ad un accesso più rapido a tecnologie sofisticate: il personale dedicato alle funzioni IT non deve più preoccuparsi della gestione dell'infrastruttura IT, ma può concentrarsi sui processi di innovazione tecnologica. Questo rende l'azienda più competitiva;
- **Riduzione dei costi:** il Cloud consente di eliminare i costi relativi alla gestione dell'infrastruttura fisica (anche in termini di personale dedicato), oltre ai costi generati dall'interruzione delle attività di business.
- **Sicurezza e affidabilità:** i servizi Cloud riducono il rischio di un sovraccarico di dati e la sicurezza e la qualità sono garantite dal fornitore stesso

Distinguiamo tre tipologie di servizi: il SaaS (*Software as a Service*), il PaaS (*Platform as a Service*) e lo IaaS (*Infrastructure as a Service*).

Il SaaS consente agli utenti di utilizzare applicazioni già pronte all'uso e offerte dal *provider* tramite una connessione a Internet che permette di collegarsi ad un'infrastruttura Cloud gestita dallo stesso *provider*.

Con i servizi PaaS il *provider* fornisce all'utente piattaforme preconfigurate su cui egli può sviluppare, testare ed erogare applicazioni, basate sul Cloud, per uso aziendale o da vendere ai propri clienti.

Il modello IaaS mette a disposizione risorse hardware virtualizzate, ovvero risorse di calcolo che consentono all'utente di creare e gestire una propria infrastruttura sul Cloud.

La seconda classificazione che è possibile fare in tema di servizi Cloud riguarda le relative modalità di implementazione e distribuzione. Distinguiamo, dunque: Cloud privato, Cloud pubblico e community Cloud.

Un Cloud privato è un servizio Cloud offerto esclusivamente a un'organizzazione.

Il Cloud pubblico è un servizio di Cloud Computing offerto a più clienti da un *provider* che ha la proprietà dell'infrastruttura.

Il community Cloud prevede che l'infrastruttura sia condivisa da un numero limitato di organizzazioni, appunto una comunità.

Il 2018 e il 2019 sono stati gli anni della “migrazione ibrida”, che rappresenta un successivo stadio di evoluzione delle tecnologie Cloud. Il Cloud ibrido è l'architettura informatica a cui le imprese devono mirare per affrontare quest'epoca di trasformazione digitale. L'Hybrid Cloud può essere definito come un ambiente di Cloud Computing che si serve di un mix di servizi Cloud locali, privati e pubblici, rappresentando il punto di incontro tra i due tradizionali modelli, quello pubblico e quello privato.

Le recenti tendenze stanno indirizzando il mercato del Cloud Computing verso una soluzione ancora più innovativa che garantisce maggiori funzionalità e opportunità, il Multi-Cloud. Una soluzione Multi-Cloud, seppur concettualmente molto affine a quella di un Cloud ibrido, rappresenta, in realtà, una sua evoluzione. Un'azienda che adotta un approccio Multi-Cloud utilizza più servizi di Cloud pubblico, ciascuno gestito da un fornitore diverso.

Lo scenario attuale mostra che il processo di trasformazione digitale sta spingendo le imprese verso l'utilizzo di un modello Cloud più personalizzato rispetto alle esigenze delle imprese. In quest'ottica, le due tipologie di servizi appena descritte, il Cloud ibrido e il Multi-Cloud, rappresentano le soluzioni ottimali.

In conclusione, con l'introduzione e la diffusione di queste nuove soluzioni innovative, il Cloud Computing non si limita più a supportare una specifica parte delle applicazioni aziendali, ma penetrerebbe sempre più all'interno del core business aziendale, andando a sostituire o ad integrare i data center on-premise.

L'emergenza Covid-19 ha spinto anche le PMI ad adottare soluzioni Cloud: la percentuale di imprese di piccola e media dimensione che utilizza servizi Cloud era ferma da anni al 30%, ma nell'ultimo anno è arrivata al 42%. Anche le PMI più scettiche e meno evolute dal punto di vista digitale sono state costrette ad adeguarsi a soluzioni Cloud per garantire la continuità delle proprie attività aziendali. Nonostante ciò, esse continuano ad essere preoccupate per la sicurezza dei dati, l'inaffidabilità della rete e per la complessità di gestione, oltre ad essere caratterizzate da una mancanza di competenze specifiche in applicazioni Cloud.

Il rischio è che il gap culturale e infrastrutturale di cui soffrono le PMI possa continuare ad incidere negativamente sull'evoluzione dei prossimi anni. In questo caso, gli sforzi fatti in risposta alla pandemia potrebbero essere vanificati. Serve una consapevolezza e una visione strategica di lungo periodo che consideri il passaggio al digitale come elemento sempre più centrale e l'adozione di soluzioni Cloud come strumento per migliorare il business dell'azienda.

IL CASO WIIT S.P.A.

Wiit s.p.a è una società operante nel mercato del Cloud Computing, leader nel mercato italiano per la fornitura di servizi di Hosted Private Cloud e Hybrid Cloud ad imprese medio grandi che richiedono elevati standard di qualità e sicurezza. La sua attività consiste nella predisposizione di infrastrutture IT elaborate per le necessità specifiche dei propri clienti e nell'erogazione di servizi Cloud (principalmente servizi PaaS) per le cosiddette "applicazioni critiche", cioè quelle applicazioni il cui malfunzionamento può causare l'interruzione della continuità del business dei propri clienti. Tra queste applicazioni rientrano i principali ERP del mercato, come SAP, Oracle e Microsoft.

Nell'espletamento delle proprie attività, Wiit si avvale di due data center di proprietà, il principale dei quali (situato a Milano) ha ottenuto il certificato di massima sicurezza e affidabilità (livello 4),

rilasciato dall'Uptime Institute. I servizi offerti dall'impresa vengono forniti attraverso più *server* e *storage*, per far sì che l'eventuale interruzione di uno di essi non pregiudichi la continuità del servizio garantita al cliente. A tal proposito, la società ha redatto un "*Business Continuity and Disaster Recovery Plan*" che definisce il protocollo da mettere in pratica per ripristinare immediatamente il funzionamento dei sistemi IT in seguito ad un improvviso disservizio.

Il modello di business di Wiit prevede un'erogazione di servizi di tipo "*End-to-End*", cioè il controllo diretto di tutta la filiera delle componenti tecniche, in quanto le infrastrutture e i principali assets strategici sono di proprietà dell'azienda, le competenze sono interne e risulta essere molto limitato il ricorso a risorse esterne all'impresa. Di conseguenza, tale modello consente di mantenere un elevato controllo sulla qualità dei servizi erogati e di non dipendere da attori esterni.

L'acquisizione di Adelante rientrava nella strategia dichiarata in fase di quotazione che prevedeva l'aumento della copertura del mercato italiano. Con l'acquisizione di questa società, con sede a Firenze, Wiit ha rafforzato la propria presenza nel centro Italia e ha potuto sfruttare in modo efficace la capacità produttiva disponibile nei propri data center. Il modello di business di Adelante si integra perfettamente con quello di Wiit e, in ragione di ciò, i risultati raggiunti in termini di sinergie sono stati ben superiori alle aspettative.

Merita un particolare approfondimento la descrizione del metodo di pagamento utilizzato per concludere non solo l'operazione di Adelante, ma quasi tutte le altre acquisizioni effettuate in Italia. In particolare, il prezzo di acquisizione di Adelante è stato stabilito ricorrendo al metodo dei multipli di mercato (EV/EBITDA) tenendo conto delle capacità reddituali dell'impresa target e delle stime riguardanti i flussi di cassa prospettici. Wiit ha acquistato, in prima istanza, il 60% delle quote del capitale sociale di Adelante, suddividendo il pagamento del restante 40% in quattro tranches da pagare annualmente, in base al raggiungimento di predeterminati obiettivi in termini di EBITDA.

Tale meccanismo di pagamento è definito "*earn out*", che, nella fattispecie, ha consentito ad Adelante di sviluppare le proprie attività insieme a Wiit, accrescendo l'EBITDA che, con l'applicazione del

medesimo multiplo, ha portato all'azienda un guadagno di 4,5 milioni di euro nei successivi tre anni dalla conclusione dell'operazione.

Il 30 settembre 2020 Wiit ha acquistato, tramite asta competitiva, il 100% del capitale sociale della società tedesca MyLoc.

Dopo due anni di acquisizioni e consolidamenti in Italia, la società ha portato a termine il primo *international deal* che rientra nella propria strategia di internazionalizzazione, con l'obiettivo di diventare l'operatore Cloud di riferimento in Europa per le applicazioni critiche aziendali.

Il modello di business di MyLoc è perfettamente in linea con quello di Wiit, con il 90% dei ricavi ricorsivi e un ampio portafoglio di clienti a cui Wiit potrà offrire i propri servizi a valore aggiunto.

Il primo trimestre del 2021 conferma i dati dell'ultimo anno: i ricavi crescono del 58% rispetto al primo trimestre del 2020 e gli utili raddoppiano. Il percorso di espansione estera annunciato da Wiit non poteva iniziare meglio e ha l'obiettivo di fare della società il leader europeo nel Cloud delle applicazioni critiche.