

# LUISS



Cattedra

---

RELATORE

---

CORRELATORE

---

CANDIDATO

Anno Accademico



## INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	5
<b>CAPITOLO 1 – LE OPERAZIONI DI M&amp;A: ASPETTI TEORICI</b> .....	8
<b>1.1. Introduzione alle Strategie di Crescita</b> .....	8
1.1.1. Le Strategie di Crescita Interna .....	9
1.1.2. Le Strategie di Crescita Esterna .....	10
1.1.3. Considerazioni Conclusive sulle Strategie di Crescita .....	11
<b>1.2. Le Operazioni di M&amp;A</b> .....	12
1.2.1. Le Operazioni di Fusione .....	13
1.2.2. Le Operazioni di Acquisizione .....	14
1.2.3. Vantaggi e Svantaggi delle Operazioni di M&A .....	15
<b>1.3. Motivazioni Sottostanti le Operazioni di M&amp;A</b> .....	17
1.3.1. Le Motivazioni della Società Buyer .....	17
1.3.1.1. <i>Le Sinergie di Costo</i> .....	19
1.3.1.2. <i>Le Sinergie di Ricavo</i> .....	20
1.3.1.3. <i>Le Sinergie Finanziarie</i> .....	20
1.3.1.4. <i>Le Sinergie Fiscali</i> .....	21
1.3.2. Le Motivazioni della Società Target .....	22
1.3.3. Il Valore di Acquisizione.....	24
<b>1.4. Procedimento delle Operazioni di M&amp;A</b> .....	27
1.4.1. La Macrofase Iniziale .....	27
1.4.2. La Macrofase Intermedia.....	28
1.4.2.1. <i>La Fase di Pre-Negoziazione</i> .....	29
1.4.2.2. <i>La Fase di Negoziazione</i> .....	30
1.4.2.3. <i>La Fase di Closing</i> .....	32
1.4.3. La Macrofase Finale .....	33
<b>1.5. Trend Storici delle Operazioni di M&amp;A</b> .....	34
1.5.1. I Merger Waves Periods .....	35

1.5.2.	I Trend Attuali delle Operazioni di M&A .....	42
<b>CAPITOLO 2 – LE OPERAZIONI DI M&amp;A: METODI DI VALUTAZIONE .....</b>		<b>46</b>
<b>2.1.</b>	<b>Introduzione ai Metodi di Valutazione delle Operazioni di M&amp;A.....</b>	<b>46</b>
2.1.1.	Classificazione dei Metodi di Valutazione delle Operazioni di M&A.....	47
<b>2.2.</b>	<b>Metodo di Valutazione del Discounted Cash Flow .....</b>	<b>50</b>
2.2.1.	Approccio Asset Side .....	53
2.2.1.1.	<i>Cash Flow From Operations</i> .....	54
2.2.1.2.	<i>Terminal Value</i> .....	55
2.2.1.3.	<i>Weighted Average Cost of Capital</i> .....	56
2.2.2.	Approccio Equity Side .....	60
2.2.2.1.	<i>Free Cash Flow To Equity</i> .....	61
2.2.2.2.	<i>Terminal Value</i> .....	63
2.2.2.3.	<i>Costo dell'Equity</i> .....	63
2.2.3.	Vantaggi e Svantaggi del Metodo del Discounted Cash Flow .....	64
<b>2.3.</b>	<b>Metodo di Valutazione dei Multipli .....</b>	<b>65</b>
2.3.1.	Il Processo Applicativo del Metodo dei Multipli .....	68
2.3.2.	Vantaggi e Svantaggi del Metodo dei Multipli .....	70
<b>2.4.</b>	<b>Elementi di Valutazione Aggiuntivi .....</b>	<b>71</b>
2.4.1.	Analisi delle Performance Passate.....	72
2.4.2.	Overview di Settore.....	75
2.4.3.	Future Outlook.....	79
<b>CAPITOLO 3 – BUSINESS CASE: L'OPERAZIONE DI M&amp;A TRA IBM E RED HAT .....</b>		<b>82</b>
<b>3.1.</b>	<b>La Società Buyer: International Business Machines Corporation.....</b>	<b>82</b>
3.1.1.	Le Origini e Prime Attività.....	83
3.1.2.	Le Fasi di Sviluppo e le Collaborazioni con Istituti Pubblici.....	84
3.1.3.	Il Periodo di Crisi e il Rischio Fallimento .....	85
3.1.4.	Gli Anni di Ripresa e le Operazioni di Acquisizione .....	86
<b>3.2.</b>	<b>La Società Target: Red Hat Inc.....</b>	<b>88</b>
3.2.1.	Le Origini e Prime Attività.....	89
3.2.2.	Le Fasi di Sviluppo ed il Focus sul Target Enterprise.....	90

3.2.3.	I Tempi Vicini all'Acquisizione .....	91
3.2.4.	Risultati Finanziari di Red Hat .....	92
<b>3.3.</b>	<b>Overview del Settore Informatico .....</b>	<b>97</b>
3.3.1.	I Prodotti Informatici .....	97
3.3.2.	I Servizi Informatici .....	100
<b>3.4.</b>	<b>Dettagli dell'Operazione di M&amp;A .....</b>	<b>103</b>
3.4.1.	Dettagli Sinergici della Operazione di M&A .....	104
3.4.2.	Dettagli Finanziari dell'Operazione di M&A.....	106
<b>3.5.</b>	<b>La Valutazione dell'Operazione di M&amp;A.....</b>	<b>109</b>
3.5.1.	Applicazione del Metodo del Discounted Cash Flow .....	110
3.5.1.1.	<i>Considerazioni sui Risultati del Metodo del Discounted Cash Flow .....</i>	<i>121</i>
3.5.2.	Applicazione del Metodo dei Multipli .....	122
3.5.2.1.	<i>Considerazioni sui Risultati del Metodo dei Multipli.....</i>	<i>128</i>
3.5.3.	Considerazioni sui Risultati delle Sinergie.....	129
<b>3.6.</b>	<b>Le Conseguenze dell'Operazione di M&amp;A .....</b>	<b>137</b>
3.6.1.	L'Impatto dell'Operazione di M&A sull'Industria Informatica .....	138
3.6.2.	L'impatto dell'Operazione di M&A sulla Performance di IBM .....	140
	<b>CONCLUSIONI .....</b>	<b>145</b>
	<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>149</b>
	<b>SITOGRAFIA.....</b>	<b>152</b>



## INTRODUZIONE

---

L'economia globale moderna è il risultato di un lungo processo evolutivo influenzato nel corso del tempo da eventi, siano essi positivi o negativi, che ne hanno definito il contesto attuale. Lo scenario che ne consegue, in sintesi, è quello di un mercato caratterizzato da nuove opportunità ma, al contempo, anche da un tasso di competitività maggiore, che spinge gli agenti economici a ricercare assiduamente l'idea di crescita al fine di incrementare la rispettiva capacità di sopravvivenza.

Le operazioni di M&A, acronimo anglosassone utilizzato per indicare le attività finanziarie di fusione e acquisizione, a tal proposito, rappresentano una valida strategia di crescita per linee esterne adottata dalle aziende al fine di sfruttare l'aggregazione con una realtà preesistente per creare valore. Il seguente fenomeno viene considerato nell'insieme delle attività di finanza straordinaria, terminologia con cui si intendono le operazioni considerate eccezionali rispetto alla gestione caratteristica dell'impresa, poiché volte a riconfigurare la struttura aziendale, le risorse patrimoniali ed i profili gestionali ed organizzativi.

Considerandone le peculiarità tipiche, dunque, il potenziale sviluppo dimensionale di lungo termine che accompagna le suddette iniziative è frutto di un delicato processo che risulta necessario gestire con la massima accuratezza in ogni aspetto che lo caratterizza: partendo dallo studio degli elementi qualitativi alla base dell'intenzione di aggregazione, devono essere analizzate chiaramente le voci quantitative relative alle parti della trattativa commerciale nonché alle esternalità prodotte dalla medesima operazione. Il concetto di sfruttamento delle sinergie, a tal proposito, risulta cruciale nella definizione della probabilità di successo dell'attività di aggregazione, tanto da influenzare per conto proprio la capacità di creazione di ricchezza conseguente l'operazione di M&A in oggetto.

L'obiettivo del seguente Elaborato è rappresentare il corretto percorso, sia teoricamente che praticamente, che bisognerebbe seguire nella strutturazione di un'operazione di M&A, al fine di migliorare le performance dell'entità risultate l'attività di aggregazione e, dunque, riuscire nell'obiettivo di crescita dimensionale.

La prima parte dell'Elaborato verte sulla rappresentazione degli aspetti teorici principali caratterizzanti le attività di acquisizione e fusione, partendo da un quadro più generale evidenziato dalla moltitudine di strategie di crescita che un'azienda può decidere di perseguire (si veda, a tal proposito, il paragrafo 1.1.) per poi focalizzare l'attenzione sulle operazioni di aggregazione nel loro specifico, definendone peculiarità nonché vantaggi e svantaggi (si veda, a tal proposito, il paragrafo 1.2.). Viene, successivamente, presentato l'ampio tema delle motivazioni sottostanti le decisioni di unione finanziaria, facendo riferimento sia al *sell side* che al *buy side*, da cui viene aperta una finestra esplicativa circa l'importanza della stima delle tipologie di sinergie potenziali nel calcolo del valore di acquisizione (si veda, a tal proposito, il paragrafo 1.3.); la seguente valutazione rappresenta solamente la prima fase di un complesso processo caratterizzato dal susseguirsi di stadi che accompagnano la realtà desiderosa di sfruttare le suddette sinergie dalla definizione di un *pool* di

società *target* sino all'effettiva attività di integrazione delle risorse di interesse tra le parti coinvolte (si veda, a tal proposito, il paragrafo 1.4.). Al fine di definire uno scenario completo vengono, infine, illustrati a livello empirico gli andamenti storici che hanno contraddistinto il trend crescente nel tempo della frequenza nonché del volume di affari gestito per mezzo delle operazioni di M&A, di cui viene fornito un approfondimento circa gli sviluppi dei tempi più attuali, differenziando la trattazione sulla base delle industrie e dei Paesi che hanno maggiormente contribuito ai fenomeni presentati (si veda, a tal proposito, il paragrafo 1.5.).

Seguendo il percorso sinora trattato viene assicurata l'approfondita comprensione dell'argomento oggetto del Lavoro, permettendo, dunque, la presentazione teorica sequenziale delle metodologie utilizzate per la valutazione della società *target* durante un'operazione di M&A. A seguito della definizione di una panoramica generale circa le caratteristiche principali dei metodi valutativi esistenti, vengono individuati gli strumenti maggiormente utilizzati dagli analisti nelle attività di stima dei risultati prodotti per mezzo di un'operazione di aggregazione (si veda, a tal proposito, il paragrafo 2.1.): vengono, conseguenzialmente, presentati il Metodo del *Discounted Cash Flow*, di cui viene trattata la distinzione basata sull'approccio *asset side* e sull'approccio *equity side* (si veda, a tal proposito, il paragrafo 2.2.), ed il Metodo dei Multipli, di cui viene svolto un approfondimento circa i multipli di mercato ed i multipli di transazioni comparabili (si veda, a tal proposito, il paragrafo 2.3.). Affianco alle seguenti metodologie prettamente quantitative, viene dimostrata la convenienza di effettuare anche consultazioni qualitative al fine di incrementare la probabilità di successo delle operazioni di M&A, con riferimento particolare all'*overview* del settore di riferimento nonché all'analisi delle performance passate e dei *future outlook* della società *target* (si veda, a tal proposito, il paragrafo 2.4.)

La seconda parte dell'Elaborato verte sulla rappresentazione pratica degli aspetti teorici principali caratterizzanti le attività di acquisizione e fusione presentati nella prima parte, sfruttando, a tal proposito, come *business case* l'operazione intercorsa nel luglio 2019 tra la società *buyer* IBM e la società *target* Red Hat. Successivamente ad una rappresentazione dettagliata delle parti oggetto dell'attività di aggregazione, con focalizzazione particolare sui risultati finanziari prodotti negli ultimi anni (si vedano, a tal proposito, i paragrafi 3.1. e 3.2.), viene svolta la panoramica dettagliata del settore che ha assolto la funzione di contesto nel quale si è sviluppata l'unione finanziaria, individuandone tendenza e prospettive future (si veda, a tal proposito, il paragrafo 3.3.). Entrando nel merito della trattativa viene, in un secondo momento, presentata la strutturazione dell'operazione, facendo ricorso alle motivazioni sinergiche che hanno giustificato l'offerta commerciale nonché ad i dettagli finanziari che ne sono stati prodotti (si veda, a tal proposito, il paragrafo 3.4.). In linea con la teoria della stratificazione del valore di acquisizione, la valutazione finanziaria concreta dell'operazione in oggetto mediante Metodo del *Discounted Cash Flow* e Metodo dei Multipli permette l'individuazione del prezzo per azione della società *target stand alone* nonché del medesimo rapporto comprensivo, però, delle stime effettuate circa lo sfruttamento delle sinergie, a cui segue la capacità di esprimere giudizi e considerazioni di sintesi validi rispetto alla totalità dei risultati finanziari individuati (si veda, a tal proposito, il paragrafo 3.5.). L'intero Lavoro termina con la valutazione quantitativa e qualitativa dell'impatto conseguenze l'operazione di M&A in oggetto, con particolare attenzione posta all'intera industria di riferimento nonché alle performance economiche della società *buyer* IBM (si veda, a tal proposito, il paragrafo 3.6.).

### 1.1. Introduzione alle Strategie di Crescita

L'economia globale moderna è il risultato di un lungo processo evolutivo influenzato nel corso del tempo da eventi, siano essi positivi o negativi, che ne hanno determinato le dinamiche di mercato: rivoluzioni industriali, cambiamenti geopolitici ma anche crisi finanziarie hanno progressivamente contribuito a definire il contesto economico attuale, delineando, tra le altre, anche le attività e le strategie perseguite dai molteplici agenti economici che lo caratterizzano.

Negli ultimi decenni, a tal proposito, “il fenomeno della globalizzazione ha unificato i vari mercati a livello mondiale, spingendo verso modelli di consumo e di produzione più uniformi e convergenti”;<sup>1</sup> ne risulta, dunque, un ambiente fortemente interconnesso, in cui le aziende produttive godono della possibilità di svolgere un'attività di più larghe dimensioni e potenzialità reddituali.

Lo scenario definitivo che ne consegue, in sintesi, è quello di un mercato caratterizzato da nuove opportunità ma anche da un tasso di competitività maggiore, coerentemente con le ingenti risorse investite dai soggetti economici al fine di efficientare la propria attività con l'ottica di dominare tale nuovo ambiente concorrenziale.

Sussistono molteplici strategie volte a migliorare la capacità di sopravvivenza di qualunque ente economico: si veda, a titolo esemplificativo, il processo perseguito al fine di aumentare l'offerta di prodotti sul mercato, nonché l'attività di riduzione dei costi sostenuti con l'ottica di diminuire il prezzo della relativa offerta. Il punto in comune della totalità di tali attività può essere facilmente sintetizzato nel concetto di crescita, inteso come il processo naturale di sviluppo dimensionale che accompagna una qualsiasi azienda e che ne facilita, per le innumerevoli conseguenze generate, la risposta verso l'incessante richiesta dei consumatori.

Lo sviluppo dimensionale delle attività produttive, dunque, si è mostrato come un vero e proprio stato di necessità al quale assolvere ai fini della sopravvivenza: l'incremento della quota di mercato, l'intensificazione del potere contrattuale verso clienti e fornitori, nonché il raggiungimento di economie di scala e di scopo rappresentano solamente alcuni dei numerosi stimoli che giustificano la volontà aziendale di raggiungere una massa che permetta di operare con successo in un mercato progressivamente più competitivo: la strategia di crescita, in tal senso, si palesa come una strada imprescindibile per l'esistenza dell'impresa nel tempo.

Le strategie di crescita a disposizione degli operatori economici per la creazione di valore, a tal proposito, possono raggrupparsi in due grandi classi tra loro opposte per molti aspetti: la crescita per vie interne, da un lato, si basa sulla capacità di reinvestimento di un'azienda delle rispettive risorse; la crescita per vie esterne,

---

<sup>1</sup> Enciclopedia Treccani: <https://www.treccani.it/enciclopedia/globalizzazione/>.

d'altro canto, pone le rispettive basi sullo sfruttamento di sinergie ottenute dal rapporto con ulteriori realtà indipendenti.<sup>2</sup>

### **1.1.1. Le Strategie di Crescita Interna**

Con il termine “crescita interna”, o anche “strategia *make*”, si fa riferimento all’insieme di strategie che un’azienda mette in atto reinvestendo le proprie risorse, competenze e capacità maturate nel corso degli esercizi, con il fine ultimo di generare nuove attività di cui servirsi.

Le molteplici attività che caratterizzano il seguente insieme perseguono la medesima finalità di massimizzazione della crescita interna mediante significativi miglioramenti su più fronti della funzione aziendale produttiva:

- a) Ottimizzazione dei processi: l’ottimizzazione dei processi è la strategia legata all’efficientamento dei processi produttivi, mediante cui viene analizzata la totalità delle attività compiute dai dipendenti al fine di trascriverne le aree di miglioramento; la finalità principale ricercata è insita nell’abbattimento dei costi, siano essi economici o di tempo, e, conseguentemente, nella riduzione del prezzo offerto al mercato attraverso i relativi prodotti e servizi.
- b) Diversificazione: la diversificazione in mercati simili a quelli dove l’impresa opera (si parla, a tal proposito, di diversificazione correlata) ed in settori del tutto nuovi (si parla, a tal proposito, di diversificazione conglomerata) accompagna l’aumento dei volumi prodotti nonché l’incremento della gamma di beni offerti al consumatore, con il conseguente aumento della produzione e dei ricavi da vendite.
- c) Allocazione delle risorse: l’attività di allocazione delle risorse scarse disponibili per l’azienda verso prodotti maggiormente performanti rispetto i precedenti nonché generatori di profitto implica lo sviluppo interno in termini di aumento di ricavi.

Il vantaggio principale legato alla crescita organica mediante strategie di crescita per linee interne è rappresentato dalla conservazione del controllo totalitario da parte del management dell’azienda di riferimento, per merito del quale il fenomeno di crescita dimensionale avviene mantenendo invariata la visione imprenditoriale nonché la cultura aziendale.

Alla capacità di autofinanziamento, tuttavia, è solito legare tendenzialmente una crescita lenta nel tempo, a cui seguono relativi rallentamenti nella pianificazione dello sviluppo e, dunque, l’aumento del costo opportunità per la società oggetto della crescita: in tempi come quelli più recenti, suddetti fattori di rischio aiutano a definire

---

<sup>2</sup> Agnihotri, A. (2014). Corporate reputation based theory of choice between organic, hybrid and inorganic growth strategies. Leeds, Inghilterra: Corporate Communications: An International Journal.

il rischio aziendale di non sopravvivenza a causa della difficoltà di risposta rapida e modulare ad i mutamenti continui dell'ambiente esterno in cui viene svolta l'attività produttiva.

La capacità di possedere il giusto apporto di risorse, competenze e capacità, in generale, rappresenta il punto di partenza per attuare con successo la strategia di crescita per linee interne.<sup>3</sup>

### 1.1.2. Le Strategie di Crescita Esterna

Con il termine “crescita esterna”, o anche “strategia *buy*”, si fa riferimento all'insieme di strategie che un'azienda mette in atto nel rapporto con ulteriori realtà terze indipendenti, con il fine ultimo di sfruttare le sinergie nate da tale legame.

Le molteplici attività che caratterizzano il seguente insieme perseguono la medesima finalità di massimizzazione della crescita esterna mediante l'aumento dimensionale del gruppo risultante dal rapporto prima citato, per merito del quale viene generato un valore superiore rispetto quello che si sarebbe ottenuto considerando la sola somma dei valori delle singole parti:

- a) Accordi commerciali: per accordi commerciali si intende la totalità di contratti tra due o più parti economiche indipendenti finalizzati alla condivisione di risorse per perseguire obiettivi comuni; lo sviluppo del seguente rapporto non implica la costituzione di alcuna nuova entità giuridica.

Tra i numerosi accordi commerciali, quelli di *franchising* e *licensing* rappresentano saldamente gli accordi più comuni ed utilizzati: il *franchising* (o affiliazione commerciale) è il contratto stipulato tra due soggetti indipendenti attraverso cui una parte (affiliante) concede all'altra (affiliato) la proprietà di un insieme di diritti quali denominazioni commerciali e diritti di autore; con il *licensing* (o licenza), d'altra parte, il titolare di un marchio, di diritti d'autore e di *know how* (licenziante) concede il mero uso di tali beni a un terzo (licenziatario), senza comprenderne l'aspetto di titolarità.<sup>4</sup>

La finalità perseguita da entrambi gli accordi commerciali è insita nell'estendere le proprie vendite verso nuovi consumatori e nuovi mercati mediante le capacità di un soggetto terzo indipendente.

- b) Alleanze strategiche: le alleanze strategiche presuppongono che due o più parti economiche indipendenti decidano una comune strategia su cui lavorare simultaneamente in un nuovo mercato al fine di condividere (e, quindi, ridurre) i rischi ed i costi associati ad esso, continuando al contempo ad operare attivamente con le rispettive organizzazioni; lo sviluppo del seguente rapporto, a differenza di quanto precedentemente presentato, implica la costituzione di una nuova entità giuridica.

La tipologia di alleanza strategica principale risiede nelle cosiddette *join venture*: per mezzo di tali attività viene costituita una nuova società avente entità giuridica a sé stante che, tramite l'apporto di

---

<sup>3</sup> Sudharsan, D. (2019). Organic Growth Disciplines. Bingley, Inghilterra: Emerald Publishing Limited.

<sup>4</sup> Altalex: <https://www.altalex.com/documents/altalexpedia/2013/01/10/franchising>.

- risorse da parte delle società costituenti, viene selezionata per lo svolgimento di uno specifico progetto, i cui risultati saranno successivamente divisi sulla base del rapporto instaurato tra i partner strategici.
- c) Fusioni e acquisizioni (operazioni di M&A): le operazioni di M&A costituiscono l'insieme di attività svolte tra parti economiche indipendenti, o anche singole parti di queste, che comportano la cessazione della produttività di una delle due parti in quanto incorporata dalla restante (operazione di acquisto), nonché l'estinzione di entrambe le realtà separate a favore della costituzione di una singola nuova entità giuridica indipendente (operazione di fusione).

Il vantaggio principale legato alla crescita non organica mediante strategie di crescita per linee esterne è evidenziato dalle conseguenti tempistiche di sviluppo significativamente più rapide rispetto la precedente strategia di crescita per linee interne, in quanto viene effettivamente sfruttato un complesso produttivo già esistente e funzionante; rivestono, inoltre, un ruolo fondamentale le ampie potenzialità sinergiche che accompagnano tale tipologia di crescita strategica, nonché l'acquisizione immediata di risorse, quali *know how* e innovazioni tecnologiche, che rappresentano fattori difficilmente ottenibili nel breve termine mediante il mero investimento delle rispettive risorse.

Diversamente dalle precedenti strategie per linee interne, tuttavia, piani di crescita simili implicano notevoli mutamenti della struttura organizzativa delle aziende oggetto del rapporto economico, con conseguenti difficoltà circa l'integrazione tra realtà aventi culture organizzative distanti; tali esternalità negative, laddove non vengano affrontate e gestite correttamente, giustificano e motivano lo sviluppo di ripercussioni tali da compromettere il buon esito dell'intera operazione.<sup>5</sup>

### **1.1.3. Considerazioni conclusive sulle Strategie di Crescita**

Strategie di crescita interna ed esterna non costituiscono due percorsi mutualmente esclusivi, quanto piuttosto rappresentativi di due binari paralleli che un'azienda può percorrere e cambiare nel tempo.

La crescita organica, difatti, consente alla direzione di mantenere il controllo della propria azienda, mentre la crescita non organica diluisce ed elimina tale potere. La crescita per linee interne, inoltre, può essere reversibile e comportare, perciò, dei costi di uscita sopportabili, diversamente dalla crescita esterna che in quanto rigida, vincolante e irreversibile, quantomeno nel breve periodo, è caratterizzata da costi di uscita talvolta così elevati da precludere a priori la decisione.

D'altro canto, però, l'aumento del livello dei volumi produttivi per mezzo di strategie di crescita organiche provoca una dilatazione dell'offerta complessiva nel tempo, con conseguenze microeconomiche destabilizzanti sui prezzi del mercato nel suo insieme; l'espansione non organica, viceversa, limitandosi al

---

<sup>5</sup> Hammer, B. (2017). Inorganic growth strategies and the evolution of the private equity business model. Amsterdam, Paesi Bassi: Journal of Corporate Finance.

mero trasferimento di quote di mercato e risorse da un soggetto economico ad un altro, non è interessata da ripercussioni che vanno oltre il confine aziendale.<sup>6</sup>

Si evidenzia così descrivendo, perciò, la difficoltà di stabilire a priori quale delle due soluzioni sia considerata la più agevole in assoluto; a tal proposito, l'alternarsi strategico di crescita organica ed inorganica può rappresentare la scelta ideale per una realtà che desidera svilupparsi progressivamente nel tempo diversificando i rischi derivanti dalla rispettiva scelta.

“La scelta tra crescita interna e crescita esterna, in conclusione, equivale sostanzialmente ad una complicata scelta di *make or buy*, dove al fine di agevolare la decisione occorre aver ben chiari i vantaggi e gli svantaggi presentati da entrambe le alternative, nonché gli obiettivi ricercati da parte dell'azienda di riferimento”.<sup>7</sup>

## 1.2. Le Operazioni di M&A

Tra le molteplici strategie di crescita per linee esterne perseguite dagli enti economici, le operazioni di M&A si configurano tra gli strumenti più diffusi ed utilizzati.

Le operazioni di M&A, acronimo anglosassone di *Mergers and Acquisitions*, in italiano Fusioni e Acquisizioni, consistono nell'insieme di attività aventi ad oggetto rispettivamente la fusione di due realtà indipendenti distinte a favore di una nuova entità costituita, e l'acquisto di una società da parte di un soggetto economico terzo indipendente che fa venire meno la costituzione di una nuova entità.

Entrambe le suddette attività sono considerate nell'insieme delle operazioni di finanza straordinaria, termine con cui si intendono la totalità di operazioni considerate eccezionali rispetto all'attività caratteristica dell'impresa, e dunque per questo “straordinarie”, poiché volte a riconfigurare la struttura aziendale, le risorse patrimoniali, i profili gestionali ed organizzativi, gli assetti di *governance* e le risorse umane.<sup>8</sup> La totalità della seguente classe di operazioni segue logiche sottostanti vicine all'aspetto aziendale legato alla redditività: ricerca di sinergie, miglioramento del merito creditizio, agevolazioni fiscali, riduzione dei rischi aziendali e così continuando.

Il Codice Civile disciplina dettagliatamente la materia in tema di operazioni di finanza straordinaria, tra cui oltre le operazioni di M&A (artt. dal 2501 al 2505-quarter c.c. + artt. dal 2556 al 2560 c.c.), rientrano le attività di scissione (artt. dal 2506 al 2506-quarter c.c.), conferimento d'azienda (non espressamente previsto dal c.c.,

---

<sup>6</sup> Conca, V. (2010). *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*. Bologna, Italia: EGEA.

<sup>7</sup> Snichelotto, M. & Pegoraro, A. (2009). *Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo*. Italia: RiViSta.

<sup>8</sup> Enciclopedia Treccani: [https://www.treccani.it/enciclopedia/operazioni-straordinarie-su-societa\\_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](https://www.treccani.it/enciclopedia/operazioni-straordinarie-su-societa_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/).

si rimanda alla disciplina inerente il conferimento di beni), affitto d'azienda (art. 2562 c.c., con rinvio alla disciplina dell'usufrutto di azienda, art. 2651 c.c.) e liquidazione seguita a fallimento (artt. 2484 c.c. e seguenti)

Giuridicamente parlando, dunque, secondo il nostro ordinamento i termini di fusione e acquisizione sono tenuti distanti; nei Paesi anglosassoni, viceversa, i nominativi vengono posti come complementari sin dal loro primo utilizzo. “Sebbene nella prassi si ritiene che tali attività possano essere utilizzate come sinonimi, utilizzando semplicemente l'acronimo M&A”,<sup>9</sup> è bene ribadire l'esistenza di alcuni tratti tipici che contraddistinguono le due operazioni in oggetto.

### **1.2.1. Le Operazioni di Fusione**

Le operazioni di fusione sono attività strategiche che è possibile raggruppare in due differenti classi:

- a) Fusioni proprie: le fusioni proprie (o fusioni per unione) sono operazioni di finanza straordinaria mediante cui due società, inizialmente indipendenti, si uniscono tra loro dando vita ad una nuova entità distinta, costituendo di fatto una concentrazione di società con lo scopo principale di avviare un processo di rafforzamento delle imprese coinvolte.

Elemento caratterizzante tale tipologia di operazione risiede nella nascita di una *newco*, ossia un terzo soggetto di nuova costituzione avente personalità giuridica, che subentra nella titolarità di tutti i patrimoni e rapporti delle società oggetto dell'operazione, implicando di fatto l'estinzione di queste.

- b) Fusioni per incorporazione: le fusioni per incorporazione sono operazioni di finanza straordinaria mediante cui una società indipendente (incorporante) ingloba una diversa realtà (incorporata), la quale cessa di esistere a favore della sola incorporante, unica entità risultante dall'operazione a continuare a godere di personalità giuridica.

A differenza di quanto caratterizzante le fusioni proprie, tali operazioni implicano il trasferimento della totalità delle risorse, diritti e obbligazioni unicamente a favore della società già precedentemente costituita, non facendo risultare di fatto alcuna nuova struttura societaria.

Tra le suddette classi di attività, le fusioni proprie rappresentano saldamente la forma di fusione meno diffusa; causa principale di tale tendenza è in parte dovuta agli aggravati fiscali che si legano a tale tipologia di operazione, essendo necessario un nuovo atto costitutivo che è gravato dall'imposta di registro e da molteplici ulteriori spese notarili.

Le fusioni per incorporazioni, viceversa, tendono ad essere più comuni, grazie anche alla maggiore facilità di utilizzo di elementi di vantaggio caratterizzanti la società incorporata: si pensi, a tal proposito, al vantaggio

---

<sup>9</sup> Conca, V. (2010). *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*. Bologna, Italia: EGEA.

riscontrabile dall'utilizzo del marchio e del nominativo di un'azienda caratterizzata da un notevole livello di *brand awareness*.<sup>10</sup>

Per quanto concerne l'amministrazione e la direzione delle aziende che decidono di sviluppare un'operazione di fusione, a qualunque classe essa appartenga, agli azionisti delle realtà che si fondono sono assegnate azioni e quote dell'incorporante (in caso di fusione per incorporazione) o della *newco* (in caso di fusione propria). Il rapporto di cambio che disciplina il trasferimento delle azioni e delle quote tra la società antecedente e posteriore la fusione viene indicato con il termine di rapporto di concambio, e rappresenta uno degli elementi di maggiore rilevanza nello sviluppo e nel successo di tale strategia di crescita (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.4.2.2.).

### **1.2.2. Le Operazioni di Acquisizione**

Le operazioni di acquisizione sono operazioni di finanza straordinaria mediante cui una società (acquirente o *buyer*) acquisisce la proprietà, o parte di essa, di una terza realtà (acquisita o *target*), o parte di essa (ramo d'azienda), a fronte del pagamento di un corrispettivo pattuito; affianco alla proprietà, inoltre, vengono acquisiti oneri e doveri della società bersaglio, che vengono necessariamente sommati alle attività e passività preesistenti della azienda acquirente.

Lo scopo primario definito dalla seguente attività, dunque, è dimostrato dalla volontà di ottenere il controllo della società *target* per mezzo dell'acquisto di un quantitativo necessario di quote.

Le operazioni di acquisizione, a tal proposito, vengono raggruppate in tre differenti classi:

- a) Acquisizione totalitaria: attraverso l'acquisizione totalitaria la società acquirente rileva la totalità, definita dal 100% delle relative quote, della società bersaglio.
- b) Acquisizione di maggioranza assoluta: per merito dell'acquisizione di maggioranza assoluta la società acquirente rileva la maggioranza assoluta, definita dal 50%+1 delle relative quote, della società bersaglio.
- c) Acquisizione di maggioranza relativa: mediante l'acquisizione di maggioranza relativa la società acquirente rileva la maggioranza relativa delle quote della società bersaglio, che possono risultare inferiori al 50% delle relative quote purché maggiori del quantitativo di azioni possedute dagli altri soggetti partecipanti alla proprietà della società acquisita.<sup>11</sup>

Un contratto di compravendita è sempre caratterizzato da due parti distinte oggetto dell'attività, e così le operazioni di acquisizioni rappresentano le attività complementari delle operazioni di cessione, mediante cui

---

<sup>10</sup> Diritto.it: [https://www.diritto.it/la-fusione-di-azienda-definizione-e-caratteri/#:~:text=Attraverso%20fusione%20per%20unione%2C%20cio%20C3%A8,tipo%20diverso%20\(fusione%20eterogenea\).](https://www.diritto.it/la-fusione-di-azienda-definizione-e-caratteri/#:~:text=Attraverso%20fusione%20per%20unione%2C%20cio%20C3%A8,tipo%20diverso%20(fusione%20eterogenea).)

<sup>11</sup> Brealey, R. & Al. (2020). Principi di finanza aziendale. Milano, Italia: McGraw-Hill Education.

una società (cedente) cede la proprietà, o parte di essa, ad una terza realtà (cessionaria), o parte di essa (ramo d'azienda), a fronte del pagamento di un corrispettivo pattuito. Ne consegue che, direttamente, per ogni soggetto acquirente si sviluppa un agente cedente, e che per ogni acquisizione si struttura una cessione, con i relativi obblighi ed imposti.

Per quanto concerne l'amministrazione delle aziende che decidono di attuare un'operazione di acquisizione o cessione, gli azionisti della società acquisita (o cedente) ottengono un riscontro economico mediante pagamento in contanti o mediante l'assegnazione sulla base dello stesso rapporto di concambio di azioni e quote dell'acquirente (o cessionario) citato precedentemente (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.4.2.2.).

Diversamente dalle operazioni di fusione, mediante le quali entrambe le attività produttive oggetto della trattativa attuano la strategia con il fine di svilupparsi e divenire realtà più grandi dimensionalmente, le parti economiche delle operazioni di acquisizione sono mosse da motivazioni sottostanti differenti: guardando al *buy side*, l'attività permane invariata ed è utilizzata con l'ottica di crescere inglobando un'entità produttiva già avviata piuttosto che tramite il mero investimento di risorse all'interno della propria struttura; per quanto concerne il *sell side*, d'altro canto, la medesima operazione ha natura di ridimensionamento, in quanto il disinvestimento viene eseguito con il fine di eliminazione di divisioni meno produttive, di semplificazione della gestione amministrativa, nonché per la risposta all'eventuale fabbisogno di liquidità.<sup>12</sup>

### **1.2.3. Vantaggi e Svantaggi delle Operazioni di M&A**

Sono già stati precedentemente espressi i punti di forza e debolezza che, in linea generale, caratterizzano le strategie di crescita per linee esterne (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.1.2.), che accumulano, perciò, ambo le operazioni di fusione e acquisizione: si pensi, a titolo esemplificativo, al rapporto ottimale tra il tempo necessario alla strutturazioni di simili operazioni ed il potenziale di crescita esponenziale che le contraddistingue; al contempo, tuttavia, la difficoltà di adeguare culture e strutture aziendali tra loro differenti, per continuare l'esempio riportato, al fine di creare armonia e serenità, rappresenta il limite significativo la cui gestione è fondamentale per garantire il successo dell'attività in oggetto.

Approfondendo la suddetta trattazione, tuttavia, è bene comprendere dettagliatamente come alle operazioni di fusione e alle operazioni di acquisizione si accompagnino ulteriori vantaggi e svantaggi distintivi tipici, che fungono da pilastro principale circa la decisione di attualizzazione di una o l'altra attività.

La formazione di un nuovo ente avente personalità giuridica, a titolo esemplificativo, risulta possibile unicamente a seguito di operazioni di fusione propria che, coerentemente, prevedono la figura del *newco*; le restanti attività straordinarie (fusione per incorporazione e acquisizione) non favoriscono la costituzione di alcuna nuova realtà, ma si limitano al mero trasferimento di risorse tra due soggetti preesistenti.

---

<sup>12</sup> Tedeschi, G. & Salvadeo, S. (2012). Le operazioni straordinarie e la gestione dei processi di acquisizione. Italia: Ipsoa.

Le operazioni di fusione propria, in tal senso, risultano caratterizzate da un livello di rischio ridotto rispetto le restanti attività, in quanto le obbligazioni assunte vengono condivise da entrambe le parti oggetto dell'operazione e non singolarmente dall'azienda acquirente.

La seguente strategia di crescita non organica, al contempo, si dimostra maggiormente onerosa: in accordo con quanto accennato precedentemente (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.2.1.), le fusioni proprie si rivelano più costose in termini economici e di tempo, in quanto la costituzione di un nuovo soggetto giuridico necessita un *iter* processuale di approvazione caratterizzato da complessità e lunghe tempistiche.

Le operazioni di acquisizione (e di fusione per incorporazione), d'altro canto, rappresentano un ottimo strumento per cogliere opportunità di mercato e, tra le altre, per eliminare una realtà concorrente del rispettivo business, in quanto mediante acquisizione verrebbe inglobata e, di fatto, cancellata dall'industria.

L'assenza di problemi e, soprattutto, rallentamenti nell'attuazione della strategia aziendale, inoltre, è certamente più probabile in operazioni ove si acquisisce la maggioranza piuttosto che divenire partner tramite la fusione con un soggetto terzo.<sup>13</sup>

Data la significativa portata, tuttavia, sia le operazioni di fusione (siano esse proprie o per incorporazione) che le operazioni di acquisizione rischiano di rilevare ingenti danni qualora dovessero fallire: se le operazioni di M&A non risultano ben pianificate e coerenti con la strategia complessiva dell'azienda, in linea generale, l'attività implica da subito la distruzione di valore per ambo le parti coinvolte.

Ne consegue, dunque, la necessità e l'estrema attenzione richiesta in ogni aspetto e momento da parte del management nella programmazione ed implementazione delle operazioni di fusione e acquisizione, di cui bisogna analizzare attentamente i molteplici fattori che potrebbero influenzarne il successo.

Nel corso degli ultimi anni, a tal proposito, si sono sviluppate figure professionali dedite alla disciplina di operazioni di rilevanza notevole, quali gli *advisors* ed i *brokers* industriali e finanziari. Affianco a questi, i fondi di *venture capital* e *private equity*: con tali terminologie si intendono i fondi che tramite l'acquisizione di partecipazioni in aziende non strutturate perseguono l'obiettivo di sviluppo finalizzato al raggiungimento di una plusvalenza in ottica temporale di medio lungo termine; il supporto dell'investitore di tali fondi non si esaurisce nella mera fornitura di capitale di rischio, ma si allarga ulteriormente alla disponibilità ed al trasferimento di *know how* e competenze manageriali.<sup>14</sup>

Essendo le operazioni di M&A relativamente rischiose, come precedentemente accennato, è richiesto necessariamente un concreto e preciso rationale che funga da motivante circa l'attuazione di operazioni di tale portata.

---

<sup>13</sup> Mishkin, F. & Al. (2020). Istituzioni e mercati finanziari. Milano, Roma: Pearson.

<sup>14</sup> Berk, J. & DeMarzo, P. (2018). Finanza Aziendale (Quarta Edizione), Vol 1. USA: Pearson.

### **1.3. Motivazioni Sottostanti le Operazioni di M&A**

L'obiettivo principale perseguito mediante le operazioni di fusione e acquisizione è, in parte, già stato introdotto precedentemente nella trattazione della necessità di implementare strategie di crescita esterna nella nuova economia moderna al fine di aumentare la capacità di sopravvivenza in un ambiente fortemente mutato (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.1.).

Vengono evidenziate, tuttavia, una moltitudine di motivazioni sottostanti che incitano lo sviluppo del desiderio aziendale di crescita, differenziandosi sulla base del soggetto oggetto della trattativa a cui fanno riferimento. A prescindere dagli obiettivi perseguiti dall'ente che propone l'operazione di M&A, tuttavia, tali attività si concretizzano laddove ambo le controparti ottengono un vantaggio economico circa la stipula del contratto di compravendita: tale aspetto si traduce nella necessità di raggiungimento simultaneo degli obiettivi di acquisto e di vendita sottostanti l'operazione e, dunque, nella coordinazione delle ambizioni sottostanti le intenzioni.

La gestione totalmente oggettiva delle motivazioni rispettive della società *buyer* e della società *target*, d'altro canto, risulta di difficile immaginazione, in quanto il rapporto si dimostra sempre viziato da fattori esterni con carattere soggettivo: si pensi alla diversa forza contrattuale che favorisce solamente una delle realtà oggetto la trattativa, a discapito della parte che, a titolo esemplificativo, dimostra necessità di liquidità nell'immediato, che pur di cedere nel breve termine la propria attività, o parte di essa, è disposta ad accettare un prezzo di acquisizione che sottovaluta il proprio patrimonio.

Ne risulta, dunque, l'importanza caratterizzante dapprima la gestione simultanea delle motivazioni sottostanti le operazioni di M&A e dell'influenza di fattori esterni, quali appunto il potere contrattuale delle controparti dell'attività, in quanto fattori rappresentativi e caratterizzanti il buon esito della trattativa.

#### **1.3.1. Le Motivazioni della Società Buyer**

Le operazioni di M&A, tendenzialmente, sono proposte su iniziativa della società *buyer* sulla base di una moltitudine di motivazioni sottostanti che si rifanno al fine ultimo di far crescere e sopravvivere la società di riferimento in un ambiente competitivo in fase di evoluzione.

I driver principali che guidano la società acquirente nelle attività di M&A vengono raggruppati in un grande insieme di possibilità distinte:<sup>15</sup>

- a) Aumento della propria quota di mercato: attraverso le operazioni di M&A la società *buyer* viene in possesso delle quote, secondo la proporzione stabilita dall'operazione, della società *target*, aumentando di fatto la propria quota di mercato. Tale conseguenza permette di assumere una posizione

---

<sup>15</sup> Zhou, L. (2016). Mergers and Acquisitions Deal Initiation and Motivation. Montréal, Canada: Doctoral dissertation, Concordia University.

di *leadership* nell'industria, potendo conseguentemente esercitare maggiore influenza circa i prezzi offerti al consumatore, nonché rappresentare un ostacolo preoccupante per la concorrenza.

Lo sfruttamento della clientela e dei canali distributivi per mezzo dell'acquisizione delle risorse della società bersaglio costituisce il fattore principale che incide direttamente sulla performance aziendale della nuova entità, incrementandone i rispettivi ricavi e, dunque, la quota di mercato.

- b) Diversificazione del rischio: la diversificazione del lavoro resa possibile dalle operazioni di M&A permette alla società acquirente di sviluppare la propria attività produttiva anche su fronti dapprima sconosciuti e noti alla sola società inglobata.

La proposta ed offerta di nuovi prodotti e l'operatività in nuovi mercati, rese possibili dalle caratteristiche tipiche della società acquisita, rappresentano le basi per la riduzione del livello aziendale di rischio di fallimento generale.

- c) Riallineamento tecnologico strategico: per contrastare il rischio di obsolescenza, mediante le operazioni di M&A la società acquirente entra in contatto con il livello tecnologico sviluppato dalla società *target*, potendo così allineare a questo le proprie attività; specie in un ambiente esterno fortemente dinamico, le innovazioni tecnologiche spesso assumono la forma di barriere all'ingresso ed alla sopravvivenza, da cui consegue la difficoltà di operatività in determinate industrie.

L'acquisizione del *know how* direttamente dalla società bersaglio costituisce il punto di partenza più rapido in ottica di riallineamento tecnologico strategico, in quanto le lacune derivanti dal tempo necessario all'implementazione di nuove tecnologie vengono velocemente colmate.

- d) Acquisto di attività sottovalutate: attraverso le operazioni di M&A la società acquirente ha la possibilità di rapportarsi con realtà sottovalutate, il cui valore, perciò, risulta inferiore rispetto al reale potenziale espresso dal mercato. La rivalutazione, mediante ristrutturazione, di tali attività implica una forma di vantaggio immediato per la società *buyer*, che gode della capacità di sfruttare risorse e procedure già avviate ad un costo relativamente moderato.

- e) Egoismo e non-comportamenti dei manager: coerentemente con tratti della personalità egocentrici e arroganti, i manager della società acquirente possono vedere le operazioni di M&A come strumento principale atto ad esaltare il proprio prestigio di direzione di una realtà dalle grandi dimensioni, verso cui esercitare la propria influenza interna ed il proprio potere.

Le motivazioni sottostanti tale categoria rappresentano, ovviamente, l'unica classe certamente errata e a cui non bisogna affiancarsi, in quanto vengono sviluppati atteggiamenti in contrapposizione con gli obiettivi futuri degli azionisti e della società acquirente.

Le motivazioni sopra elencate costituiscono i driver perseguiti dal management della società acquirente nella ricerca di creazione di valore indispensabile per la crescita esterna dell'azienda.

Affinché tali motivazioni creino effettivamente valore, tuttavia, condizione necessaria è che le parti oggetto dell'operazione posseggano caratteristiche utili alla produzione di sinergie: mediante tale terminologia si fa

riferimento al valore incrementale generato dalla combinazione di due realtà distinte, la cui integrazione genera opportunità che non sarebbero raggiungibili se le due entità considerate operassero indipendentemente.<sup>16</sup>

Ne consegue direttamente che la creazione di valore, a tal proposito, è funzione strettamente legata allo sfruttamento delle sinergie realizzate dall'operazione in oggetto.

Il suddetto valore incrementale risultante dall'operazione fa riferimento a diversi aspetti dell'attività economica, da cui consegue la divisione del concetto di sinergia in classi.

### **1.3.1.1. Le Sinergie di Costo**

La classe principale di sinergie economiche che impatta positivamente sull'operatività di una azienda è rappresentata dalle cosiddette sinergie di costo. Tale tipologia di sinergia mira a migliorare l'efficienza operativa attraverso la riduzione dei costi sostenuti dalla nuova entità risultante dall'operazione di M&A.

Vengono, di seguito, riportate le principali sinergie di costo perseguibili dal soggetto acquirente:<sup>17</sup>

- a) Raggiungimento di economie di scala: aumentando le proprie dimensioni e, conseguentemente, la propria produzione e vendita, la società *buyer* può sfruttare a proprio favore le economie di scala. Tale fenomeno permette di distribuire i costi fissi legati ad ogni attività prodotta su un quantitativo di unità maggiore, delineando una minor incidenza sul costo medio di ciascun bene.

Si possono altresì realizzare economie di scala pecuniarie, dovute alle condizioni contrattuali migliori ottenibili nei confronti dei fornitori in virtù dell'agevolazione economica applicata su una richiesta di fornitura superiore.

- b) Raggiungimento di economie di scopo: la società acquirente ha la possibilità di utilizzare le proprie risorse in modo complementare tra la propria realtà e l'acquisita, centralizzando talune attività purché presentino affinità nella catena produttiva tali da poter estendere le capacità inutilizzate in attività limitrofe; per merito di tale opportunità si perviene ad una migliore allocazione delle risorse in eccesso, esaltando la riduzione dei costi sostenuti.

Le suddette risorse comuni citate si suddividono in: risorse tangibili, quali macchinari, attrezzature e materie prime, e risorse intangibili, quali marchi, brevetti, uffici marketing e così continuando.

- c) Eliminazione delle inefficienze: nell'eventualità di una direzione obsoleta, la società acquirente ha il potere di sostituire il proprio management con l'ingresso di giovani direttori all'avanguardia della società bersaglio. Specialmente in Italia, dove la cultura del lavoro troppo spesso vede aziende guidate da manager anziani e stabili nel tempo, tale classe di sinergia disegna concretamente un modo per

---

<sup>16</sup> Berk, J. & DeMarzo, P. (2018). Finanza Aziendale (Quarta Edizione), Vol I. USA: Pearson.

<sup>17</sup> Damodaran, A. (2005). The value of synergy. New York, USA: Leonard N. Stern School of Business.

sfoltire e ridurre la vecchia dirigenza, “puntando su una leadership intergenerazionale che rappresenta la chiave per sbloccare il vantaggio competitivo”.<sup>18</sup>

### 1.3.1.2. Le Sinergie di Ricavo

Mentre l'individuazione delle sinergie di costo appare tendenzialmente più immediata, in quanto quantificabili antecedentemente l'operazione, dimostrare posteriormente le sinergie di ricavo risulta più difficile e complesso. Tale tipologia di sinergia mira a migliorare l'efficienza operativa attraverso l'aumento dei ricavi ottenuti dalla nuova entità risultante dall'operazione di M&A.

Vengono, di seguito, riportate le principali sinergie di ricavo perseguibili dal soggetto acquirente:<sup>19</sup>

- a) Aumento della dimensione: la società *buyer*, come conseguenza base dell'operazione, assume dimensioni maggiori, sia in ottica di produzione sia in ottica forza lavoro; vengono, in aggiunta, rese disponibili le attività (quali risorse e competenze) di una diversa società, la cui gestione definisce la prima naturale modalità di crescita dei ricavi.
- b) Potere di mercato: l'incorporazione, come descritto precedentemente, delle quote di mercato della realtà acquisita permette alla società acquirente di divenire una realtà più grande e, dunque, caratterizzata da una maggiore forza contrattuale nei confronti di fornitori, clienti ed ulteriori *competitors*; ne risulta la possibilità di influenzare in maniera più netta i prezzi di equilibrio di mercato.
- c) Opportunità di *cross-selling* e *up-selling*: per merito della diversificazione dei prodotti raggiunta a seguito dell'operazione, la società acquirente ha il potere di proporre ad i propri consumatori prodotti correlati e complementari (*cross-selling*) nonché prodotti di fascia più alta (*up-selling*) affianco a beni già acquistati in precedenza.

L'attuazione di tali strategie di marketing nella propria attività di vendita evidenzia l'incremento del volume di beni venduti e, dunque, dei ricavi.<sup>20</sup>

### 1.3.1.3. Le Sinergie Finanziarie

Affianco alle sinergie di tipo operativo, analizzate nei paragrafi precedenti (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.3.1.1. ed il Paragrafo 1.3.1.2.), le operazioni di M&A possono sviluppare altresì sinergie di tipo finanziario.

---

<sup>18</sup> Harvard Business Review: <https://www.hbritalia.it/homepage/2023/10/16/news/facciamo-entrare-piu-giovani-nei-gruppi-dirigenti-15682/>.

<sup>19</sup> Săcui, V. & Maticiuc, M. D. (2020). The Sources of Revenue Synergies in Mergers & Acquisitions. Bucarest, Romania: EDITURA ASE, 592-602.

<sup>20</sup> Glossario Marketing: <https://www.glossariomarketing.it/significato/cross-selling/>.

Tale tipologia di sinergia mira a migliorare l'efficienza della struttura finanziaria della nuova entità risultante dall'operazione di M&A per mezzo della differente distribuzione di variabili finanziarie.

Vengono, di seguito, riportate le principali sinergie finanziarie perseguibili dal soggetto acquirente:<sup>21</sup>

- a) Riduzione del costo del capitale: la struttura finanziaria di una qualsiasi società è costituita dalla componente relativa all'*equity* e dalla componente relativa al debito, ponderate per i rispettivi pesi assunti all'interno della struttura. Il WACC, termine utilizzato per indicare il *Weighted Average Cost Of Capital*, in italiano Costo Medio Ponderato Del Capitale, esprime il livello di rischio aziendale percepito dal mercato sulla base della composizione di tale struttura finanziaria analizzata (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.2.1.3.).

Per mezzo di operazioni di M&A ben strutturate risulta possibile mutare la struttura finanziaria di un'azienda, diminuendo di fatto il costo del capitale e, conseguentemente, la rischiosità della società acquirente.

- b) Opportunità sui tassi di interesse: diminuendo l'esposizione al rischio, come accennato nel punto precedente, la società acquirente migliora la propria capacità di solvibilità, da cui ne consegue il potere di negoziare tassi di interesse inferiori ai precedenti per merito del migliore rating creditizio.

#### **1.3.1.4. Le Sinergie Fiscali**

La totalità delle sinergie sinora trattate influenza la performance della nuova entità risultante dall'operazione di M&A in maniera diretta, mutando aspetti principali dell'attività produttiva, quali costi e ricavi. Le sinergie fiscali, viceversa, giocano un ruolo indiretto sull'ottimizzazione della società *buyer*, rivolgendosi ad una variabile, quella della tassazione, che non dipende dalla realtà oggetto dell'operazione ma da imposizioni di terzi.

Vengono, di seguito, riportate le principali sinergie fiscali perseguibili dal soggetto acquirente:

- a) Distretti industriali e reti d'impresa: lo sfruttamento di stabilimenti ed impianti della società *target* permette, qualora questi siano collocati in distretti industriali, l'accesso ad ubicazioni che migliorano la situazione fiscale della società acquirente.

A tal proposito, "La legge finanziaria del 2006 n 266/05 interviene in materia di distretti produttivi che, come è noto, rappresentano uno dei maggiori punti di forza del sistema produttivo italiano e che si configurano come sistemi produttivi locali omogenei, caratterizzati da un'elevata concentrazione di imprese industriali";<sup>22</sup> il comma 368 ne determina le disposizioni tributarie, amministrative,

---

<sup>21</sup> Duan, Y. & Jin, Y. (2019). Financial constraints and synergy gains from mergers and acquisitions. New Jersey, USA: Journal of International Financial Management & Accounting, 60-82.

<sup>22</sup> Camera.it: [https://leg15.camera.it/cartellecomuni/leg14/RapportoAttivitaCommissioni/testi/10/10\\_cap17.htm](https://leg15.camera.it/cartellecomuni/leg14/RapportoAttivitaCommissioni/testi/10/10_cap17.htm).

finanziarie e di promozione della ricerca e dello sviluppo, permettendo per le società appartenenti a distretti produttivi di dare vita ad un ambito comune di agevolazione per la fiscalità. Attraverso il consolidamento fiscale il legislatore favorisce la creazione di distretti industriali e filiere industriali per lo sviluppo di aree territoriali e settori economici.

- b) Riporto delle perdite: i benefici fiscali riconducibili al riporto delle perdite sono possibili per mezzo delle opportunità di sfruttamento di eventuali crediti di imposta presenti nei bilanci della società acquisita a seguito di perdite d'esercizio riscontrate negli anni antecedenti l'operazione: la possibilità di dedurre le perdite dell'impresa dal reddito dell'acquirente rende la leva fiscale un aspetto notevole in sede di valutazione di un'operazione di M&A.

Nel corso degli anni, e più precisamente verso la fine degli anni Novanta, il fenomeno di riporto delle perdite ha caratterizzato una connotazione negativa di tendenza, dimostrata dall'assidua frequenza di ricorso all'acquisto di aziende in dissesto le cui perdite venivano dedotte totalmente in un unico esercizio dell'acquirente al fine di ridurre l'imposta pagata sul reddito creato.

Per contrastare tale pratica, il legislatore tributario ha introdotto la normativa dell'articolo 172 del Testo Unico delle Imposte sui Redditi (TUIR), che disciplina le operazioni di M&A imponendo limiti circa le modalità ed i tempi in cui le perdite possono essere riportate e utilizzate per compensare i profitti futuri. Ad oggi si possono dedurre le perdite dal reddito imponibile (ai fini dell'IRES) solo nel caso in cui l'azienda *target* mostri ancora degli indici di vitalità in termini di fatturato e dipendenti: i ricavi ed il costo del personale non devono, difatti, essere inferiori al 40% del valor medio annuale degli ultimi due esercizi; la perdita di esercizio, inoltre, non deve affatto superare il patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio delle società acquirente.<sup>23</sup>

Le sinergie rappresentano, in sintesi, l'elemento chiave che guida le decisioni di fusione e acquisizione dal lato della società acquirente. L'efficace identificazione e la successiva realizzazione di tali variabili, siano esse operative, finanziarie o fiscali, si dimostra cruciale per la massimizzazione del valore creato dalla strategia di crescita esterna. Pertanto, la valutazione accurata delle sinergie risulta l'aspetto centrale per garantire il successo a lungo termine delle operazioni di M&A.

### **1.3.2. Le Motivazioni della Società Target**

Le operazioni di M&A, come accennato precedente, sono tendenzialmente proposte su iniziativa della società *buyer*. Nonostante l'importanza espressa dalla trattazione del concetto di sinergie, tuttavia, tali attività si concretizzano unicamente laddove esistano anche delle ragioni di vantaggio economico in capo alla società

---

<sup>23</sup> Rivista di Diritto Tributario: <https://www.rivistadirittotributario.it/2023/09/20/prospettive-di-revisione-delle-condizioni-e-delle-limitazioni-al-riporto-delle-perdite-nellambito-dei-trasferimenti-infragruppo/>.

*target*: le motivazioni sottostanti necessitano di essere tali per cui sulla base di queste il management della realtà bersaglio si decide a disinvestire offrendo a terzi il rispettivo complesso aziendale.

I driver principali che guidano la società *target* nelle attività di M&A vengono raggruppati in un grande insieme di possibilità distinte:<sup>24</sup>

- a) Stato di necessità: la motivazione principale sottostante la decisione di cessione della società si verifica qualora il management prenda coscienza circa l'esistenza oggettiva di situazioni patologiche inerenti la gestione aziendale: redditività inadeguate, debolezza competitiva, obsolescenza tecnologica e necessità di forti investimenti rappresentano fattori che definiscono la scarsa salute di una società, a cui spesso segue l'operazione di cessione come atto intelligente, umile e consapevole dello stato di crisi in cui versa l'azienda (quasi in opposizione all'egoismo manageriale analizzato in precedenza; si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.3.1.).
- b) Alienazione: l'evoluzione della struttura competitiva può portare con sé mutamenti circa la redditività di determinate aree geografiche e di settori specifici. Un'azienda succube di tali effetti negativi ha il potere di attuare la strategia di alienazione ed abbandono delle aree di business interessate, cedendo queste a terzi allo scopo di focalizzare l'attività unicamente con riferimento ad i business maggiormente profittevoli.
- c) Problemi di successione: vengono spesso evidenziate, specialmente nelle piccole realtà a conduzione familiare, problematiche riguardanti il tema della successione aziendale: ogni imprenditore prossimo alla pensione, sia per anzianità che per problemi di salute, si trova dinnanzi alla complessa scelta dei successori della propria realtà; se viene meno l'individuazione di figure che possano efficientemente sostituire il leader nel suo ruolo di direzione, ad esempio a seguito della mancata fiducia riposta nel ricambio generazionale, l'imprenditore è in grado di uscire dalla gestione societaria attraverso la messa in vendita della rispettiva azienda.  
Affianco alle problematiche concernenti la successione nella conduzione aziendale, la decisione di cessione può dipendere anche da eventi quali la presenza di conflitti irrisolvibili tra soci.
- d) Termine della fase di sviluppo: qualsiasi azienda, specie nei settori caratterizzati da alto livello di dinamismo, ha bisogno di continui aggiornamenti e miglioramenti per seguire l'evoluzione del contesto competitivo. Non risulta semplice adempiere a tali richieste costantemente nel tempo, tanto che può accadere che aziende negligenti si trovino dinnanzi a prospettive future piatte, specie per competenze limitate da parte del management. In condizioni simili la cessione dell'azienda rappresenta lo strumento migliore per capitalizzare i risultati sino a quel momento raggiunti.
- e) Cessione di attività sopravvalutate: offerte particolarmente vantaggiose rappresentano proposte di cessione alle quali è difficile rinunciare: l'offerta di acquisizione che sovrastima le attività di una azienda, accompagnata dal pagamento di un premio per gli azionisti di alto valore, basta a giustificare

---

<sup>24</sup> Fidrmuc, J. P. & Xia, C. (2019). M&A deal initiation and managerial motivation. Amsterdam, Paesi Bassi: Journal of Corporate Finance, 320-343.

la cessione della società *target* (quasi in opposizione all'acquisto di attività sottovalutate analizzato in precedenza; si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.3.1.).

Affianco al mero importo dell'offerta avanzata, anche il *timing* in cui la proposta viene ricevuta funge da fattore con alto potere di influenza circa il successo della trattativa.

La cessione d'azienda, o di una parte di questa, in sintesi, non sempre risulta legata a situazioni patologiche di crisi aziendale, come è tendenza immaginare.

Allo stesso modo delle motivazioni sottostanti la società *buyer*, risultano numerose le motivazioni sottostanti tale decisione strategica per la società *target*, ed il loro peso decisivo varia sulla base del management e dell'impronta direzionale che questo desidera conferire alla società.

In generale, comunque, la presenza contemporanea dei razionali sopra elencati aumenta la probabilità di buon esito dell'operazione di M&A: se la società bersaglio, a titolo esemplificativo, non ha chiaro il proprio futuro in termini di successione, ed al contempo riceve un'offerta che sopravvaluta l'attività, la probabilità di successo della trattazione aumenta significativamente; una realtà con un chiaro piano di sviluppo futuro, viceversa, si dimostra più restia anche all'eventuale pagamento di un alto premio operativo.

Affianco a motivazioni simili, come precedentemente accennato, il rapporto di M&A è ulteriormente viziato da fattori soggettivi quali il potere contrattuale delle parti: nell'eventualità di problematiche aziendali oggettive, a titolo esemplificativo, il potere negoziale della società *buyer* risulta essere maggiormente influente nella negoziazione; qualora le motivazioni sottostanti la cessione, invece, si riferiscano alla massimizzazione del risultato economico da cogliere, la maggior forza contrattuale si manifesta in capo alla società *target*. Tale variabile, tuttavia, rappresenta una misura relativa e poco stabile, in quanto può mutare nel corso del tempo: si pensi, a tal proposito, alla società bersaglio caratterizzata da ottime prospettive future, la quale a distanza di qualche anno si trova nel mezzo di un contenzioso tra gli azionisti nonché proprietari della stessa, per cui come unica forza risoltrice del diverbio si sviluppa l'idea di cessione dell'attività.

Ne risulta che, affianco alle motivazioni oggettive della società *target* precedentemente analizzate, il buon esito della trattativa di M&A dipende anche da fattori soggettivi, quali appunto il potere contrattuale, la cui presenza rappresenta un'importante misura ulteriore da valutare.

### **1.3.3. Il Valore di Acquisizione**

La visione di creazione di valore nel futuro per entrambe le realtà oggetto delle operazioni di M&A giustifica la precisa struttura che segue il valore di acquisizione concordato nel corso della trattativa dell'attività.

Il processo valutativo delle operazioni di M&A, difatti, risulta caratterizzato da due aspetti complementari:<sup>25</sup>

---

<sup>25</sup> Berk, J. & DeMarzo, P. (2018). Finanza Aziendale (Quarta Edizione), Vol 1. USA: Pearson.

- a) La valutazione dell'impresa *target* allo *status quo*: tale variabile costituisce, di fatto, il prezzo pagato dalla società acquirente agli azionisti per il mero trasferimento della proprietà acquisita; tale misura rappresenta la stima del valore della società *stand alone*, ossia sulla base unica della struttura e della prestazione attuale conseguita.
- b) La valutazione del premio di acquisizione: tale variabile costituisce, d'altro canto, il sovrapprezzo pagato dalla società *buyer* agli azionisti della società bersaglio per il valore aggiunto ottenibile a seguito dell'operazione; tale misura rappresenta la stima del valore creato nel prossimo futuro dalla combinazione delle due società.

Affinché, per mezzo di un'operazione di M&A, venga effettivamente creato valore aggiuntivo nel futuro, il valore delle due società unite a seguito dell'operazione deve risultare superiore rispetto alla semplice somma del valore di ciascuna di esse considerate come singole entità a sé stante (*stand alone*).

Esprimendo quanto appena citato per mezzo di una formula:

$$W_{(A+B)} > W_A + W_B \quad (1)$$

Dove:

$W_{(A+B)}$  = Valore della nuova entità risultante dall'operazione di M&A;

$W_A$  = Valore della società *buyer* (A) in assenza dell'operazione (*stand alone*);

$W_B$  = Valore della società *target* (B) in assenza dell'operazione (*stand alone*).

Per comprendere accuratamente il valore netto prodotto dall'operazione di M&A e non quello totale ( $W_{(A+B)}$ ), tuttavia, si deve analizzare il valore dell'acquisizione, variabile netta che tiene in considerazione il solo valore creato ed aggiunto dall'attività bersaglio alla società *buyer*.

Partendo dall'idea che tale ammontare non corrisponde obbligatoriamente al prezzo di acquisizione, il quale per seguire una logica di successo deve risultare minore a tale misura valoriale, si pone a confronto uno scenario base, rappresentato dal valore della sola società *buyer* in assenza dell'operazione, ed uno scenario innovativo, espresso dal valore assunto dalla nuova entità risultante.<sup>26</sup>

Seguendo tale logica, il valore di acquisizione è dato dalla differenza tra risultato nuova entità e valore iniziale della società bersaglio. Esprimendo quanto analizzato mediante l'utilizzo di una formula:

$$W_{Acq.(B)} = W_{(A+B)} - W_A \quad (2)$$

Dove:

$W_{Acq.(B)}$  = Valore di acquisizione della società *target* (B);

---

<sup>26</sup> Buttignon, F. (1991). Modelli finanziari di valutazione delle strategie. Milano, Italia: Etaslibri.

$W_{(A+B)}$  = Valore della nuova entità risultante dall'operazione di M&A;

$W_A$  = Valore della società *buyer* (A) in assenza dell'operazione (*stand alone*).

Compreso, dunque, nel dettaglio cosa si intende con il termine “valore di acquisizione”, nonché la sua origine, è possibile analizzare la composizione di tale misura finanziaria.

Secondo il modello della stratificazione del valore<sup>27</sup>, il processo di stima del valore di acquisizione è composto da una moltitudine di variabili, ognuna delle quali conferisce valore aggiuntivo all'operazione di M&A:

- a) Valore *stand alone* della società *target*: variabile valoriale principale che segue un'operazione di M&A; tale misura è rappresentata, come accennato in precedenza, dal valore indipendente della società bersaglio.
- b) Valore sfruttamento sinergie: la componente del valore creato deriva, in secondo luogo, maggiormente dallo sfruttamento di sinergie; la creazione di queste rappresenta, in parte, il valore superiore nato dalla combinazione tra le controparti dell'attività rispetto quello derivante dalle singole realtà considerate indipendentemente (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.3.1.).
- c) Valore differenziale di rischio: l'aumento dimensionale che segue un'operazione di M&A può sia aumentare che ridurre il rischio a seconda dei casi della società risultante. Tale variabile influenza in modo positivo, o negativo nel caso esemplificativo di un'operazione di *Leverage Buy Out* (il *Leverage Buy Out*, o LBO, indica la tipologia di operazioni di acquisizione di una società mediante il ricorso a fondi derivanti prevalentemente da capitale di debito, il cui rimborso è garantito dall'attivo patrimoniale della realtà acquisita e dai *cash flow* da essa generati)<sup>28</sup>, il valore di acquisizione.
- d) Valore opportunità strategiche incrementali: ultima variabile ad influenzare il rapporto, di cui la quantificazione risulta altamente complessa, poiché vicina a tematiche di difficile individuazione: si pensi, a tal proposito, all'accesso a nuovi mercati o al consolidamento della propria posizione.

La formula unica che sintetizza l'elenco precedentemente esposto è la seguente:

$$W_{Acq.(B)} = W_B + W_S + W_{\Delta Rischio} + W_O \quad (3)$$

Dove:

$W_{Acq.(B)}$  = Valore di acquisizione della società *target* (B);

$W_B$  = Valore della società *target* (B) in assenza dell'operazione (*stand alone*);

$W_S$  = Valore dello sfruttamento sinergie;

$W_{\Delta Rischio}$  = Valore del differenziale di rischio;

$W_O$  = Valore delle opportunità strategiche incrementali.

---

<sup>27</sup> Massari, M. (1998). Finanza aziendale. Valutazione. Milano, Italia: McGraw-Hill Education.

<sup>28</sup> Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/leveragebuyout.htm>.

#### **1.4. Procedimento delle Operazioni di M&A**

Le operazioni di M&A si delineano, dunque, come operazioni complesse, al cui successo contribuiscono una molteplicità di fattori. Coerentemente con le elevate potenzialità economiche sviluppate per merito delle seguenti attività, la strutturazione delle operazioni di M&A tendenzialmente necessita di ingenti costi, finalizzati alla ricerca, alla gestione ed al trasferimento di informazioni utili ad aumentare la probabilità di successo successiva alla conclusione della trattativa.

Il processo di acquisizione, a tal proposito, può essere articolato in tre macrofasi distinte:

- a) Fase iniziale, denominata anche fase di pre-acquisto, nella quale viene stipulato un piano strategico avente caratteristiche specifiche, per mezzo del quale vengono stabiliti gli obiettivi di fondo perseguiti dall'operazione nonché le caratteristiche potenziali della società *target*, sia in termini quantitativi che in termini qualitativi.
- b) Fase intermedia, chiamata anche fase di negoziazione e *closing*, in cui la negoziazione dei termini specifici dell'operazione riveste il ruolo cruciale: trovare un accordo circa il prezzo di acquisto e le modalità al fine di giungere alla stesura definitiva del contratto di acquisizione.
- c) Fase finale, o anche fase di integrazione, costituita dall'effettivo coordinamento che sopraggiunge tra le società coinvolte nell'operazione, con le rispettive decisioni e gli aspetti operativi necessari per poter perseguire e conseguire i benefici sinergici attesi.

Ogni momento è caratterizzato da sottofasi la cui funzione risiede nell'assicurare accuratezza all'intero procedimento di integrazione, che, a tal proposito, non va immaginato come una linea retta poiché la sequenzialità di ogni fase può essere interrotta ogni qualvolta insorgano problematiche ed informazioni che lo richiedono.

La totalità del processo di M&A è accompagnato da un'apposita documentazione necessaria a garantire trasparenza e completezza anche all'esterno delle società oggetto dell'attività, in quanto tali tipologie di operazioni implicano conseguenza indirettamente anche all'ambiente circostante i soggetti di riferimento.

##### **1.4.1. La Macrofase Iniziale**

La prima macrofase, anche chiamata fase di pre-acquisto, ha uno stampo prettamente strategico, in quanto deve giustificare l'operazione di M&A come soluzione effettivamente percorribile per raggiungere gli obiettivi prefissati.

Per rispondere al proprio compito, la seguente macrofase è caratterizzata dallo studio interno ed esterno dell'ambiente in cui si sviluppa l'attività di riferimento, con l'ottica di generare una visione completa circa le caratteristiche della società *buyer* e la conseguente coerenza con gli aspetti della società *target*.

Nel contesto di pre-acquisto, e dunque durante la suddetta analisi, il management della società acquirente può

avvalersi del contributo di consulenti specializzati (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.2.3.) le cui competenze ed il cui network supportano l'individuazione di un adeguato *pool* di aziende obiettivo.

La fase di pre-acquisto, andando più nello specifico, ha origine nell'analisi interna della realtà promotrice l'operazione di M&A, mediante il riconoscimento delle proprie aree di forza e di debolezza sulle quali disegnare, successivamente, gli obiettivi sinergici desiderati dall'attività.

La conseguente analisi esterna permette di costruire una visione chiara circa il quadro generale del mercato, conoscendone il tasso di competitività aziendale attuale, nonché il ciclo di vita dell'industria e le rispettive variabili evolutive.

Il risultato ottenuto dalla seguente microfase è rappresentato da una *long list* contenente le informazioni principali delle possibili candidate.

I risultati sopraggiunti dalla precedente microfase vengono, in un secondo momento, studiati per individuarne il grado di coerenza strategica con la società acquirente e, soprattutto, per comprenderne le potenzialità di raggiungimento delle sinergie obiettivo ideate anteriormente: sfruttare sinergie di costo o sinergie fiscali, a titolo esemplificativo, porterà l'attenzione verso aziende candidate le cui caratteristiche differiscono l'una dall'altra.

Il risultato ottenuto dalla seguente microfase costituisce, di fatto, una scrematura del precedente elenco a favore della stipula di una *short list* delle candidate ipotizzate, utile inoltre all'individuazione di molteplici alternativi alla scelta finale futura.

Lo stadio di pre-acquisto termina, a tal proposito, con l'individuazione di una sola candidata, a seguito della valutazione dettagliata dei punti di vantaggio nonché delle future opportunità caratteristiche le società rimanenti; strumenti strategici quali matrici e analisi SWOT (*Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threat*) rivestono in tale momento l'aspetto principale per facilitare la selezione.

La realtà risultante dalla seguente microfase rappresenta la società *target* dell'operazione di M&A, sulla quale costruire la successiva macrofase del procedimento di acquisto.<sup>29</sup>

#### **1.4.2. La Macrofase Intermedia**

La seconda macrofase, anche denominata fase di negoziazione e *closing*, costituisce il momento centrale della realizzazione dell'operazione di M&A, in quanto con questa si determina il passaggio dalla mera ideazione alla concretizzazione pratica e operativa dell'attività.

Il primo vero contatto con la società *target* individuata nella fase precedente si sviluppa nella seguente fase, con la finalità di verifica dell'esistenza di un reale interesse alla cessione: laddove ci sia un riscontro negativo,

---

<sup>29</sup> Cleverism: <https://cleverism.com/how-to-create-and-shorten-long-list-mergers-acquisitions/>.

la società acquirente ha la possibilità di ricercare alternativi simili nella medesima *short list* prima presentata; viceversa, qualora la società bersaglio sia interessata ad avviare il rapporto, viene da subito sviluppata la fase di negoziazione.

La disponibilità ad avviare e concludere tale fase è fortemente correlata alle motivazioni di ambo le parti sottostanti all'operazione (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.3.), nonché alla forza contrattuale delle stesse ed alla propensione a trovare soluzioni tecniche in grado di risolvere i problemi che sorgono costantemente durante tutto il procedimento.

La presenza di fattori esterni la volontà delle parti che influenzano il buon esito dell'operazione giustifica la presenza di soggetti terzi (quali *investment banks* e studi legali) chiamati a coordinare e gestire le trattative e le rispettive informazioni ad alto valore aggiunto.<sup>30</sup>

Ne risulta, tuttavia, un processo relativamente complesso e lungo, che può essere raggruppato in tre insiemi generali: fase di pre-negoziazione, fase di negoziazione e fase *closing* dell'operazione di M&A.

#### **1.4.2.1. La Fase di Pre-Negoziazione**

La fase di pre-negoziazione funge da momento in cui ambo le controparti dell'operazione di M&A hanno la possibilità di collezionare informazioni utili al buon esito della successiva trattativa.

La fase di pre-negoziazione ha origine nel *Teaser*, documento nel quale vengono inserite le informazioni generali della società *target* individuata nell'ultima sottofase del pre-acquisto. La finalità di tale strumento risiede nel realizzare una fotografia dettagliata del soggetto verso cui si nutre l'interesse di acquisizione, mediante la combinazione di informazioni qualitative (quali la descrizione delle attività principali, della struttura organizzativa e di *governance*, dei prodotti offerti e del segmento *target* di clientela) ed informazioni quantitative (quali fatturato, utile ed ulteriori indici di margine).

Successivamente alla realizzazione del *Teaser* ed alla presentazione di questo agli azionisti della società *buyer*, qualora ci sia intenzione di procedere nell'operazione di M&A, viene stipulato il *Confidentiality Agreement*, in italiano Lettera di Confidenzialità, con cui le controparti esplicitano lo stato di avanzamento della trattativa e danno un primo inquadramento formale all'operazione.

Tale documentazione, inoltre, garantisce tutela alla società bersaglio, in quanto assicura la riservatezza delle informazioni di cui la società acquirente sta entrando in possesso vietandone la divulgazione a terzi. A tutela della società *buyer*, invece, giocano un ruolo centrali gli Accordi di *Standstill*, con cui la società

---

<sup>30</sup> Boccardelli, P. & Brunetta, F. (2014). Istituzioni, mercati e imprese: il ruolo delle istituzioni nelle strategie di crescita. Milano, Italia: McGraw-Hill Education.

acquisita assume l'impegno per un determinato arco temporale di evitare negoziati con terzi parallelamente ed a insaputa dell'acquirente.<sup>31</sup>

La Lettera di Confidenzialità è subito seguita dall'*Information Memorandum*, documentazione nella quale l'azienda *target* conferisce all'acquirente informazioni protette circa il proprio ritratto di società, indicando dati economico-finanziari sui quali costruire la valutazione d'azienda (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.1.1.).

Tale documentazione verrà trasferita, in secondo luogo, nella *Data Room*, uno spazio fisico, in genere presso la società di revisione o consulenza che assiste l'operazione, nel quale collezionare tutte le informazioni selezionate e messe a disposizione dell'acquirente. Negli ultimi anni si sono sviluppate *Data Room* virtuali, ossia aree digitali ad accesso limitato e protetto messe a disposizione da *provider* informatici per sopperire alle problematiche logistiche tipiche degli spazi tradizionali.<sup>32</sup>

La funzionalità finale che accompagna questo momento è la semplificazione per la società *buyer* della formulazione della proposta effettiva di acquisto, sulla quale necessita poi di essere incentrata la parte successiva della fase di negoziazione vera e propria.

#### **1.4.2.2. La Fase di Negoziazione**

Una volta terminata la suddetta raccolta dati, la società acquirente avanza la prima proposta di acquisto rappresentativa, effettivamente, del punto di inizio della negoziazione finalizzata al raggiungimento di un accordo conclusivo.

A seguito delle valutazioni economico-finanziarie svolte con riferimento la società *target* allo *status quo* (valore oggettivo) e lo sfruttamento di future sinergie (valore soggettivo), nonché il differenziale del rischio e le opportunità strategiche incrementali (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.3.3.) vengono elaborate molteplici considerazioni sul prezzo di acquisto che viene, successivamente, proposto nella *Letter of Intent* (o *Non-Binding Offer*).

La lettera d'Intenti, in italiano, simboleggia l'accordo preliminare fra le controparti dell'operazione di M&A, ponendosi come simbolo di inizio del percorso verso il raggiungimento dell'accordo definitivo. Tale lettera, difatti, riveste il ruolo di documento non vincolante: ha lo scopo di delineare le principali condizioni dell'operazione, quali l'oggetto dell'attività ed il prezzo offerto, al fine di semplificare la società bersaglio ad

---

<sup>31</sup> Investopedia: [https://www.investopedia.com/terms/c/confidentiality\\_agreement.asp](https://www.investopedia.com/terms/c/confidentiality_agreement.asp).

<sup>32</sup> Gagliardi, G. (2018). L'importanza della data room. Italia: Rivista Amministrazione e Finanza 7/2018.

avere una visione generale sulle società interessate all'acquisizione nonché sulla valutazione primaria da parte di queste della propria realtà.<sup>33</sup>

All'interno del *Management Meeting*, la società *target* esamina le offerte ricevute per mezzo della Lettera d'Intenti, andando ad effettuare la concreta selezione delle potenziali società acquirenti con le quali organizzare un incontro conoscitivo teso ad approfondire il rapporto e chiarire eventuali dubbi.

Le poche aziende *buyer* selezionate, a tal proposito, per stipulare una proposta di acquisto vincolante e convincente richiedono il soccorso di *investment banks* e società di consulenza, a seconda della portata dell'operazione di M&A, con le quali attuare il processo investigativo sull'effettivo stato di salute della società di interesse.

Attraverso la *Due Diligence*, nello specifico, si vuole assicurare la veridicità delle informazioni presenti nella *Data Room* e fornire un'analisi accurata e completa rispetto tutte le tematiche che ruotano attorno ad una qualsiasi attività produttiva: aspetti societari, finanziari, legati alla concorrenza, al personale, alle attività di vendita, e così progressivamente continuando.

Negli ultimi anni ha preso piede l'attività di *Vendor Due Diligence* (o *Sell Side Due Diligence*), variante in cui l'attività investigativa viene attuata direttamente dalla società *target* e presentata alla società *buyer* al fine facilitarne le valutazioni, lasciando tuttavia invariata la possibilità, anche in un secondo momento, di svolgere la medesima operazione per conto proprio.

Conseguentemente alla analisi antecedente svolta con diligenza, la società acquirente presenta l'offerta di acquisizione definitiva mediante la *Binding Offer*; diversamente della precedente *Non-Binding Offer* tale documentazione costituisce l'offerta vincolante per entrambe le parti dell'operazione di M&A.

L'elemento di maggiore attenzione presente nella proposta viene evidenziato dal prezzo di acquisto e dalle modalità di pagamento. L'acquisizione di una società bersaglio può, difatti, avvenire secondo tre modalità differenti: transazione per contanti, transazione per scambio di azioni, transazione per scambio di contanti ed azioni; nel caso di presenza (che sia totalitaria o parziale) di scambio di azioni, nella proposta di acquisto deve essere specificato accuratamente il rapporto di concambio, inteso come quella misura che indica il numero di nuove azioni offerte agli azionisti della società bersaglio per ciascuna azione precedentemente posseduta. L'importanza del metodo di pagamento risulta anche dagli effetti fiscali che ne derivano: nell'eventualità di pagamento per contanti, difatti, gli azionisti della realtà acquisita dovranno pagare un'imposta derivante dalla differenza tra il prezzo pagato per le loro azioni al momento dell'operazione ed il prezzo originariamente sostenuto al momento dell'acquisto delle medesime azioni; lo scambio di azioni, viceversa, implica il posticipo degli effetti di pagamento della passività fiscale al momento in cui gli azionisti venderanno effettivamente le rispettive nuove azioni ottenute.

In aggiunta ad aspetti quantitativi, quali il prezzo e la tipologia di pagamento, per mezzo della *Binding Offer*

---

<sup>33</sup> Di Gianni, F. & Jerusalmi, R. (2014). Acquisizioni e fusioni: Valutazione, strutturazione e negoziazione. Milano, Italia: Il Sole 24 Ore.

vengono specificate condizioni di significativa rilevanza, come clausole sulla gestione post-acquisizione e accordi di non concorrenza per la vecchia direzione in specifici settori e per un determinato periodo di tempo.<sup>34</sup>

Con riferimento al suddetto aspetto, la società acquisita potrebbe non concordare su specifiche condizioni imposte nella *Blinding Offer*, siano esse riferite ad aspetti qualitativi nonché quantitativi. Rimane, a tal proposito, la possibilità per la direzione bersaglio di avanzare una controproposta che mostri alla società *buyer* le condizioni richieste per il buon esito dell'operazione, che a sua volta potrà accettare o continuare il processo di negoziazione delle clausole accompagnanti l'operazione.

Tale fase descritta rappresenta, di fatto, un momento alquanto delicato, in quanto il risultato della negoziazione è viziato ancora una volta da aspetti sia oggettivi, quale la correttezza finanziaria del prezzo di acquisto proposto, sia soggettivi, quali la forza contrattuale delle parti oggetto dell'attività: la bassa frequenza di alternative alla società *target* selezionata, a titolo esemplificativo, aumenta la forza contrattuale di quest'ultima, che potrà richiedere un prezzo maggiore al valore finanziario di equilibrio trovato nelle sottofasi precedenti.

#### **1.4.2.3. La Fase di Closing**

Qualora, nonostante il differente potere contrattuale delle parti interne l'operazione di M&A, si riescano a negoziare condizioni di acquisto favorevoli ad entrambe le realtà, si procede al *closing* del *deal*, inteso come l'attività che concretizza praticamente ed operativamente l'operazione di M&A.

La fase di *closing* è disciplinata dalla presenza di un contratto principale che formalizza l'attività di acquisto. Affinché la transazione economica sia considerata valida e possa, dunque, avvenire il passaggio di proprietà dell'azienda ceduta, è necessario il suo perfezionamento con un contratto di *Sale and Purchase Agreement*, in italiano un contratto di Compravendita.

Attualmente non esistono condizioni contenutistiche standard, in quanto è generalmente richiesta la presenza di caratteri base quali: i dati anagrafici dei contraenti, la struttura dell'operazione, gli elementi patrimoniali attivi e passivi trasferiti, i dettagli sul prezzo (ammontare e tempi preventivati) e le modalità di pagamento. Affianco a questi possono presentarsi clausole maggiormente peculiari, rappresentate dalle garanzie a tutela della società acquirente da possibili perdite economiche relative a fatti riguardanti eventi precedenti al *closing* (tale fenomeno prende il nome di *escrow account*), obblighi di non concorrenza, obblighi di collaborazione e condizioni risolutive del contratto. In aggiunta, nell'eventualità dell'acquisto non totalitario, per tutela degli azionisti di minoranza rimasti, nel contratto di compravendita possono essere previsti patti parasociali

---

<sup>34</sup> Wangerin, D. (2019). M&A due diligence, post-acquisition performance, and financial reporting for business combinations. Ontario, Canada: Contemporary Accounting Research, 36(4), 2344-2378.

finalizzati alla definizione degli assetti proprietari nonché al rispetto di precise regole che garantiscano stabilità e trasparenza nella gestione societaria.<sup>35</sup>

### 1.4.3. La Macrofase Finale

La terza macrofase, conosciuta anche come fase di integrazione, costituisce il momento finale del procedimento delle operazioni di M&A, nonché la fase di maggiore importanza per perseguire con successo la strategia di crescita esterna.

La stipula del contratto di compravendita rappresenta il buon esito dell'operazione, ma il successo di questa nel lungo termine è fortemente influenzato dall'attenzione ed il lavoro sviluppato a seguito del *closing* dell'attività. Nonostante l'enorme sviluppo che ha caratterizzato le operazioni di M&A nel tempo (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.5.), difatti, la scarsa attenzione posta alla fase di integrazione rappresenta la motivazione principale degli ingenti insuccessi economici di tali attività.

Come ormai stabilito, le operazioni di M&A vengono avviate con il fine ultimo di sfruttare a vantaggio della società *buyer* le sinergie prodotte. A tal proposito, conseguentemente alla concretizzazione dell'attività, il management della società acquirente necessita di gestire adeguatamente la nuova struttura risultante l'aggregazione al fine di renderla compatibile con la realtà preesistente e realizzare, dunque, gli obiettivi sinergici individuati anteriormente.

Tale fase non va sintetizzata come il mero scambio di risorse tra le due parti oggetto dell'operazione, quanto piuttosto come un percorso progressivo che impatta profondamente sui processi e comportamenti già consolidati delle due aziende. Risulta necessario, dunque, analizzare approfonditamente le potenzialità di entrambe le società per comprendere come la nuova entità risultante dall'operazione possa massimizzare le risorse a suo possesso e sfruttare, così, le sinergie risultanti.

I driver principali su cui la direzione *buyer* necessita di focalizzarsi per gestire con efficacia il processo di integrazione sono rappresentati da:

- a) Integrazione delle risorse e delle competenze: per integrazione delle risorse e competenze si intende il processo di trasferimento della totalità delle attività tra la società *target* e la società *buyer*. Con il termine "risorse" si fa riferimento sia alle risorse tangibili (quali innovazioni tecnologiche), e quindi osservabili, sia alle risorse intangibili (quale *know how*), di più difficile individuazione. Il trasferimento di competenze, invece, fa riferimento all'integrazione delle competenze manageriali, organizzative e procedurali.

---

<sup>35</sup> Zatti, A. & Romano, S. (2019). Le acquisizioni di impresa. Milano, Italia: Egea.

- b) Integrazione della cultura organizzativa: il processo di adattamento della cultura della società bersaglio rappresenta il momento più complesso che caratterizza l'intera operazione di M&A, soprattutto nell'eventualità di alte barriere di tipo culturale sorte a seguito della differenza delle modalità di lavoro delle due realtà oggetto dell'attività: la diversità nel modo di pensare e agire dei dipendenti, a titolo esemplificativo, può delineare ostacoli tali da ledere il successo dell'operazione.
- La bravura del management, in tal senso, risiede nella generazione del consenso tra tutti gli operatori toccati dall'operazione di M&A: leader carismatici riescono a convincere l'ambiente interno circa l'opportunità di reagire positivamente ai cambiamenti in atto.<sup>36</sup>
- c) Tempi di adattamento e risposta: la gestione dell'arco temporale necessario all'integrazione positiva dei due fattori precedentemente esposti rappresenta l'ultimo fattore di significativa rilevanza, poiché limitare il tempo richiesto alla nuova entità risultante dall'attività di M&A per sfruttare le sinergie create contribuisce a contrastare il continuo mutamento dell'ambiente competitivo e, dunque, a perseguire il successo dell'operazione.

La fase di integrazione rappresenta, dunque, la terza ed ultima macrofase del procedimento delle operazioni di M&A, nonché il momento cruciale per direzionare la strategia di crescita esterna al successo.

Dall'elevato grado di attenzione costante richiesto e, soprattutto, dall'accurata gestione del rapporto tra risorse interne ed esterne alla società *buyer* dipende la capacità di sfruttamento delle sinergie perseguite per mezzo dell'operazione di M&A, a cui segue il raggiungimento degli obiettivi di crescita voluti nel lungo termine.<sup>37</sup>

## 1.5. Trend Storici delle Operazioni di M&A

Il procedimento delle operazioni di M&A trattato nel paragrafo precedente (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.4.) è il risultato più attuale di una lunga evoluzione che ha caratterizzato tale attività nel tempo.

Seguendo quanto esposto analizzando gli effetti dei cambiamenti dell'ambiente competitivo, difatti, fenomeni del ciclo economico contingente hanno influenzato anche le attività di fusione e acquisizione nella storia della loro esistenza: non rappresentando un'attività statica, di fatto, variabili interne alle attività di M&A hanno vissuto negli anni cambiamenti tali da evidenziare il susseguirsi di vere e proprie ondate di tendenza.

Le operazioni di M&A si sono sviluppate negli Stati Uniti verso la fine del 1800, sebbene la prima attività di acquisizione viene fatta risalire ad un periodo ancora antecedente: Hudson Bay Company, società inglese costituita nel lontano 1670, amministrava un vasto territorio per conto della corona britannica e commerciava

---

<sup>36</sup> Zhu, Z. & Huang, H. (2007). The cultural integration in the process of cross-border mergers and acquisitions. San Diego, California: International management review, 3(2).

<sup>37</sup> Angwin, D. N. & Meadows, M. (2015). New integration strategies for post-acquisition management. Oxford, Inghilterra: Long Range Planning, 48(4), 235-251.

pellicce; nel 1821 la società, attratta dallo scambio di pellicce in fase di sviluppo nell'area del Québec, acquisì le attività della North West Company, andando a costituire ai tempi una delle più grandi società commerciali del Nord America.<sup>38</sup>

In Europa, d'altro canto, le prime attività di M&A si concretizzarono nel secondo dopoguerra, mentre in Italia la prima operazione è avvenuta solamente nei primi anni del 1990.

Arrivando agli anni più recenti, e nello specifico agli inizi del nuovo millennio, le operazioni di M&A hanno effettivamente assunto una portata sempre più rilevante, spinte sicuramente anche dal fenomeno della globalizzazione e dall'intensificazione dell'ambiente concorrenziale che richiama la necessità di società sempre più grandi (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.1.).

### **1.5.1. I Merger Waves Periods**

A partire dai primi anni della storia delle operazioni di fusione e acquisizione, e coerentemente con quanto esposto anteriormente, si sono susseguite molteplici fasi caratterizzate dall'inusuale frequenza elevata di eventi di aggregazione, tali da individuare delle vere e proprie ondate di M&A.

“*Merger waves*” è il tecnicismo utilizzato per indicare tale fenomeno, la cui rilevanza si evidenzia in maniera significativa poiché ha contribuito a definire il diffuso utilizzo più recente delle operazioni di M&A nonché il rispettivo mutamento strutturale avvenuto nel tempo.

Ogni ondata, a tal proposito, è stata contraddistinta da peculiarità distintive, tra cui si rilevano principalmente la modalità di congiunzione con la società *target* e le finalità perseguite da tale legame.<sup>39</sup>

La prima *merger waves* si è sviluppata agli inizi del XX secolo, tra il 1897 ed il 1904.

A seguito delle drastiche ripercussioni derivanti dalla Grande depressione del 1883, l'attività economica si è focalizzata principalmente attorno a pochi settori, tra i quali: prodotti petroliferi, miniere, metalli, prodotti alimentari e mezzi di trasporto.

In un ambiente così caratterizzato è andato a svilupparsi il fenomeno delle aggregazioni orizzontali, intese come l'insieme di operazioni di M&A tra due società concorrenti che operano nello stesso settore e che perseguono il medesimo fine di sfruttare economie di scala derivanti dalla loro maggiore dimensione.

Tale fenomeno, a livello di dinamiche industriali, ha implicato l'intensificazione del livello di concentrazione dei mercati, costituendo, di fatto, delle vere e proprie situazioni monopolistiche.

La seconda ondata ha avuto origine immediatamente dopo la Prima guerra mondiale, e perciò nel 1916, e si è protratta sino al crollo del mercato azionario dell'ottobre 1929, che ha segnato il momento iniziale di un lungo periodo di crisi finanziaria e sociale.

Come conseguenza delle esternalità negative prodotte dalla tipologia di aggregazioni caratterizzanti la prima

---

<sup>38</sup> Hudson's Bay Company: <https://www.hbcheritage.ca/history/acquisitions/the-north-west-company>.

<sup>39</sup> Kleinert, J. & Klodt, H. (2002). Causes and consequences of merger waves (No. 1092). Kiel, Germania: Kiel Working Paper.

ondata, e dunque la progressiva formazione di un mercato monopolistico, il momento storico di riferimento è stato caratterizzato dal significativo aumento dei controlli pubblici: il Clayton Act del 1914, a titolo esemplificativo, è stato introdotto con la finalità di prevenire dal primo momento le pratiche anticoncorrenziali che potessero ledere alla libera concorrenza del mercato.<sup>40</sup>

L'aspetto centrale del suddetto periodo storico è stato dimensionato dalla crescita esponenziale delle operazioni verticali di M&A, indirizzate a realtà che operano nella stessa supply chain e con l'obiettivo comune di ridurre le inefficienze del relativo processo produttivo nonché i costi di transazione.

La nuova classe di operazioni di aggregazione, da un lato, ha favorito la riduzione dei monopoli sviluppatasi negli anni antecedenti, ma, d'altro canto, ha implicato la costituzione di nuove strutture oligopolistiche.

La *merger wave* intermedia ha iniziato a costituirsi durante il periodo di grande crescita per l'economia globale del 1965 e, più specificatamente, negli Stati Uniti d'America. La prosperità conseguente tale momento ha influenzato positivamente le attività di molteplici imprenditori ed aziende, che hanno potuto godere di ingenti risorse finanziarie messe a loro disposizione.

Ricercando lo sviluppo dimensionale aziendale e, al contempo, la riduzione del rischio di attività complessivo, la seguente potenzialità di investimento ha favorite le cosiddette operazioni di M&A di tipo conglomerale: mediante tale terminologia si desidera indicare i contratti di fusione e acquisizione tra due società provenienti da settori diversificati che desiderano ampliare la propria attività produttiva anche verso nuovi mercati e orizzonti.

Le supervalutazioni delle aziende *target*, giustificate dalla ricchezza di tale periodo, incrementarono la leva per il finanziamento delle operazioni, costituendo di fatto le basi per l'imminente collasso economico del 1969.

La quarta ondata di M&A si è manifestata nella metà del 1980, come naturale conseguenza della ripresa dalla crisi instaurata dall'ondata di attività precedenti.

Per la prima volta dalla loro origine, durante tale periodo storico si è iniziato a sentir parlare del fenomeno delle acquisizioni ostili: si parla, a tal proposito, di *takeover* ostili qualora una società non gradita dal management della realtà bersaglio avanzi una richiesta finalizzata all'acquisizione di una quota di controllo di questa mediante un'operazione di fusione e acquisizione. Alla base di tale fenomeno risultano gli interessi poco convergenti e stabili del management e degli azionisti della società *target*, i quali mediante l'accettazione della proposta acconsentirebbero a sostituire il rispettivo Consiglio di amministrazione.<sup>41</sup>

Come è logico dedurre, perciò, affinché un *takeover* ostile abbia successo, il *raider* (termine con cui si indica la società *buyer* in un rapporto ostile) deve aggirare il management della società bersaglio e rivolgersi direttamente agli azionisti: ad essi viene tendenzialmente richiesto di sfruttare il *proxy vote* (delega di voto, in italiano) per supportare e semplificare il raggiungimento del buon esito nella trattativa.

---

<sup>40</sup> Federal Trade Commission: <https://www.ftc.gov/advice-guidance/competition-guidance/guide-antitrust-laws/antitrust-laws>.

<sup>41</sup> Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/h/hostiletakeover.asp>.

Il management, d'altro canto, risulta avere a propria disposizione molteplici strategie sviluppatesi nel tempo ed utilizzate come strumenti di difesa dai suddetti comportamenti.<sup>42</sup>

- a) Consiglio di amministrazione a elezione scaglionata: strutturare il Consiglio di amministrazione in modo che ogni amministratore rimanga in carica per tre anni, assicurandosi che le scadenze di ogni membro siano scaglionate in modo che soltanto un terzo degli amministratori (e, quindi, la minoranza di questi) debba essere rieletto ogni anno: ciò si tradurrebbe nell'obbligo per ogni candidato dell'offerente di vincere la battaglia delle deleghe per due anni di seguito al fine di ottenere la presenza maggioritaria nel Cda.
- b) *White knight* (cavaliere bianco, in italiano): ricercare per mezzo di network personali o direttamente nel mercato un'ulteriore società interessata all'acquisto che possa sostituire la realtà ostile nelle rispettive intenzioni.
- c) *White squire* (scudiero bianco, in italiano): strategia variante della difesa con *white knight*, in cui un investitore importante o una grande impresa acconsente ad acquistare un sostanzioso blocco di azioni messo a disposizione dalla società bersaglio con speciali diritti di voto, costituendo a tutti gli effetti uno scudo protettivo.
- d) *Poison pill*: modalità di difesa che fa riferimento direttamente agli azionisti della società *target*, ai quali è fornito il diritto di acquisire quote della propria realtà ad un prezzo scontato rispetto a quello del mercato: la seguente modalità rende il *takeover* talmente costoso per gli azionisti della società *buyer* che l'operazione viene, tendenzialmente, da questi abbandonata.
- e) Altre strategie: richiedere una maggioranza qualificata di voti (talvolta fino all'80%) per approvare peculiari operazioni di M&A, limitare i diritti di voto di chi possiede grandi quantità di azioni, imporre il potere del Consiglio di amministrazione di definire il prezzo di acquisto.

Nonostante l'ostilità di molteplici proposte di tale periodo storico, le poche operazioni di M&A che hanno raggiunto il successo sono state caratterizzate da valori di acquisizione anche superiori il miliardo di dollari. A giustificare tale ammontare, le aggregazioni congeneriche tra realtà imprenditoriali che offrivano prodotti diversi ma in medesimi settori, o comunque tra industrie tra loro correlate, e finalizzate all'efficientamento nonché all'aumento dei canali di vendita e dell'offerta ai consumatori.

Considerando, coerentemente con quanto citato precedentemente, gli importi significativi rappresentanti la suddetta tipologia di attività, nel medesimo periodo è andata a svilupparsi una nuova modalità di finanziamento basata sul ricorso al debito: si è cominciato a sentir parlare, a tal proposito, di operazioni di *Leverage Buyout*, termine con cui vengono indicate le fasi di acquisizione di una società *target* mediante il ricorso a fondi derivanti prevalentemente da capitale di debito, il cui rimborso è garantito dall'attivo patrimoniale della stessa realtà acquisita e dai *cash flow* futuri da essa generati<sup>43</sup> (si veda, a tal proposito, la Figura 1).

A partire proprio dall'eccessiva attività di erogazione del credito necessaria a finanziare la seguente tipologia

---

<sup>42</sup> Berk, J. & DeMarzo, P. (2018). Finanza Aziendale (Quarta Edizione), Vol 1. USA: Pearson.

<sup>43</sup> Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/leveragebuyout.htm>.

di operazioni, nel 1989 le strutture patrimoniali di molteplici banche investimento hanno iniziato a vivere un periodo di crisi e retrocessione, da cui è scaturita la fine anche della relativa ondata.

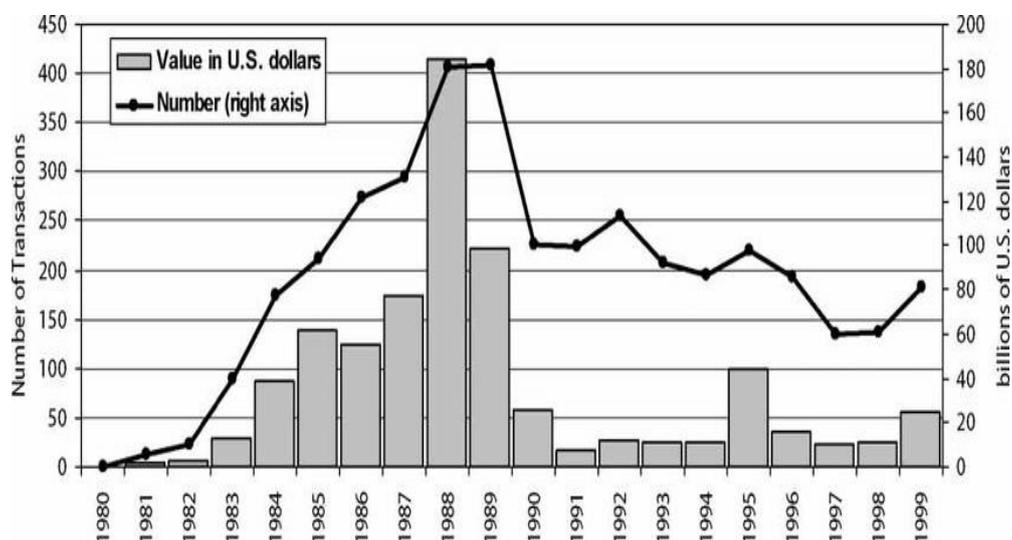


Figura 1 – Frequenza e volume d'affari gestito da operazioni LBO nel periodo 1980-1999 (in miliardi di dollari USA).  
Dati aggiornati a Dicembre 2022. Fonte: ResearchGate.

La quinta ondata di operazioni di fusione e acquisizione, sviluppatasi a partire dal 1992, ha contribuito ad incrementare ulteriormente i trend visti nell'ondata intermedia, dando origine al periodo caratterizzato dai cosiddetti *deal* di carattere globale, e dunque da trattative aventi come oggetto aziende multinazionali.

Le fusioni, a tal proposito, sono state principalmente di carattere transfrontaliero (*cross border*) e hanno dato luogo ai primi conglomerati multinazionali di rilevanti dimensioni: basti pensare che sei delle dieci maggiori attività di M&A di tutti i tempi si sono concluse nel seguente periodo<sup>44</sup> (si veda, a tal proposito, la Figura 2). Il fenomeno della privatizzazione deciso in quegli anni ha decisamente contribuito alla creazione di grandi società leader nei settori di riferimento, spinti dall'idea che la *deregulation* potesse realisticamente contribuire alla maggiore efficienza e ad una migliore allocazione delle scarse risorse.

Lo scoppio della bolla di Internet e la recessione americana del 2001 hanno rappresentato gli eventi principali da cui è scaturito il periodo di recessione che ha bruscamente ridotto la frequenza delle attività in oggetto.

<sup>44</sup> Statista: <https://www.statista.com/statistics/277430/largest-global-mergers-and-aquisitions-based-on-transaction-volum/>.

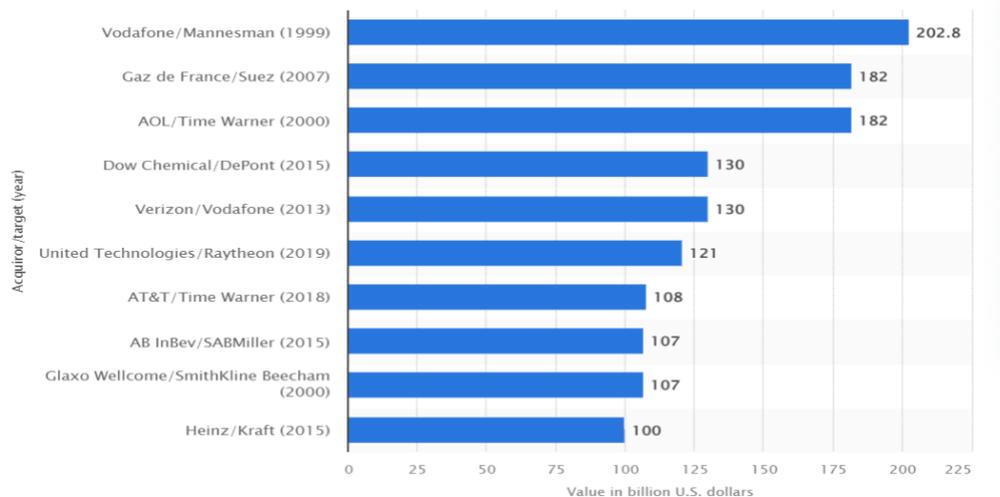


Figura 2 - Le più grandi operazioni di M&A a livello mondiale (in miliardi di dollari USA).

Dati aggiornati a Dicembre 2022. Fonte: Statista.

La seguente *merger wave* si è sviluppata attorno al 2003 sulla base del fenomeno della globalizzazione, che ha aiutato ad evidenziare le operazioni di M&A come strumento prediletto per perseguire strategie di internazionalizzazione da parte di società europee e statunitensi che ricercavano fattori produttivi a costi ridotti nonché un'espansione in nuovi mercati.

Il potenziamento di soggetti terzi quali *Private Equity* e attività di *Hedge Fund*, nonché il ritorno all'utilizzo di operazioni di *Leverage Buy Out*, ha semplificato l'accesso al ricorso di fondi, contribuendo così ulteriormente al trend di crescita caratterizzante le operazioni di fusione e acquisizione.

Nel complesso, tuttavia, la sesta ondata si è rivelata particolarmente fallimentare: uno studio condotto nel 2012 ha, difatti, dimostrato la percentuale di fallimenti delle attività di tale periodo pari 63,2%.<sup>45</sup>

Avvicinandosi alla fine del 2007 il mercato finanziario ha subito una forte battuta d'arresto, per via della crisi dei mutui *subprime*, che ha anticipato la fine anche di questa sesta ondata, per cui a partire da quel momento le operazioni di M&A hanno rallentato la propria crescita, limitando la formazione di nuove ondate.

Alcuni studiosi, tuttavia, indicano la presenza di una settima *merger wave* più recente: a partire dal 2014, difatti, specifici Paesi caratterizzati da tassi di crescita in via di sviluppo hanno compiuto operazioni orizzontali di M&A mirate a rafforzare la rispettiva crescita al fine di divenire nuovi punti di riferimento in settori quali materia prime, agricoltura ed energia.

Tali economie sono indicate con l'acronimo BRICS, termine che raggruppa i cinque maggiori Paesi (Brasile, Russia, India, Cina, Sudafrica) in termini di grande popolazione, immenso territorio, abbondanti risorse naturali strategiche e forte crescita del PIL e della quota di commercio mondiale.

Raggiunto l'apice di operazioni nel 2015, tuttavia, già nel 2019 le attività di fusione e acquisizione avevano

<sup>45</sup> Alexandridis, G. & Al. (2012). How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave. Londra, Inghilterra: The European Journal of Finance, 663–688.

subito una considerevole decrescita, entrando in una fase di stallo ulteriore con l'arrivo della pandemia Covid-19, che ha segnato il momento conclusiva dell'ultima ondata di M&A ad oggi sviluppatasi.<sup>46</sup>

Le *merger waves* che si sono susseguite nel tempo sono caratterizzata da peculiarità distintive, si veda principalmente la tipologia di operazione di fusione e acquisizione e gli obiettivi con questa perseguiti (si veda, a tal proposito, la Tabella 1).

Viene evidenziato, tuttavia, un fattore che accomuna tutte le ondate: in tempi di incertezza economica il numero delle operazioni di M&A diminuisce sensibilmente sino ad interrompersi, La turbolenza economica, difatti, rende più complicata l'individuazione e la valutazione delle imprese *target* nonché la fase di post-integrazione. Dall'altro lato, però, i tempi di crisi rappresentano da sempre una grande finestra di opportunità per le imprese finanziariamente sane che dispongono di risorse utili a garantire il successo di tali attività mirate alla crescita esterna: risulta fondamentale, dunque, cercare di anticipare le *merger waves*.

Prove evidenti dimostrano che le aziende che agiscono tempestivamente sulla base delle promettenti opportunità percepite in tempi di recessione ottengono risultati migliori rispetto a tutte le realtà che si limitano ad imitare e seguire eventuali tendenze del momento. Una ricerca su 3.194 *deals* realizzati nel ventennio 1984-2004 ha rilevato che gli affari conclusi nel primo 15% di un'ondata di M&A hanno comportato performance in termini di prezzi azionari superiori al mercato nel suo complesso; viceversa, le società che hanno temporeggiato e tardato nel perseguire i propri obiettivi hanno pagato più del dovuto ed ottenuto rendimenti inferiori: a sei mesi dalla conclusione dell'operazione, difatti, le azioni delle società *buyer* superano il mercato di solo il 2,6% nei periodi di tranquillità economica e del 5,3% nei tempi posteriori ad una crisi.<sup>47</sup>

Nome	Periodo	Caratteristiche
Prima ondata	1897 - 1904	M&A Orizzontali
Seconda ondata	1916 - 1929	M&A Verticali
Terza ondata	1965 - 1969	M&A Conglomerati
Quarta ondata	1981 - 1989	M&A Congeneriche - LBO
Quinta ondata	1992 - 2001	M&A Transfrontaliero
Sesta ondata	2003 - 2007	Globalizzazione - LBO
Settima ondata	2014 - 2019	BRICS M&A Orizzontali

Tabella 1 – Schematizzazione *merger waves* periods.

Fonte: Elaborazione personale su dati precedenti.

<sup>46</sup> Opoku-Mensah, E. & Al. (2019). Mergers and acquisitions antecedents in BRICS. USA: Global Journal of Emerging Market Economies, 202-214.

<sup>47</sup> First Online: <http://www.firstonline.info/a/2013/06/05/bocconi-e-goldman-sachs-ma-con-la-crisi-rende-piu-ef8406d8-8595-4a84-80e3-7957bb362dc4>.

Le operazioni di M&A, in sintesi, risultano seguire un trend di crescita, sia con riferimento al numero di operazioni effettuate sia per quanto concerne il controvalore da queste generato.

Più nello specifico, la crescita ha riguardato dapprima il periodo storico che parte dagli inizi degli anni Novanta, rappresentato dal susseguirsi di una moltitudine di *merger waves*, ognuna delle quali caratterizzata da proprie peculiarità e tratti distintivi, che hanno subito una battuta d'arresto con l'inizio del nuovo secolo a seguito dello scoppio della bolla di Internet. A partire dal 2003, tuttavia, il fenomeno in oggetto ha ripreso vigore ed entusiasmo, palesando una crescita esponenziale che si è protratta sino al 2007, anno in cui la crisi dei mutui *subprime* ha causato il crollo dell'intera economia mondiale.

Lo stadio di attività del mercato globale M&A ha registrato, attorno al 2013, nuovamente livelli in linea con l'ondata precedente: per mezzo di 27.300 operazioni circa, difatti, è stato prodotto un controvalore pari a 2.000 miliardi di dollari, di cui quasi il 60% fa riferimento a *big deal* che, presi singolarmente, superano il miliardo di dollari.

Nei tempi più recenti guidati dall'ultima ondata, invece, i cui attori principali sono stati rappresentati dai Paesi le cui economie risultano in via di sviluppo e con alti tassi di crescita (Paesi BRICS), l'apice (in termine di operazioni eseguite) è stato raggiunto nel 2015, termine dopo cui le attività di fusione e acquisizione hanno subito una considerevole decrescita; lo sviluppo della pandemia Covid-19 del 2019 ha segnato la fine anche della seguente *merger waves* più recente.

Mediante la Figura 3 è possibile avere una visione d'insieme dello sviluppo delle operazioni di M&A, a partire dalla prima *merger waves* sino agli anni più recenti, distinguendo i periodi di crisi interposti tra le molteplici ondate di frequenza che si sono susseguite nel tempo.

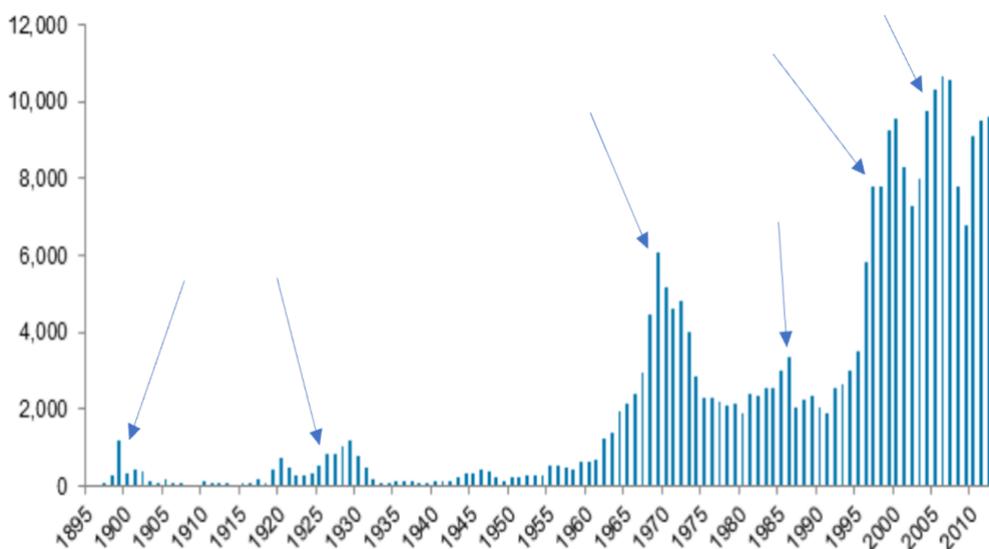


Figura 3 – Volume d'affari gestito da operazioni di M&A nel periodo 1895-2017 (in miliardi di dollari USA).  
Dati aggiornati a Dicembre 2022. Fonte: AMSA.

### 1.5.2. I Trend Attuali delle Operazioni di M&A

Durante il periodo più recente ed attuale, le operazioni di M&A nel panorama globale hanno attraversato un periodo di notevole dinamicità e trasformazione, spostandosi tra livelli il cui la frequenza di tali attività era pressoché nulla nonché picchi positivi caratterizzati da operazioni il cui controvalore si avvicinava a quello del periodo dei *deal* di carattere globale (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.5.1.).

Gli anni più attuali sono stati segnati dall'iniziale contesto critico dovuto alla pandemia Covid-19 del 2019-2020, le cui incertezze economiche conseguenti hanno avuto un significativo impatto sulle attività di fusione e acquisizione. In questa fase, difatti, la decisione perseguita dalle aziende è stata di attesa e osservazione, ponendo un blocco momentaneo ad i rispettivi piani strategici di crescita per integrazione.

Le operazioni globali di M&A del 2020, a titolo dimostrativo, sono diminuite del 9,7% (per un totale di 233 miliardi di dollari), attestandosi a 2,2 trilioni di dollari rispetto ai 2,4 trilioni di dollari del 2019; sia le attività di M&A all'interno dei singoli Paesi che quelle transfrontaliere hanno registrato un calo, con un declino delle M&A transfrontaliere di 17,4% (141 miliardi di dollari) e delle M&A interne di 5,8% (92 miliardi di dollari) rispetto al 2019.

Già a partire dai primi tre mesi del 2021, tuttavia, si mostrano segni di una graduale ripresa delle attività di M&A trainata da molteplici fattori: l'aumentato delle disponibilità di liquidità da parte delle istituzioni finanziarie nonché dei fondi di *private equity* ha consentito alle aziende di sfruttare risorse utili a perseguire nuovamente opportunità di crescita e consolidamento.

Nei mesi di riferimento sono state annunciate circa 62.000 operazioni per un controvalore totale di circa 5.100 miliardi di dollari, costituendosi di fatto una crescita in termini percentuali del 24% per numero di transazioni e del 59% in termini di valore totale rispetto all'anno 2020.<sup>48</sup>

L'intensificazione del fenomeno in oggetto ha subito una leggera variazione in negativo nel corso del 2022, specie durante il secondo semestre. L'incertezza provocata dalla guerra in Ucraina ha colpito l'economia mondiale, seppur con intensità eterogenea, provocando timore e interrompendo il trend di crescita del periodo subito antecedente.

Le operazioni dichiarate sono state circa 55.000 per un controvalore di 4.900 miliardi di dollari, segnando una decrescita di circa il 10% in termine di volumi e del 25% del valore sequenziale rispetto all'anno 2021. Analizzando nel dettaglio i seguenti risultati, si evidenzia che nel corso del primo semestre del 2022 i livelli sono rimasti pressoché simili all'anno precedente, a differenza del secondo semestre in cui gli effetti della

---

<sup>48</sup> KPMG. Global M&A review and forecast: <https://kpmg.com/xx/en/home/insights/2021/12/global-m-and-a-review-and-forecast.html>.

suddetta guerra hanno iniziato a manifestarsi. Rimane, tuttavia, saldo l'incremento delle variabili se paragonate ai periodi pre-pandemici del 2019-2020, rispetto cui i *deals* eseguiti risultano superiori di oltre lo 8%.<sup>49</sup>

Il mercato globale delle operazioni M&A anche nel 2023 non risulta aver invertito la tendenza di decrescita sviluppatasi l'anno precedente, come dimostrato dal numero di operazioni chiuse nonché dal rispettivo controvalore che ha continuato a ridursi progressivamente.

I fattori scatenanti tale fenomeno non vengono accostati ad un unico specifico evento drastico (si veda, a titolo esemplificativa, la guerra tra Russia e Ucraina), quanto piuttosto ad una serie di conseguenze di decisioni macroeconomiche assunte dai governi, quali tassi di interesse elevati, il crescente controllo regolamentare, le nuove pressioni politiche ed il divario di valutazione tra acquirenti e venditori.

Nel suddetto periodo le attività di fusione e acquisizione hanno vissuto il secondo anno più debole in un decennio, con un valore totale delle transazioni che ha raggiunto circa 3 trilioni di dollari nonostante le oltre 40.200 operazioni, segnando un calo del 15,8% rispetto al 2022; lo stesso rallentamento, tuttavia, risulta meno severo rispetto al declino più pronunciato dell'anno precedente, suggerendo l'avvio di una leggera ripresa: se paragonato al picco sviluppatosi nel 2021, le operazioni di M&A nel 2023 sono diminuite di circa il 35,5%.

Ponendo uno sguardo attento alle industrie in cui le operazioni di M&A si sono sviluppate, viene dimostrato come taluni settori siano più inclini alle variazioni, positive o negative, del trend precedentemente descritto. Nel settore energetico, a titolo esemplificativo, la transizione energetica continua a guidare la trasformazione del business mediante attività di crescita esterna: le due maggiori operazioni dell'anno, coerentemente con quanto sostenuto, fanno riferimento al settore di riferimento; anche nel settore tecnologico e farmaceutico le operazioni di M&A rivestono un ruolo chiave.

Nel settore dei consumi e della vendita al dettaglio, viceversa, le transazioni concluse sono relativamente diminuite, sia con riferimento ad i volumi che al successivo controvalore prodotto, sicuramente anche come conseguenza dell'aumento del livello di inflazione e delle esternalità negative provocate da eventi di portata mondiale quali la pandemia da Covid-19.<sup>50</sup>

Facendo riferimento, invece, all'area geografica di sviluppo delle operazioni, è possibile suddividere l'analisi sulla base delle regioni di riferimento.

Il mercato delle fusioni e acquisizioni in Africa, a titolo esemplificativo, ha subito una significativa turbolenza a causa dell'incertezza economica e geopolitica post-pandemica; la contrazione del mercato può essere ricondotta principalmente al primo semestre del 2023, in cui il valore delle operazioni di M&A della regione è risultato di 4 miliardi di dollari, registrando un calo del 73% rispetto al primo semestre del 2022. In Europa, d'altro canto, le attività di M&A più recenti hanno riflettuto le tendenze globali, salendo ai rispettivi massimi storici nel 2021 e avviando un rallentamento a partire dalla seconda metà del 2022 protrattosi sino ai

---

<sup>49</sup> Ernst & Young. M&A activity remains resilient in 2022, but further shocks could derail outlook:

[https://www.ey.com/en\\_vn/news/2022/09/m-and-a-activity-remains-resilient-in-2022-but-further-shocks-could-derail-outlook](https://www.ey.com/en_vn/news/2022/09/m-and-a-activity-remains-resilient-in-2022-but-further-shocks-could-derail-outlook).

<sup>50</sup> Bain. Looking Back at M&A in 2023: Who Wins in a Down Year?: <https://www.bain.com/insights/looking-back-m-and-a-report-2024/>.

primi mesi del 2023; il valore delle operazioni europee, in generale, è diminuito del 55% dal primo semestre del 2022 al primo semestre del 2023, per poi sobbalzare in positivo e crescere rispetto al trimestre precedente. L'attività di M&A nel Medio Oriente si è mostrata più resiliente rispetto al mercato globale. I *mega deals* del 2019 hanno alimentato livelli record di tali attività nell'area di riferimento, contribuendo a farne crescere l'economia. Da allora, tuttavia, il mercato ha registrato livelli di attività inferiori: valori delle operazioni nel primo semestre del 2023, difatti, sono stati simili a quelli del primo semestre del 2022, rispetto ad un calo del 45% a livello globale; il volume delle operazioni, viceversa, nel primo semestre del 2023 è diminuito del 22% rispetto al medesimo arco temporale dell'anno precedente. L'attività di M&A della regione, in generale, nel secondo trimestre del 2023 è stata molto più forte rispetto al primo trimestre, spinta principalmente da operazioni di rilevante entità.

Similmente alla regione europea, le operazioni di M&A in Nord America riflettono i modelli globali. A seguito del picco positivo raggiunto nel 2021, difatti, le attività hanno iniziato a rallentare sino al brusco ridimensionamento avvenuto nella prima parte del 2023: dal primo semestre del 2022 al primo semestre del 2023, a titolo dimostrativo, il valore delle operazioni nordamericane è diminuito del 37%, rimanendo significativamente al di sotto della media globale sia con riferimento alle grandi operazioni (individuate dal controvalore generato superiore ai 500 milioni di dollari) che per quanto concerne le transazioni più piccole. Anche le operazioni di M&A del Sud-Est asiatico sono diminuite dopo il picco del 2021, in linea con le tendenze globali. Dopo aver raggiunto livelli record, il valore delle operazioni in Asia si è raffreddato nel 2022, diminuendo di oltre il 40% rispetto all'anno precedente. Già dai primi mesi dell'anno 2023, tuttavia, le operazioni di M&A segnano un futuro prospettico e di crescita, anche dovuto alla notorietà della città di Singapore, prossima a divenire il principale centro per le operazioni di M&A dell'intero continente.

Nella suddivisione per regione di riferimento, in sintesi, le operazioni di M&A sembrano seguire la stessa tendenza globale descritta precedentemente, segnando un periodo di declino tra il 2021, periodo di picco in termini di frequenza e volume d'affari gestito, ed il 2023, certamente anche a causa delle grandi crisi mondiali dei tempi più recenti<sup>51</sup> (si veda, a tal proposito, la Figura 4).

---

<sup>51</sup> Boston Consulting Group. The Regional Perspective of 2023 M&A Report: <https://www.bcg.com/publications/2023/regional-perspective-on-m-and-a-market-trends>.

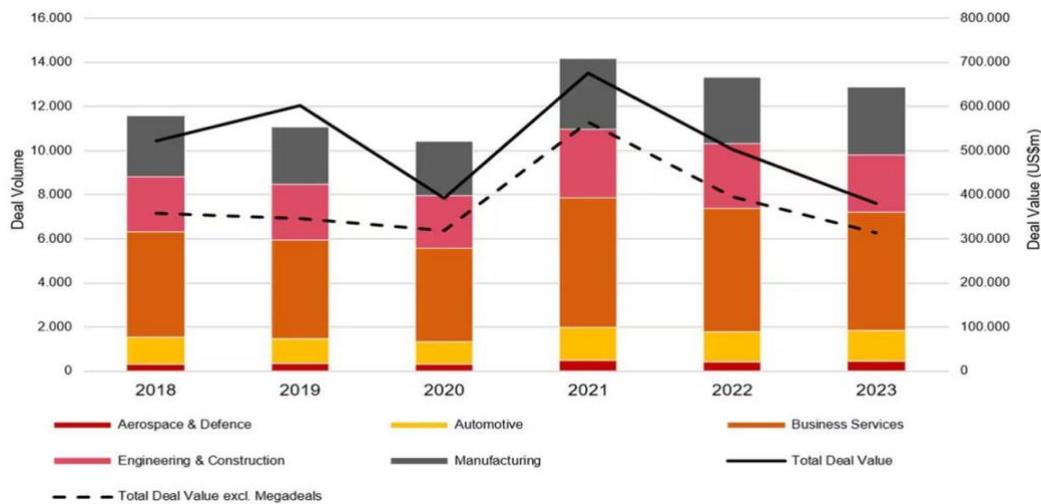


Figura 4 - Volume d'affari gestito da operazioni di M&A nel periodo 2018-2023 (in miliardi di dollari USA).  
Dati aggiornati a Dicembre 2023. Fonte: PwC.

Secondo gli esperti del settore, per quanto concerne il periodo più recente costituito dai primi mesi del 2024, il mercato delle fusioni e acquisizioni sta entrando in una nuova fase che dovrebbe finalmente differenziarsi dalle precedenti: secondo analisi preliminari, difatti, il trend di declino dell'ultimo periodo dovrebbe arrestarsi già dai primi mesi dell'anno di riferimento, invertendo il proprio andamento verso prospettive più favorevoli. Tale crescita, tuttavia, non porterà ad i livelli massimi raggiunti durante il 2021, anche considerando le condizioni conseguenti le suddette crisi sviluppatasi recentemente: sebbene i mercati del credito si siano riaperti, a titolo esemplificativo, il finanziamento risulta fortemente costoso se paragonato all'ultimo decennio, da cui consegue il maggior costo del capitale che esercita una pressione al ribasso sulle valutazioni aziendali. Poiché il panorama macroeconomico e geopolitico più ampio rimane comunque tutt'ora incerto, i professionisti di operazioni di M&A in grado di valutare adeguatamente i rischi delle condizioni avverse precedentemente evidenziate sfrutteranno efficientemente il trend di ripresa che si prospetta svilupparsi nel corso del 2024, cogliendo da questo l'elemento centrale per le rispettive strategie di crescita esterna.<sup>52</sup>

In sintesi, il periodo tra il 2020 e il 2024 ha rappresentato una fase peculiare per il mercato globale delle operazioni di M&A, in cui ad un periodo fiorente durante cui sono stati raggiunti i livelli più alti degli ultimi decenni è stata posposta una tendenza di ricaduta e crisi.

Nonostante le sfide iniziali, tuttavia, le attività di M&A hanno dimostrato notevoli capacità di adattamento e resilienza, complice certamente anche le prospettive di ricrescita dell'anno in corso, giocando un ruolo chiave nel ridefinire il panorama aziendale globale e creando nuove opportunità di crescita per linee esterne per le aziende di tutto il mondo.

<sup>52</sup> PwC. The M&A starting bell has rung. Are you ready?: <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html>.

### 2.1. Introduzione ai Metodi di Valutazione delle Operazioni di M&A

La valutazione di un'azienda rappresenta l'attività centrale nella analisi sulla fattibilità e realizzabilità di un progetto finanziario; la valutazione di un'azienda consiste nella definizione del valore di una società mediante l'applicazione di metodologie, principi, competenze ed esperienze che congiuntamente vanno a costituire un vero e proprio processo valutativo.<sup>53</sup>

L'obiettivo centrale perseguibile da tale processo muta a seconda delle situazioni in cui questo viene sviluppato: da un lato, a titolo esemplificativo, i fondi di *venture capital* e *private equity* utilizzano la valutazione d'azienda come strumento per stimare il presumibile valore di realizzo della partecipazione acquisita in imprese non quotate con alte prospettive di crescita in cui hanno apportato capitale proprio (*exit value*); dall'altro lato, invece, il processo valutativo serve a determinare il prezzo di collocamento (*pricing*) dei titoli di un'impresa nella relativa IPO (*Initial Public Offering*) con cui viene quotata nei mercati finanziari.<sup>54</sup>

Nella casistica di operazioni di M&A, nel dettaglio, valutare un'azienda risulta fondamentale per stimare il valore espresso dalla società *target* verso cui la società *buyer* è interessata, da cui successivamente si costituiscono le basi per individuare un intervallo all'interno del quale si collochi il prezzo che dovrà essere raggiunto nella trattativa tra le due controparti. Come accennato precedentemente (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.3.), tale negoziazione viene influenzata da numerosi fattori, quali le motivazioni e le necessità dei soggetti della trattativa, da cui si sviluppano le rispettive forze contrattuali.

A tal proposito, tuttavia, la valutazione d'azienda permane un'analisi relativamente limitata nella definizione di un prezzo adeguato in un'operazione di M&A.

Il valore di acquisizione di una società, difatti, non risulta caratterizzato dal mero peso *stand alone* della società bersaglio, ma anche da ulteriori aspetti rilevanti, tra cui le esternalità sinergiche prodotte come conseguenza del processo di integrazione, ed i benefici derivanti dal differenziale di rischio e dalle opportunità strategiche derivanti dallo stesso (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.3.3.).

Ne consegue che il processo valutativo di un'azienda gioca il ruolo centrale anche nelle operazioni di M&A, senza cui non si concluderebbe mai nel tempo la trattativa tra le controparti dell'attività in oggetto; al contempo, tuttavia, la presenza degli elementi che influenzano il valore di acquisizione definisce la difficoltà della suddetta attività finalizzata a definire un prezzo adeguato e completo. Tale limitazione giustifica l'esistenza dei cosiddetti premi di acquisizione (*takeover premium*), terminologia che indica il sovrapprezzo

---

<sup>53</sup> Dallochio, M. & Salvi, A. (2011). Finanza aziendale. V.2, Finanza straordinaria. Milano, Italia: Egea.

<sup>54</sup> Serena, G. (2022). Private equity and venture capital: theory, evolution and valuation. Cham, Svizzera: Springer Nature Switzerland AG.

pagato dalla società acquirente superiore al valore equo di mercato della società bersaglio poiché tiene conto della stima effettuata con riferimento alla realizzazione degli ulteriori fattori precedentemente citati: il pagamento di premi di acquisizione rappresenta un segno di fiducia nel mercato e nella capacità di sfruttare in maniera vantaggiosa la realtà costituita a seguito dell'aggregazione produttiva.<sup>55</sup>

### 2.1.1. Classificazione dei Metodi di Valutazione delle Operazioni di M&A

I metodi utilizzati dalle aziende per la valutazione delle operazioni di M&A risultano molteplici, ed il rispettivo utilizzo si differenzia principalmente per le informazioni disponibili delle aziende di riferimento. Ne consegue, difatti, che non esiste un modello considerato migliore in assoluto, poiché la selezione muta a seconda della situazione in oggetto: se si conoscono specifiche variabili finanziarie della società *target*, a titolo esemplificativo, allora si utilizzerà un apposito modello piuttosto che lo strumento che si fonda su nozioni differenti.

A tal proposito, allo scopo di adeguare la valutazione a qualsiasi situazione con una precisione quanto più accurata, è tendenza comune affiancare al metodo momentaneamente ritenuto più ottimale (metodo principale) un sistema di verifica e supporto circa l'attendibilità del risultato ottenuto (metodo di controllo).

A prescindere dalla situazione caso, tuttavia, il metodo di valutazione prescelto deve in ogni caso possedere determinati requisiti:<sup>56</sup>

- a) Razionalità: il metodo valutativo perseguito necessita seguire uno schema logico supportato da solide fondamenta teoriche riconosciute dalla dottrina di analisti.
- b) Dimostrabilità: le informazioni su cui si struttura il metodo valutativo devono dimostrarsi certe ed affidabili, risultanti da dati contabili e realisticamente osservabili.
- c) Neutralità: la metodologia adottata deve obbligatoriamente prescindere dagli interessi delle parti coinvolte nell'operazione di M&A e basarsi su un'analisi quanto più oggettiva e priva di pregiudizi.
- d) Stabilità: il prezzo conclusivo risultante dalla valutazione deve essere stabile nel tempo, per cui non deve subire variazioni (siano queste in positivo o in negativo) per fenomeni di scarsa rilevanza; viene, perciò, fatta eccezione per gli eventi straordinari e di grande impatto sulle stime anteriormente costruite.

Stabiliti i criteri comuni a ciascun metodo di valutazione, gli strumenti fondamentali in un processo valutativo possono essere distinti in due grandi categorie:<sup>57</sup>

---

<sup>55</sup> Corporate Finance Institute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/takeover-premium/>.

<sup>56</sup> Guatri, L. & Bini, M. (2009). Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende. Milano, Italia: Egea.

<sup>57</sup> Terence, C. M. (2017). Corporate finance: The Basics. Londra, Inghilterra: Routledge.

- a) Metodi di valutazione analitici: attraverso tale categoria di strumenti valutativi, il valore dell'azienda viene stimato direttamente sulla base di grandezze e caratteristiche afferenti alla medesima; il valore in oggetto viene determinato guardando i fondamentali aziendali (risultati patrimoniali, reddituali, finanziari) che l'azienda stessa è in grado di generare nel tempo.

Gli strumenti analitici, dunque, conducono a stime che si basano su grandezze stock, grandezze flusso o grandezze miste, da cui si sviluppano fondamentalmente tre tipi di approcci:<sup>58</sup>

- i) Approccio basato sui flussi di risultato: approccio basato sul Metodo *Discounted Cash Flow* (DCF) e sul Metodo Reddituale.

Metodo DCF: calcola il valore di un'azienda sulla base dei flussi di cassa che si stima la medesima riesca a generare nel futuro.

Metodo Reddituale: valorizza la società sulla base delle previsioni e attualizzazioni del reddito atteso generato in futuro.

- ii) Approccio patrimoniale: approccio basato sul Metodo Patrimoniale Semplice e sul Metodo Patrimoniale Complesso.

Metodo Patrimoniale Semplice: valorizza un'azienda mediante la semplice differenza a valori correnti degli elementi attivi e passivi dello Stato Patrimoniale.

Metodo Patrimoniale Complesso: valorizza un'azienda mediante la medesima operazione anteriore, nella quale però vengono valorizzati taluni beni immateriali (i cosiddetti *Intangibles*), quali brevetti e marchi, al fine di raffinare la stima del valore delineato.

- iii) Approccio basato sul concetto di profitto economico: approccio basato sul Metodo *Economic Value Added* (EVA) e sul Metodo Misto con evidenziazione del *Goodwill*.

Metodo EVA: calcola la differenza tra il reddito operativo netto e il costo del capitale impiegato per produrre quel reddito, al fine di valutare se un'azienda è in grado di produrre introiti sufficienti a giustificare l'impiego di capitale che la medesima richiede.

Metodo Misto Patrimoniale-Reddituale con evidenziazione del *Goodwill*: ricerca un risultato che coniughi l'obiettività e la verificabilità proprie del metodo patrimoniale con le attese reddituali tipiche del metodo reddituale; per valore di *Goodwill* si intende la differenza della stima reddituale e della stima patrimoniale (se tale valore si rileva negativo, allora prende la denominazione di *Badwill*).

- b) Metodi di valutazione relativi: attraverso tale categoria di strumenti valutativi, il valore dell'azienda viene stimato indirettamente sulla base di grandezze e caratteristiche afferenti a realtà considerate simili a quella in esame; il valore in oggetto viene determinato guardando specifici valori espressi dal mercato o confrontandosi con altre operazioni similari.

Gli strumenti relativi, dunque, conducono a stime che si basano sulla costruzione di indicatori, i cosiddetti Multipli, da cui si sviluppa fondamentalmente un approccio principale:

---

<sup>58</sup> Massari, M. & Zanetti, L. (2008). Valutazione finanziaria: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario. Milano, Italia: McGraw-Hill.

i) Approccio basato sul Metodo dei Multipli: i multipli sono indicatori, come accennato precedentemente, che esprimono il rapporto tra prezzi di mercato e determinate variabili economiche aziendali (fatturato, margine operativo, e così continuando) di società terze, mediante i quali tramite specifiche operazioni si giunge indirettamente alla valorizzazione della azienda di riferimento.

L'insieme dei multipli può essere suddiviso in due differenti classi:

- Multipli di società comparabili, riferiti alle quotazioni di un campione di società considerate comparabili.
- Multipli di transazioni comparabili, riferiti a prezzi negoziati per pacchetti azionari di controllo, o comunque rilevanti, di società omogenee.

La differenza principale, dunque, risiede nella modalità di stima del valore di un'azienda: da un lato, i modelli analitici, basandosi su risultati dell'azienda, conducono a stime dirette nonché significative e precise; dall'altro lato, i modelli relativi, rifacendosi a grandezze non appartenenti alla medesima ma a realtà considerate simili, implicano stime con un margine di accuratezza inferiore, poiché tale relazione risulta più facilitata ad essere influenzata da maggiori fattori: molti investitori, difatti, ritengono che “i prezzi di mercato siano determinati maggiormente dalla percezione dei *buyers* e dei *sellers*, piuttosto che dai fondamentali della società che in casi estremi possono essere ritenuti addirittura inutili.”<sup>59</sup>

Ne consegue che, come accennato precedentemente, numerosi esperti combinano contemporaneamente molteplici tecniche per ottenere risultati coerenti e attendibili.

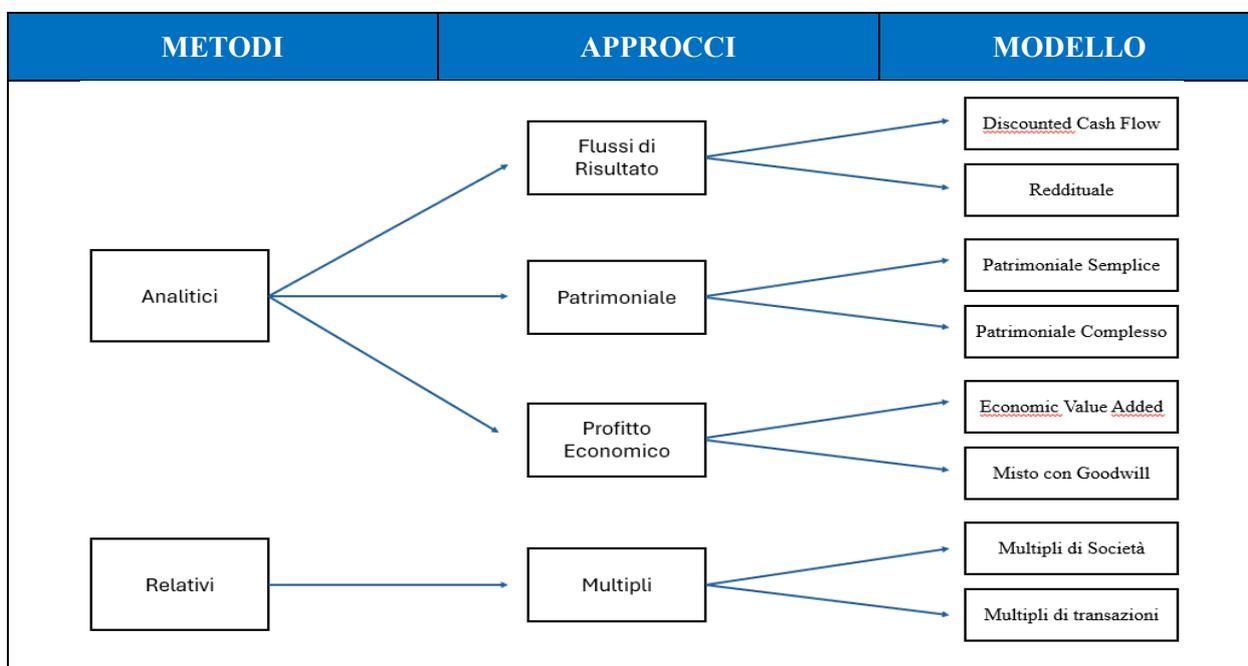


Tabella 2 – Schematizzazione dei metodi di valutazione finanziaria.

Fonte: Elaborazione personale su dati precedenti.

<sup>59</sup> Berk, J. & DeMarzo, P. (2018). Finanza Aziendale (Quarta Edizione), Vol 2. USA: Pearson.

All'interno di ogni categoria, in sintesi, si sviluppano numerosi modelli valutativi, il cui utilizzo si basa su peculiarità differenti che portano, tuttavia, ad un simile risultato.

A tal proposito, nel 2002 l'Associazione Italiana degli Analisti Finanziari (AIAF) ha tenuto una ricerca finalizzata ad evidenziare i metodi valutativi maggiormente utilizzati e preferiti dagli analisti finanziari: i risultati del sondaggio hanno evidenziato che oltre lo 89% dei partecipanti al sondaggio utilizza il Metodo *Discounted Cash Flow* (DCF) come strumento analitico principale di previsione, accompagnandosi per lo 86% dei casi mediante Metodo dei Multipli come strumento relativo di confronto.<sup>60</sup>

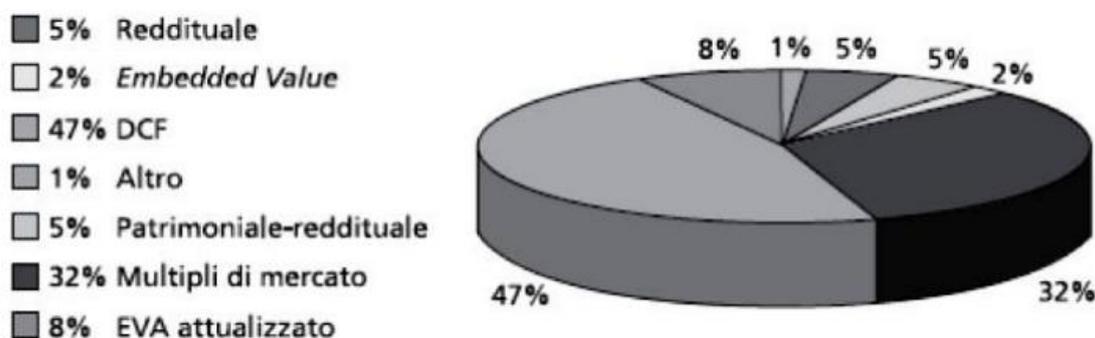


Figura 5 – Risultati Associazione Italiana degli Analisti Finanziari (AIAF) su sondaggio metodi di valutazione più utilizzati. Dati aggiornati a Dicembre 2003. Fonte: AIAF.

Tali metodologie, dunque, rivestono un ruolo centrale nel processo valutativo di un'azienda, delineandosi come strumenti nettamente prediletti dagli esperti a discapito di altri sempre meno utilizzati. Le motivazioni sottostanti l'accreditamento di tali teorie aziendali sono molteplici, ma facilmente riconducibili alla maggiore semplicità di utilizzo a fronte di una stima tendenzialmente accurata e vicina al prezzo negoziato.

## 2.2. Metodo di Valutazione del Discounted Cash Flow

Il metodo di valutazione *Discounted Cash Flow* (Metodo DCF), di provenienza anglosassone, si basa sui flussi di cassa futuri di un'azienda attualizzati al presente: tale processo valutativo esprime il valore di un business in funzione della capacità dello stesso di produrre flussi di cassa nel futuro, che vengono attualizzati ad un tasso di sconto pari al valore che ne rifletta la rischiosità attribuita dagli investitori.

<sup>60</sup> Ambrosetti, S. (2002). Best practices nei metodi di valutazione d'impresa e di stima del costo del capitale. Milano, Italia: AIAF Formazione e cultura, n. 41, dicembre 2001/gennaio 2002.

La formula che sintetizza tale teoria:

$$EV = \sum_{t=0}^T \frac{FCF_t}{(1+k)^t} \quad (4)$$

Dove:

$EV$  = Valore dell'azienda;

$FCF_t$  = Flusso di cassa riferito sino al periodo  $t$ ;

$k$  = Tasso di attualizzazione;

$t$  = Periodo di previsione esplicita.

Il discorso segue una logica reale nel momento in cui fa riferimento ad un'azienda con un ciclo di vita limitato e definito; poiché, coerentemente, si dimostra relativamente complesso stimare i flussi di cassa di un'azienda con vita prospettica infinita, nell'utilizzo del metodo finanziario è tendenza stabilire un periodo circoscritto di previsione esplicita (indicato con il termine  $t$ ) al termine del quale si ipotizza che i flussi di cassa si attestino ad un livello di crescita costante nel tempo (*stable growth*). Viene, a tal proposito, individuato un tasso (indicato con il termine  $g$ ) che sintetizza la crescita nel tempo dei *cash flow* dell'azienda di riferimento, influenzato dal settore di appartenenza e dalle rispettive condizioni e prospettive. Il valore finale che risulta da tale stima sintetizzata viene individuato con il nominativo di *Terminal Value* (TV), e viene espresso dalla seguente formula:

$$TV = \frac{FCF_{t+1}}{(k-g)} \quad (5)$$

Dove:

$TV$  = *Terminal Value*;

$FCF_{t+1}$  = Flusso di cassa riferito sino al periodo  $t+1$ ;

$k$  = Tasso di attualizzazione;

$t + 1$  = Periodo di previsione esplicita;

$g$  = Periodo oltre la previsione esplicita.

Ne consegue, dunque, che la valutazione di un'azienda è caratterizzata da una componente analitica, in cui si procede alla stima e attualizzazione dettagliata dei flussi attesi anno per anno del periodo di previsione esplicita ( $t$ ), nonché da una componente (il Terminal Value, appunto) che sintetizza mediante un apposito tasso ( $g$ ) l'attualizzazione di tutti i flussi di cassa generati dalla medesima nel lungo futuro.

La formula che ne deriva, partendo dall'equazione (4), esprime il metodo del *Discounted Cash Flow*:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+k)^t} + \frac{FCF_{t+1}}{(1+k)^n} \frac{1}{(k-g)} \quad (6)$$

Dove:

$EV$  = Valore dell'azienda;

$FCF_{t+1}$  = Flusso di cassa riferito sino al periodo  $t+1$ ;

$k$  = Tasso di attualizzazione;

$t + 1$  = Periodo di previsione esplicita;

$g$  = Periodo oltre la previsione esplicita.

Il modello *Discounted Cash Flow* si sviluppa in due differenti approcci, che mutano a seconda dell'aspetto al quale si vuole far riferimento nella valutazione di un'azienda:<sup>61</sup>

- a) Approccio *Asset Side*: mediante l'approccio *Asset Side* viene stimato il valore totale dell'azienda (*Enterprise Value*), basato sul totale di capitale proprio e capitale di debito netto, e dunque sulla capitalizzazione di borsa più l'indebitamento finanziario netto (nel caso di società indebitate) o capitalizzazione di borsa meno liquidità netta (nel caso di società non indebitate).
- b) Approccio *Equity Side*: mediante l'approccio *Equity Side* viene stimato il valore del capitale netto dell'azienda (*Equity Value*), che corrisponde alla parte di capitale rimanente una volta estinta ogni forma di debito della società, e sulla quale vengono calcolate le percentuali economiche disponibili per gli azionisti.

La differenza principale tra *Enterprise Value* ed *Equity Value*, dunque, è la presenza dell'indebitamento finanziario netto dell'azienda, indicato dal termine Posizione Finanziaria Netta (PFN): la PFN è quella variabile che misura l'ammontare di passività finanziarie (debiti finanziari) al netto di attività finanziari (liquidità). Ne consegue che:

$$Enterprise Value = Equity Value - PFN \quad (7)$$

$$PFN = Debiti Finanziari - Liquidità \quad (8)$$

Il valore positivo della Posizione Finanziaria Netta, dunque, indica che l'azienda è indebitata; qualora tale indice sia negativo, d'altro canto, l'azienda manca di indebitamento e finanzia i propri progetti mediante il solo ricorso all'*Equity*.

Se applicati in modo corretto, i due differenti approcci vengono utilizzati per raggiungere il medesimo risultato.<sup>62</sup>

<sup>61</sup> Regalli, M. & Al. (2018). *Analisi finanziaria*. Milano, Italia: McGraw-Hill Education.

<sup>62</sup> Brealey, R. A. & Al. (2002). *Principi di Finanza Aziendale*. New York, USA: McGraw-Hill Education.

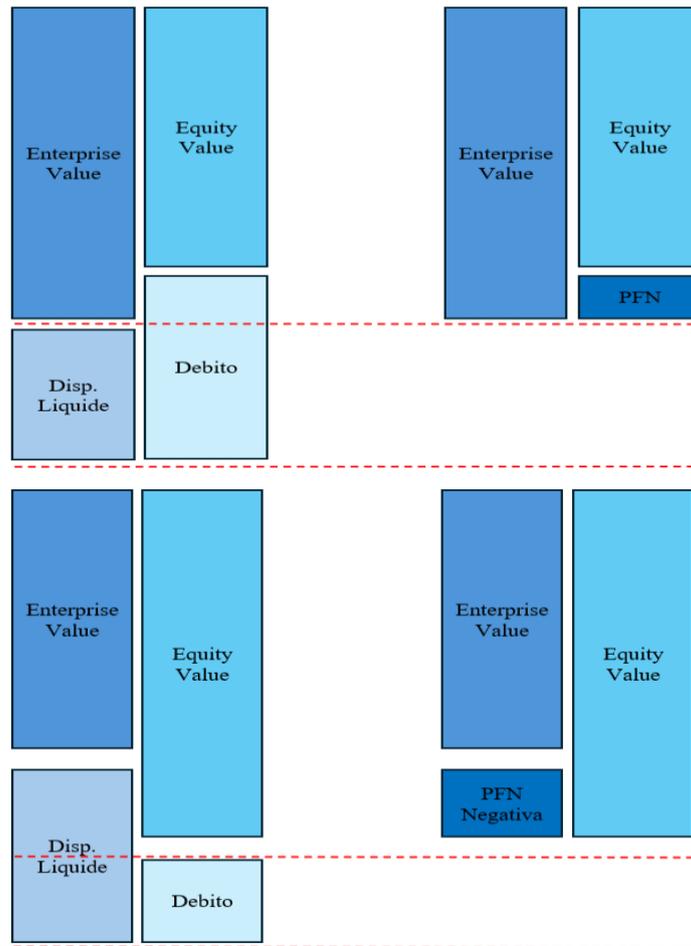


Figura 6 – Schematizzazione del rapporto tra Enterprise Value e Equity Value.

Fonte: Elaborazione personale su dati precedenti.

### 2.2.1. Approccio Asset Side

Mediante l'approccio *Asset Side* del *Discounted Cash Flow* si perviene alla stima del valore complessivo dell'azienda (*Enterprise Value*); tale valore è ottenuto attualizzando il *Cash Flow From Operations* (FCFO), nel periodo di previsione esplicita (t), ed il *Terminal Value* (TV), che sintetizza i flussi oltre il periodo di previsione esplicita (t+1), al *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), ossia al Costo Medio Ponderato del Capitale che riflette il rischio specifico dell'azienda sulla base delle diverse fonti di finanziamento sfruttate.

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV_n}{(1 + WACC)^n} \quad (9)$$

Dove:

$EV$  = Valore dell'azienda;

$FCFO_t$  = Flusso di cassa operativo riferito sino al periodo t;

$WACC$  = Costo medio ponderato del capitale usato come tasso di attualizzazione;

$TV_n$  = *Terminal Value*;

$t + 1$  = Periodo di previsione esplicita;

$g$  = Periodo oltre la previsione esplicita.

### 2.2.1.1. Cash Flow From Operations

Il punto di partenza dell'approccio *Asset Side*, dunque, è rappresentato dal calcolo dei Flussi di Cassa Operativi (Flussi FCFO).

Per pervenire alla rispettiva stima di tale valore si segue uno schema ben preciso.<sup>63</sup>

- a) *Earnings Before Interest and Tax* (EBIT): servendosi del Conto Economico si seleziona il margine operativo lordo, indicato dall'indice EBIT, che indica la marginalità di un'azienda prima del pagamento delle relative imposte.
- b) *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT): sottraendo l'imposizione fiscale, dunque, si giunge al Reddito Netto generato dalla medesima, indicato dall'indice NOPAT. L'aliquota fiscale utilizzata muta a seconda del Paese di riferimento; in Italia è data dalla somma di IRAP e IRES.
- c) Ammortamenti, Accantonamenti e Svalutazioni: al precedente indice, continuando, si sommano le voci non monetarie costituite da ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni: tali aspetti sono stati anteriormente sottratti dagli analisti dell'azienda nel calcolo dell'EBIT, ma non rappresentando effettivamente un'uscita monetaria (in quanto la rispettiva manifestazione è passata e futura) vengono nuovamente aggiunti all'Utile Netto generato dall'azienda.
- d) Capitale Circolante Netto (CCN): terminato di operare tali somme di aggiustamento, viene sottratto la differenza tra attivo corrente e passivo corrente, indicato dall'indice CCN, che misura la capacità del management di gestire l'attività operativa corrente d'impresa: viene evidenziato il tempo che l'azienda impiega per trasformare il capitale circolante in cassa.
- e) *Capital Expenditure* (CAPEX): la stima termina con la riduzione del valore risultante per il valore dell'insieme di investimenti e disinvestimenti aziendali eseguiti, indicati dall'indice CAPEX.

Seguito ogni aspetto del suddetto procedimento (si veda, a tal proposito, la Figura 7), si perviene alla stima dei Flussi di Cassa Operativi (FCFO) che dimostrano e misurano la liquidità di cassa generata o consumata per effetto della gestione principale delle attività d'impresa, indicando la capacità dell'azienda di creare valore dal proprio business.

---

<sup>63</sup> Franceschi, L. F. & Comi, L. (2015). Modelli finanziari per la valutazione d'azienda. Milano, Italia: EDUCatt.

<b>Margine Operativo Lordo (EBIT)</b>
- Imposte sul Reddito Operativo
<hr style="border: 1px solid black;"/>
= <b>Reddito Operativo Netto (NOPAT)</b>
+ Ammortamenti
+ Accantonamenti
+ Svalutazione
<hr style="border: 1px solid black;"/>
= <b>Flusso di Cassa Operativo</b>
+/- Variazione Capitale Circolante Netto (CCN)
<hr style="border: 1px solid black;"/>
= <b>Flusso di Cassa Operativo Corrente</b>
+/- Disinvestimenti/Investimenti in Immobilizzazioni Materiali (CAPEX)
+/- Disinvestimenti/Investimenti in Immobilizzazioni Immateriali (CAPEX)
+/- Disinvestimenti/Investimenti in Immobilizzazioni Finanziarie (CAPEX)
<hr style="border: 1px solid black;"/>
= <b>Free Cash Flow From Operation (FCFO)</b>

Figura 7 – Schematizzazione del metodo di calcolo FCFO.

Fonte: Elaborazione personale su dati precedenti.

### 2.2.1.2. Terminal Value

Come accennato precedentemente (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.2.), l'indice *Terminal Value* (TV) raggruppa e sintetizza tutti i flussi di cassa futuri oltre il periodo di previsione esplicita (indicato con il termine  $t$ ) assunti dall'azienda per un tasso di crescita costante nel tempo (indicato con il termine  $g$ ).<sup>64</sup>

La formula che esprime il Terminal Value:

$$TV = \frac{FCFO_{t+1}}{WACC_n - g_n} \quad (10)$$

Dove:

$TV_n$  = Terminal Value;

$FCFO_{t+1}$  = Flusso di cassa operativo riferito sino al periodo  $t+1$ ;

$WACC$  = Costo medio ponderato del capitale usato come tasso di attualizzazione;

$g$  = Periodo oltre la previsione esplicita.

Il *Terminal Value* spesso assume un peso rilevante nella determinazione dell'*Enterprise Value*.

Risulta fondamentale, dunque, verificare accuratamente le ipotesi adottate in tale stima (come, a titolo esemplificativo, la stima del valore del tasso  $g$  utilizzato); a tal proposito, viene spesso eseguita l'analisi di sensitività sulle stime effettuate, al fine di verificare l'andamento del *Terminal Value* per valori differenti ma vicini quello calcolato.

<sup>64</sup> Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/t/terminalvalue.asp>.

### 2.2.1.3. Weighted Average Cost of Capital

Come accennato precedentemente (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.2.1.), l'approccio *Asset Side* valuta il valore complessivo di un'azienda (*Enterprise Value*) considerando i flussi di cassa destinati alla remunerazione di tutti i finanziatori dell'azienda, siano essi portatori di capitale di rischio (azionisti) o portatori di capitale di debito (creditori).

Ne consegue, a tal proposito, che sia i Flussi di Cassa Operativi (FCFO) che il *Terminal Value* (TV) vengono attualizzati sulla base del *Weighted Average Cost of Capital* (WACC).

Il Costo Medio Ponderato del Capitale (WACC) è l'indicatore che rappresenta il costo complessivo delle fonti di finanziamento di un'azienda, tendenzialmente equivalenti a capitale proprio e capitale di debito, ponderate per i rispettivi pesi all'interno della struttura finanziaria.<sup>65</sup>

$$WACC = r_e * \frac{E}{(E + D)} + r_d * (1 - t) * \frac{D}{(E + D)} \quad (11)$$

Dove:

WACC = Costo medio ponderato del capitale usato come tasso di attualizzazione;

$r_e$  = Costo dell'*equity*;

$\frac{E}{(E+D)}$  = Peso dell'*equity* su totale fonti di finanziamento;

$r_d$  = Costo del debito;

$t$  = Aliquota di imposta;

$\frac{D}{(E+D)}$  = Peso del debito su totale fonti di finanziamento.

Il Costo Medio Ponderato del Capitale, dunque, è composto sia da una parte riferita all'*equity* e sia da una parte riferita al debito di un'azienda, nonché dai pesi utilizzati con riferimento a tali fonti di finanziamento:

- a) Il costo dell'*equity* ( $r_e$ ) indica il rendimento richiesto dagli azionisti a seguito del capitale proprio apportato come forma di investimento.

Come quadro generale, il rendimento atteso di un investimento viene calcolato come la somma di un tasso privo di rischio e dell'extra-rendimento:

$$r_e = r_f + PR \quad (12)$$

Dove:

$r_e$  = Costo dell'*equity*;

$r_f$  = Tasso di rendimento di un titolo privo di rischio;

PR = Premio per il rischio assunto dall'investimento.

---

<sup>65</sup> Fernandez, P. (2010). WACC: definition, misconceptions, and errors. Portland, USA: Business Valuation Review, 29(4), 138-144.

Il tasso privo di rischio (comunemente chiamato tasso *risk free*) è il tasso di rendimento disponibile su un titolo che il mercato considera privo di rischio di insolvenza nonché privo di rischio di reinvestimento; tendenzialmente gli analisti finanziari avvicinano il tasso *risk free* ad il rendimento di un titolo di Stato a lungo termine (generalmente dieci anni) del Paese in cui si sviluppa la sede principale dell'azienda di riferimento.<sup>66</sup>

Il Premio per il Rischio (PR) è spiegato dal modello rischio-rendimento del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM): tale modello matematico della teoria di portafoglio pubblicato da William Sharpe nel 1964 evidenzia la relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità. Ogni titolo acquistato è caratterizzato da un duplice rischio: il rischio specifico, peculiare di un limitato numero di imprese (si pensi, a titolo esemplificativo, al rischio di concorrenza e al rischio di settore), ed il rischio sistematico, comune a tutte le imprese e associato all'andamento del mercato nel suo complesso (si pensi, a titolo esemplificativo, al rischio di crisi e al rischio inflazione). Mediante l'attività di diversificazione, tuttavia, qualsiasi investitore può limitare l'esposizione ai rischi specifici del proprio portafoglio finanziario, mantenendo però nullo l'effetto sulle oscillazioni delle variabili di mercato. Ne risulta, difatti, che l'unico rischio sul quale l'investitore non ha potere è il rischio sistematico di un titolo, che conseguentemente motiva la presenza del suddetto premio per il rischio.<sup>67</sup>

$$PR = \beta_e * (E(r_m) - r_f) \quad (13)$$

La formula definitiva del costo dell'*equity* che ne consegue, dunque, e che combina la formula 12 con la formula 13, è la seguente:

$$r_e = r_f + \beta_e * (E(r_m) - r_f) \quad (14)$$

Dove:

$r_e$  = Costo dell'*equity*;

$r_f$  = Tasso di rendimento di un titolo privo di rischio;

$\beta_e$  = Rischio sistematico di un titolo;

$(E(r_m) - r_f)$  = Premio per il rischio.

Secondo il CAPM, dunque, il costo di stima dell'*equity* è la somma tra il tasso *risk free* e il premio per il rischio (anche chiamato tasso *risk premium*), che è una funzione lineare del beta del titolo. Il beta misura la sensibilità sistematica di un titolo rispetto i rendimenti totali del mercato: un beta elevato implica che il titolo è molto influenzato da fattori di rischio macroeconomici; un beta basso,

---

<sup>66</sup> Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/tasso-risk-free.html>.

<sup>67</sup> Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/capm.htm>.

viceversa, rappresenta un titolo più sicuro e saldo. La formula che individua il beta è la seguente:

$$\beta_e = \frac{Cov_{im}}{\sigma_m^2} \quad (15)$$

Dove:

$\beta_e$  = Rischio sistematico di un titolo;

$Cov_{im}$  = Covarianza tra il rendimento di mercato ed il rendimento del titolo;

$\sigma_m^2$  = Varianza del portafoglio di mercato.

Marshall E. Blume ha dimostrato<sup>68</sup> che nel lungo futuro i beta dei titoli tendono al valore di 1, perdendo dunque il concetto di rischiosità ed avvicinandosi alla stabilità di un tasso privo di rischio; giustificano tale tendenza fenomeni quali lo sviluppo dimensionale delle imprese, l'aumento della generazione dei flussi di cassa e così continuando. Per calcolare correttamente il beta di un titolo, a tal proposito, è preferibile utilizzare il cosiddetto *Adjusted* beta:

$$Adj\ Beta = \frac{2}{3} * Raw\ Beta + \frac{1}{3} * Beta\ di\ Mercato \quad (16)$$

Dove:

*Adj Beta* = Beta aggiustato valido per il lungo termine;

*Raw Beta* = Beta grezzo valido per il breve termine;

*Beta di Mercato* = Beta di Mercato, che si ipotizza sempre pari a 1.

- b) Il costo del debito ( $r_d$ ) indica il rendimento richiesto dagli investitori a seguito del capitale proprio apportato come forma di investimento.

Come quadro generale, il rendimento atteso di un finanziamento viene calcolato come la somma di un tasso privo di rischio e dello *spread*:

$$r_d = r_f + spread \quad (17)$$

Dove:

$r_d$  = Costo del debito;

$r_f$  = Tasso di rendimento di un titolo privo di rischio;

*spread* = *Spread* di un titolo.

Il costo dei fondi presi a prestito da un'azienda, dunque, dipende dal rendimento di un titolo privo di rischio e dal rischio di insolvenza dell'azienda percepito dal creditore (indicato dal termine *spread*).

---

<sup>68</sup> Blume, M. E. (1975). Betas and their regression tendencies. Philadelphia, USA: The Journal of Finance.

Ne consegue che all'aumentare del rischio di mancata solvenza, il soggetto finanziatore richiederà dei *default spread* più elevati e, dunque, per l'azienda il relativo debito diverrà più oneroso.

Per misurare il rischio di insolvenza (indicato, come accennato precedentemente, dal termine *spread*) tendenzialmente si fa ricorso al *rating* di un'azienda, ossia alla misura del merito creditizio della medesima assegnata per mezzo di agenzie specializzate (tra cui, a titolo esemplificativo, Standard&Poor's e Moody's). Qualora la realtà di riferimento non sia pubblica e, dunque, non disponga di un *rating* pubblico, tale valore viene stimato sinteticamente sulla base dell'*Interest Cover Ration* (ICR), e dunque sulla capacità dell'azienda di rimborsare i relativi oneri finanziari.<sup>69</sup>

$$ICR = \frac{EBIT}{\text{Oneri Finanziari}} \quad (18)$$

Dove:

*ICR* = *Interest Cover Ratio* dell'azienda;

*EBIT* = Margine operativo lordo dell'azienda;

*Oneri Finanziari* = Oneri finanziari dell'azienda.

Confrontando il risultato ottenuto con appositi indici finanziari di imprese quotate, suddivisi in imprese di mercati ad alta ed a bassa capitalizzazione (si veda, a tal proposito, la Tabella 3), si perviene al *rating* sintetico dell'azienda di riferimento.

### *Low Market Cap Firms*

<i>Interest Coverage Ratio</i>	<i>Synthetic Rating</i>	<i>Spread</i>
> 12.5	AAA	0.75%
9.5 - 12.5	AA	1.00%
7.5 - 9.5	A+	1.50%
6 - 7.5	A	1.80%
4.5 - 6	A-	2.00%
3.5 - 4.5	BBB	2.25%
3 - 3.5	BB	3.50%
2.5 - 3	B+	4.75%
2 - 2.5	B	6.50%
1.5 - 2	B-	8.00%
1.25 - 1.5	CCC	10.00%
0.8 - 1.25	CC	11.50%
0.5 - 0.8	C	12.70%
< 0.5	D	14.00%

### *High Market Cap Firms*

<i>Interest Coverage Ratio</i>	<i>Synthetic Rating</i>	<i>Spread</i>
> 8.5	AAA	0.75%
6.5-8.5	AA	1.00%
5.5 - 6.5	A+	1.50%
4.25- 5.5	A	1.80%
3- 4.25	A-	2.00%
2.5-3	BBB	2.25%
2- 2.5	BB	3.50%
1.75-2	B+	4.75%
1.5-1.75	B	6.50%
1.25-1.5	B-	8.00%
0.8-1.25	CCC	10.00%
0.65-0.8	CC	11.50%
0.2-0.65	C	12.70%
<0.2	D	14.00%

Tabella 3 –*Synthetic rating e relativo spread delle società pubbliche USA. Dati aggiornati a Dicembre 2023*

*Fonte: Berk, J. & DeMarzo, P. (2018). Finanza Aziendale (Quarta Edizione), Vol 1. USA: Pearson.*

<sup>69</sup> Van Binsbergen, J. H. & Al. (2010). The cost of debt. Philadelphia, USA: *The Journal of Finance*, 65(6), 2089-2136.

Poiché gli oneri finanziari sono deducibili fiscalmente, il costo del debito viene calcolato al netto dei benefici fiscali connessi allo scudo fiscale dato dal medesimo ricorso al debito. Tale fenomeno giustifica la presenza dell'aliquota fiscale  $(1 - t)$  nel calcolo complessivo del costo del debito.

- c) Sulla base della distribuzione delle fonti di finanziamento, sia il costo del capitale ( $r_e$ ) che il costo del debito ( $r_d$ ) sono proporzionati sulla base dei pesi che sintetizzano il rispettivo utilizzo all'interno della struttura finanziaria. Il costo dell'*equity*, difatti, è proporzionato dal fattore  $\frac{E}{(E+D)}$ , ed al contempo il costo del debito è proporzionato dal fattore  $\frac{D}{(E+D)}$ .

Tali proporzioni sono calcolate sul valore di mercato di ciascuna fonte di finanziamento, in quanto l'approvvigionamento di nuovi fondi avviene in genere ai prezzi prevalenti sullo stesso mercato.<sup>70</sup>

L'attualizzazione dei Flussi di Cassa Operativi (FCFO) e del *Terminal Value* (TV) sinora descritti, per il tasso di attualizzazione espresso dal *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), permette dunque, di giungere alla stima del valore complessivo (*Enterprise Value*) di un'azienda.

Tale valore, in sintesi, corrisponde alla totalità della capitalizzazione di borsa e dell'indebitamento finanziario netto di un'azienda; qualora si volesse stimare unicamente il valore del capitale netto (*Equity Value*) della medesima, l'approccio da seguire mediante il metodo del *Discounted Cash Flow* differisce.

### 2.2.2. Approccio Equity Side

Mediante l'approccio *Equity Side* del *Discounted Cash Flow* si perviene alla stima del valore dell'*equity* dell'azienda (*Equity Value*); tale valore è ottenuto attualizzando il *Free Cash Flow To Equity* (FCFE), nel periodo di previsione esplicita (t), ed il *Terminal Value* (TV), che sintetizza i flussi oltre il periodo di previsione esplicita (g), al costo dell'*equity* ( $r_e$ ), che riflette il rischio specifico dell'azienda sulla base dell'unica fonte di finanziamento sfruttata.

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{TV_n}{(1 + r_e)^n} \quad (19)$$

Dove:

$EV$  = Valore dell'azienda;

$FCFE_t$  = Flusso di cassa degli azionisti riferito sino al periodo t;

$r_e$  = Costo dell'*equity* usato come tasso di attualizzazione;

$TV_n$  = *Terminal Value*;

<sup>70</sup> Damodaran, A. (2010). *Corporate Finance: Theory and Practice*. Hoboken, USA: John Wiley & Sons.

$t + 1$  = Periodo di previsione esplicita;

$g$  = Periodo oltre la previsione esplicita.

### 2.2.2.1. Free Cash Flow To Equity

Il punto di partenza dell'approccio *Equity Side*, dunque, è rappresentato dal calcolo dei Flussi di Cassa Disponibili per gli Azionisti (FCFE).

Per pervenire alla rispettiva stima di tale valore si segue uno schema ben preciso:<sup>71</sup>

- a) *Earnings Before Interest and Tax* (EBIT): servendosi del Conto Economico si seleziona il margine operativo lordo, indicato dall'indice EBIT, che indica la marginalità di un'azienda prima del pagamento delle relative imposte.
- b) *Earning Before Tax* (EBT): sottraendo il pagamento di interessi passivi per debiti riscontrati si perviene al risultato di esercizio ante imposte, indicato dall'indice EBT; in questo modo vengono estinti tutti i pagamenti sostenuti per interessi derivanti dal ricorso al capitale di debito.
- c) *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT): sottraendo l'imposizione fiscale, dunque, si giunge al Reddito Netto generato dalla medesima, indicato dall'indice NOPAT.
- d) Aggiustamenti FCFE: come visto anteriormente nel calcolo del FCFO (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.2.1.1.), vengono apportati aggiustamenti mediante la somma algebrica di Ammortamenti, Accantonamenti e Svalutazioni, nonché con riferimento al CCN (Capitale Circolante Netto) ed a eventuali *Capital Expenditure* (CAPEX).
- e) Indebitamento Netto: la stima termina con l'aggiustamento del valore risultante per la variazione dell'indebitamento netto rispetto l'esercizio precedente; in questo modo si evidenzia il flusso di cassa residuale a seguito del pagamento di interessi passivi e del rimborso del debito.

Seguito ogni aspetto del suddetto procedimento (si veda, a tal proposito, la Figura 8), si perviene alla stima dei Flussi di Cassa Disponibili per gli Azionisti (FCFE), che tengono considerazione di tutti i pagamenti da e verso i creditori, delineando la parte di ricchezza residuale che spetta direttamente agli azionisti dell'azienda, indicando di fatto la capacità dell'azienda di creare valore per i relativi proprietari.

---

<sup>71</sup> Franceschi, L. F. & Comi, L. (2015). Modelli finanziari per la valutazione d'azienda. Milano, Italia: EDUCatt.

<b>Margine Operativo Lordo (EBIT)</b>
- Interessi Passivi
<b>Margine Ante Imposte (EBT)</b>
- Imposte sul Reddito Operativo
<b>= Reddito Operativo Netto (NOPAT)</b>
+ Ammortamenti
+ Accantonamenti
+ Svalutazione
<b>= Flusso di Cassa Operativo</b>
+/- Variazione Capitale Circolante Netto (CCN)
<b>= Flusso di Cassa Operativo Corrente</b>
+/- Disinvestimenti/Investimenti in Immobilizzazioni Materiali (CAPEX)
+/- Disinvestimenti/Investimenti in Immobilizzazioni Immateriali (CAPEX)
+/- Disinvestimenti/Investimenti in Immobilizzazioni Finanziarie (CAPEX)
+ Indebitamento Netto
<b>= Free Cash Flow To Equity (FCFE)</b>

Figura 8 - Schematizzazione del metodo di calcolo FCFE.

Fonte: Elaborazione personale su dati precedenti.

I Flussi di Cassa Disponibili per gli Azionisti (FCFE) possono essere stimati anche partendo dai Flussi di Cassa Operativi (FCFO), tramite metodo indiretto, sottraendo gli interessi passivi al netto delle imposte e sommando l'indebitamento netto.

Tale metodologia di stima dell'*Equity Value* costituisce un sentiero più rapido e veloce, che se percorso correttamente porta al medesimo risultato del metodo diretto anteriore.

$$FCFE = FCFO - (1 - t) * (Interessi Passivi) + Indebitamento Netto \quad (20)$$

$$Indebitamento Netto = D_t - D_{t-1} \quad (21)$$

Dove:

*FCFE* = Flusso di cassa degli azionisti;

*FCFO* = Flusso di cassa operativo;

*t* = Aliquota fiscale;

*Interessi Passivi* = Interessi passivi dell'azienda;

*Indebitamento Netto* = Indebitamento netto dell'azienda, dato da differenza tra debiti *t* e debiti *t - 1*.

### 2.2.2.2. Terminal Value

Come accennato precedentemente (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.2.1.2.), l'indice *Terminal Value* (TV) raggruppa e sintetizza tutti i flussi di cassa futuri oltre il periodo di previsione esplicita (indicato con il termine  $t$ ) assunti dall'azienda per un tasso di crescita costante nel tempo (indicato con il termine  $g$ ).

La formula con approccio *Equity Side* che esprime il *Terminal Value*:

$$TV = \frac{FCFE_{n+1}}{r_e - g_n} \quad (22)$$

Dove:

$TV_n$  = *Terminal Value*;

$FCFE_{t+1}$  = Flusso di cassa degli azionisti riferito sino al periodo  $t+1$ ;

$r_e$  = Costo dell'*equity* usato come tasso di attualizzazione;

$g$  = Periodo oltre la previsione esplicita.

### 2.2.2.3. Costo dell'Equity

Come accennato precedentemente (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.2.2.), l'approccio *Equity Side* valuta il valore dell'*equity* di un'azienda (*Equity Value*) considerando i flussi di cassa destinati alla remunerazione dei soli portatori di capitale di rischio (azionisti).

Ne consegue, a tal proposito, che sia i Flussi di Cassa Disponibili per gli Azionisti (FCFE) che il *Terminal Value* (TV) vengono attualizzati sulla base del solo Costo dell'*Equity* ( $r_e$ ), senza considerare la presenza del capitale di debito. Tale valore utilizzato come tasso di attualizzazione, difatti, è l'indicatore che rappresenta il costo del solo *equity* come fonte di finanziamento di un'azienda (si veda, a tal proposito, la Formula 19).

L'attualizzazione dei Flussi di Cassa per gli Azionisti (FCFE) e del *Terminal Value* (TV) sinora descritti, per il tasso di attualizzazione espresso dal Costo dell'*Equity* ( $r_e$ ), permette di giungere alla stima del valore dell'*equity* (*Equity Value*) di un'azienda. Tale valore corrisponde alla somma disponibile per i proprietari e gli azionisti di un'azienda, sulla quale calcolare proporzionalmente sulla base delle proprie quote il rispettivo guadagno creato.<sup>72</sup>

I *Cash Flow* generati dall'approccio *Equity Side* sono detti *levered*, in quanto sono calcolati al netto dell'adempimento degli obblighi finanziari verso la struttura finanziaria e la remunerazione dei creditori; i

---

<sup>72</sup> Corporate Finance Institute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/cost-of-equity-guide/>.

*Cash Flow* stimati con l'approccio *Asset Side*, d'altro canto, sono detti *unlevered*, poiché corrispondenti al denaro di cui un'azienda dispone prima di pagare i propri oneri finanziari.<sup>73</sup>

### **2.2.3. Vantaggi e Svantaggi del Metodo del Discounted Cash Flow**

Il metodo del *Discounted Cash Flow*, come accennato precedentemente, risulta essere il metodo valutativo analitico maggiormente utilizzato (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.1.1.); alla base di tale tendenza si dimostrano i numerosi vantaggi che seguono tale processo.

Mediante il metodo *Discounted Cash Flow*, in primo luogo, viene stimato il valore di un'azienda sulla base dei flussi di cassa futuri generati dalla medesima (per merito dei Flussi di Cassa Operativi), che rappresentano indubbiamente la fonte principale del valore per gli investitori, in quanto basati su risultati numerici che definiscono la concreta generazione di ricchezza a favore di questi ultimi.

Tali valori quantitativi, inoltre, tengono efficientemente in considerazione il fattore tempo, venendo attualizzati al fine di individuare la differente importanza del denaro nel presente e nel futuro; la stessa attualizzazione avviene ad un tasso che tiene in considerazione il rischio dell'investimento sulla base del costo delle fonti di finanziamento dell'azienda (per merito del Costo Medio Ponderato del Capitale), delineando la rischiosità di un qualsivoglia progetto.

Il modello valutativo, inoltre, non si limita all'analisi attuale e immediata, ma fa riferimento a tutti i risultati prodotti dall'attività anche nel lungo termine (per merito del *Terminal Value*), provando a stimare tale valore per avere una visione più chiara e dettagliata dell'indirizzo su cui si ipotizza si sposterà l'azienda di riferimento.

I suddetti vantaggi, tuttavia, risultano intervallati da altrettanti svantaggi significativi.

Il limite principale di tale metodologia valutativa risiede nella stima di tutte le componenti numeriche utilizzate, che per quanto accurate e precise rimarranno fortemente ancorate alla soggettività degli analisti che hanno condotto tali valutazioni. Le stesse stime, inoltre, non tengono in considerazione le esternalità prodotte da eventuali eventi straordinari da cui potrebbero scaturire mutazioni ed influenze; affianco a ciò, l'eccessiva rilevanza assunta da taluni indici nel calcolo dei flussi di cassa, alla cui variazione potrebbero seguire risultati alquanto differenti: si pensi, a titolo esemplificativo, ad un periodo di recessione economica che riduce il tasso di crescita di lungo periodo utilizzato nel calcolo del *Terminal Value*, il cui peso implicherebbe una mutazione ragguardevole del risultato finale individuato.

La completa assenza di fattori qualitativi (quali, a titolo esemplificativo, la fase di sviluppo del settore dell'azienda nonché gli eventuali cambiamenti normativi che regolano il mercato) costituisce un ulteriore

---

<sup>73</sup> Investopedia: <https://www.investopedia.com/ask/answers/111714/whats-difference-between-levered-and-unlevered-free-cash-flow.asp#:~:text=The%20difference%20between%20levered%20and,before%20paying%20its%20financial%20obligations.>

grande ostacolo del seguente processo di valutazione, che evidenzia una visione limitata circa l'ambiente attorno al quale l'azienda di riferimento opera.<sup>74</sup>

I punti a sfavore del metodo *Discounted Cash Flow* risultano sormontati, almeno parzialmente, dall'accostamento a tale metodo principale di un ulteriore metodo di controllo che si concentri su ulteriori fattori, quali, a titolo esemplificativo, la situazione economico patrimoniale della concorrenza.

Ne consegue, a testimonianza anche di quanto accennato precedentemente (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.1.1.), la tendenza di utilizzo di differenti modelli valutativi, quali il Metodo dei Multipli, come ulteriore verifica del risultato ottenuto.

### **2.3. Metodo di Valutazione dei Multipli**

Il Metodo dei Multipli è uno strumento valutativo relativo, in cui il valore dell'azienda viene stimato indirettamente sulla base di grandezze e caratteristiche afferenti a realtà considerate simili alla società presa in esame. I modelli relativi, a tal proposito, vengono utilizzati maggiormente come operazioni di controllo dei risultati già precedentemente ottenuti mediante gli strumenti analitici (quali, a titolo esemplificativo, il *Discounted Cash Flow*).

Per mezzo del Metodo dei Multipli il valore di un'azienda viene stimato osservando il modo in cui imprese con caratteristiche analoghe sono valutate sul mercato.

Tale modello valutativo pone come aspetto centrale la costruzione dei cosiddetti "multipli di mercato", intesi come variabili numeriche calcolate tramite il rapporto tra prezzi espressi dal mercato e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società ritenute comparabili. I multipli così determinati vengono applicati, con le opportune rettifiche, alle corrispondenti grandezze dell'azienda oggetto di valutazione al fine di pervenire, per moltiplicazione appunto, al valore della medesima.<sup>75</sup>

$$\text{Valore Azienda} = M * \text{Misura Finanziaria Target} \quad (23)$$

Dove:

*Valore Azienda* = Valore dell'azienda;

*M* = Multiplo di mercato;

*Misura Finanziaria Target* = Variabile finanziaria della società *target* su cui si è costruito il multiplo di mercato.

---

<sup>74</sup> Kruschwitz, L. & Löffler, A. (2006). *Discounted cash flow: a theory of the valuation of firms*. Hoboken, USA: John Wiley & Sons.

<sup>75</sup> Berk, J. & DeMarzo, P. (2018). *Finanza Aziendale (Quarta Edizione)*, Vol 1. USA: Pearson.

La totalità dell'insieme dei multipli può essere divisa in due grandi classi sulla base della variabile finanziaria alla quale fanno riferimento.<sup>76</sup>

a) Multipli *Asset Side*: I multipli di mercato il cui calcolo si basa sull'individuazione dell'*Enterprise Value* rientra in tale classe. I multipli *Asset Side* sono:

i)  $\frac{EV}{EBIT}$ : il rapporto *Enterprise Value* su EBIT indica la capacità di un'azienda di ottenere un risultato economico positivo dall'area caratteristica precedentemente all'imposizione fiscale. Il limite principale di tale multiplo risiede nell'influenza subita da eventuali politiche di bilancio e da valutazioni soggettive da parte del management, principalmente a seguito della presenza degli ammortamenti.

ii)  $\frac{EV}{EBITDA}$ : il rapporto *Enterprise Value* su EBITDA indica la marginalità di un'azienda a prescindere dalle politiche di bilancio e dalle valutazioni soggettive da parte del management, poiché la componente reddituale di riferimento è considerata al lordo degli ammortamenti e delle svalutazioni.

Tale multiplo rappresenta la variabile finanziaria più utilizzata per la stima del valore di aziende profittevoli e stabili.

iii)  $\frac{EV}{Fatturato}$ : il rapporto *Enterprise Value* su Fatturato indica la capacità di un'azienda di ottenere ricavi dalla propria attività produttiva.

Tale multiplo rappresenta la variabile finanziaria più utilizzata per la stima del valore di aziende non ancora profittevoli ma con grandi prospettive di crescita (quali, a titolo esemplificativo, le *startup*).

b) Multipli *Equity Side*: La totalità dei multipli il cui calcolo si basa sull'individuazione dell'*Equity Value* rientra in tale classe. I multipli *Equity Side* sono:

i)  $\frac{P}{E}$ : il rapporto valore di mercato del capitale netto (e, dunque, capitalizzazione di mercato) su utile netto (o, indifferentemente, il rapporto tra prezzo di Borsa della singola azione su utile netto per azione, indicato comunemente dal termine EPS) indica quante volte l'utile di una di un'azienda è contenuto nel valore che il mercato attribuisce alla medesima.

Maggiore si dimostra il multiplo, migliori saranno le aspettative degli investitori sulla crescita della azienda.

ii)  $\frac{P}{BV}$ : il rapporto valore di mercato del capitale netto (e, dunque, capitalizzazione di mercato) su valore contabile dello stesso (dato dalla differenza tra il valore netto contabile dell'attivo e il valore netto contabile del passivo) indica il confronto tra la valutazione patrimoniale di un'azienda fatta dal mercato e la medesima espressa, però, dal bilancio.

Minore si dimostra il multiplo, tanto più sottovalutata sarà l'azienda.

---

<sup>76</sup> Guatri, L. & Bini, M. (2021). La valutazione delle aziende. Milano, Italia: Egea.

La scelta di utilizzare i multipli di appartenenza ad una categoria piuttosto che all'altra dipende esclusivamente dai fini della valutazione, e dunque dal valore (complessivo o di solo *equity*) della società *target* che si desidera stimare mediante il Metodo di valutazione dei Multipli.

Affianco alla suddetta distinzione dei multipli di mercato sulla base della variabile finanziaria alla quale fanno riferimento, un'ulteriore suddivisione prevede, come accennato precedentemente (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.1.1.), la contemporanea esistenza di multipli di mercato e multipli di transazioni comparabili. In ambito valutativo, l'utilizzo del Metodo dei Multipli presuppone che il valore di una società possa essere determinato assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato (multipli di mercato) o da operazioni di compravendita aventi ad oggetto società con caratteristiche analoghe alla realtà oggetto della valutazione (multipli di transazioni comparabili):<sup>77</sup>

- a) *Stock Market Multiple* (Multipli di Borsa): i multipli di Borsa lavorano su un paniere di società quotate comparabili, delle quali vengono individuati i prezzi di Borsa e relazionati ad alcune variabili aziendali determinando così i multipli che si useranno per la valutazione della società *target*.
- b) *Deal Multiple* (Multipli di Transazioni Comparabili): i multipli di transazioni comparabili lavorano su prezzi rappresentativi di negoziazioni private per il passaggio di pacchetti azionari di controllo, o rilevanti, di imprese omogenee. Il multiplo è determinato dal prezzo di cessione, che rappresenta il valore complessivo del premio di acquisizione (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.3.3.) ed anche influenzato da variabili quali la percentuale di capitale acquisita, le caratteristiche dell'acquirente, le modalità di pagamento, e così proseguendo.

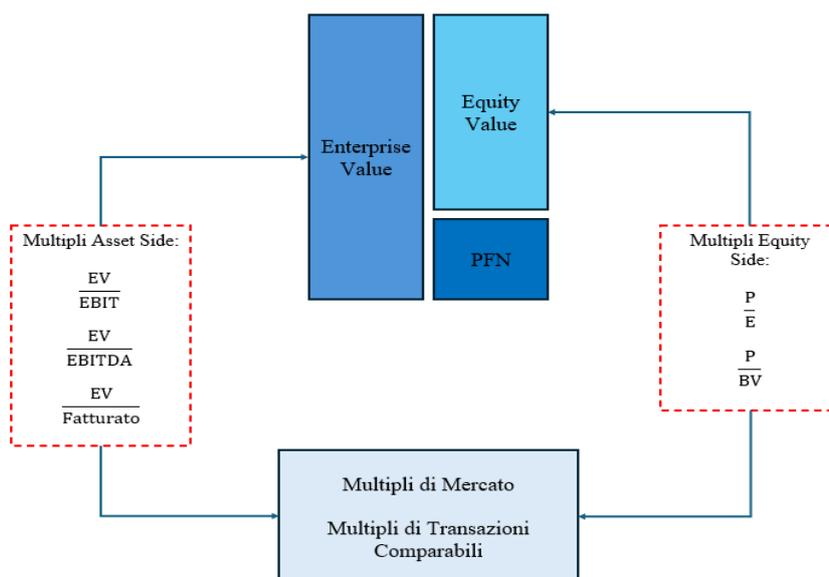


Figura 9 – Schematizzazione funzionamento dei multipli.  
Fonte: Elaborazione personale su dati precedenti.

<sup>77</sup> Corporate Finance Institute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/types-of-valuation-multiples/>.

In generale, i *deal multiple* vengono utilizzati con meno frequenza, poiché la segretezza di talune variabili finanziarie di transazioni comparabili implica significative difficoltà in fase di raccolta delle informazioni; la facilità, d'altro canto, di individuazione di valori di Borsa di società comparabili giustifica il tendenziale utilizzo degli *stock market multiple*.

Nel periodo più recente, inoltre, si sono sviluppate ulteriori classificazioni sulla base delle innovazioni nate dai progressi in ambito tecnologico degli ultimi anni; si pensi, a tal proposito, alle numerose startup *high tech* divenute multinazionali quotate quali Facebook o X (ex Twitter).

- a)  $\frac{EV}{Sottoscrizioni}$ , rapporto che ricerca il valore di un'azienda guardando al numero di nuovi account avviati.
- b)  $\frac{EV}{Interazioni}$ , rapporto che indica l'apprezzamento e la frequenza di utilizzo di un'azienda sulla base delle interazioni totali che hanno avuto luogo in una specifica rete sociale.
- c)  $\frac{EV}{Account}$ , rapporto che fornisce il valore di un'azienda ad alta tecnologia con riferimento al numero di account effettivamente attivi.

Gli analisti finanziari, dunque, hanno adeguato a tutti gli effetti il Metodo dei Multipli alla valutazione dei nuovi business emersi dagli ultimi sviluppi tecnologici: si parla, a tal proposito, di una nuova frontiera dei multipli, finalizzata a seguire concretamente il progresso degli ultimi anni.

### 2.3.1. Il Processo Applicativo del Metodo dei Multipli

Applicare il metodo dei multipli significa seguire un processo ben delineato, strutturato in fasi al termine delle quali è possibile stabilire indirettamente la valutazione dell'azienda di riferimento. Alla base di tale risultato si evidenzia la variazione proporzionalmente diretta del valore dell'azienda rispetto alla variabile economica scelta come parametro di performance.<sup>78</sup>

La prima fase del processo applicativo del Metodo dei Multipli risiede nell'identificazione delle società (o delle transazioni, a seconda della tipologia di multiplo che si desidera costituire) considerate comparabili con l'azienda che si desidera valutare.

Il criterio di comparabilità si estende in una moltitudine di fattori: due società vengono considerate paragonabili quando sono simili in termini di flussi di cassa, profilo di rischio e crescita potenziale. Tendenzialmente, tuttavia, gli analisti finanziari estendono il concetto di comparabilità alla mera appartenenza allo stesso settore e, talvolta, alla similitudine in termini di dimensione e fatturato.

Affinché il Metodo dei Multipli possa operare in maniera ottimale, il *pool* di aziende considerate comparabili deve raggiungere adeguate dimensioni; qualora, per cause imputabili al mercato stesso, tale insieme dovesse

---

<sup>78</sup> Berk, J. & DeMarzo, P. (2018). Finanza Aziendale (Quarta Edizione), Vol 1. USA: Pearson.

risultare limitato, l'analisi viene estesa a settori limitrofi con caratteristiche omogenee: si pensi, a titolo esemplificativo, alla ricerca di società comparabili ad un'azienda di auto di lusso all'interno del settore *luxury* in generale. La conseguenza diretta di allargare l'orizzonte di comparazione, in senso negativo, è insita nell'approssimazione e la distorsione del paniere di società selezionate. A tal proposito, è buona pratica ripulire il campione di comparabili, al fine di giungere a stime valutative più accurate e precise.

L'estrazione dei dati delle società equiparabili avviene mediante le principali banche dati internazionali, quali Bloomberg e Datastream, le quali forniscono informazioni con riferimento al settore di appartenenza, al tipo di attività svolta nonché alle variabili economiche finanziarie necessarie alla costituzione degli appositi multipli.

La fase successiva consiste nel calcolo e nella selezione del multiplo; una volta raccolti i dati finanziari rilevanti, i prezzi delle società comparabili identificate vengono espressi in multipli di una variabile economica comune, al fine di poter essere confrontati con quelli dell'azienda oggetto di stima. In base al periodo temporale di riferimento delle suddette variabili sottostanti i moltiplicatori, viene eseguita una distinzione sulla base di:

- a) Multipli storici: i multipli storici sono variabili finanziarie i cui dati utilizzati nella costituzione derivano dai bilanci degli esercizi passati; i multipli storici vengono utilizzati come indicatore della performance passata.
- b) Multipli *trailing*: i multipli *trailing* sono variabili finanziarie i cui dati utilizzati nella costituzione derivano dal bilancio attuale risultato dagli ultimi dodici mesi di attività produttiva; i multipli *trailing* vengono utilizzati come indicatore della performance attuale.
- c) Multipli *forward*: i multipli *forward* sono variabili finanziarie i cui dati utilizzati nella costituzione derivano dai bilanci prospettici; i multipli *forward* vengono utilizzati come indicatore della futura creazione di valore dell'azienda, rappresentando di fatto la tipologia di multiplo più utile agli investitori.

Il suddetto processo di costruzione dei multipli presuppone che siano stati precedentemente decisi i multipli necessari alla valutazione dell'azienda di riferimento sulla base delle informazioni disponibili della medesima, alternandosi tra multipli asset side e multipli equity side (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.3.).

Una volta che i multipli appositamente designati sono stati calcolati, è possibile procedere alla valutazione preventiva della società *target*. Come primo procedimento è utile calcolare la media dei multipli di tutte le società comparabili, al fine di pervenire ad un valore di sintesi dell'intero campione designato; tale valore può essere pulito mediante l'utilizzo, oltre che della mera media algebrica, di operazioni quali medie ponderate, mediane e valori di massimo e di minimo.

Il valore finale ottenuto dal precedente momento viene, successivamente, moltiplicato per le medesime grandezze economiche finanziarie individuate della società *target*, pervenendo così alla stima dell'intervallo all'interno del quale si colloca la valorizzazione.

La fase conclusiva dell'applicazione del metodo dei multipli evidenzia la valutazione finale e concreta dell'azienda di riferimento.

Il valore che si ottiene dal calcolo del multiplo rappresenta, difatti, un dato grezzo, che necessita di essere rielaborato: non esiste una regola fissa e stabile da applicare per pervenire al risultato finale; tuttavia, sulla base di peculiari caratteristiche circa il potere concorrenziale dell'azienda di riferimento, vengono tendenzialmente eseguiti specifici aggiustamenti:

- a) Vantaggio competitivo: se l'azienda gode di vantaggio competitivo rispetto il mercato è bene aggiungere un premio ad i multipli utilizzati, andando a guardare al settantacinquesimo percentile piuttosto che al valore mediano dell'intervallo individuato nel punto precedente.
- b) Svantaggio competitivo: se l'azienda gode di svantaggio competitivo rispetto il mercato è bene scontare un premio ad i multipli utilizzati, andando a guardare al venticinquesimo percentile piuttosto che al valore mediano dell'intervallo individuato nel punto precedente.
- c) Azienda privata: se l'azienda è privata e, nonostante ciò, viene valutata mediante un *pool* di aziende pubbliche, è bene applicare uno sconto del 10%-15% rispetto ai multipli delle società pubbliche identificate, al fine di tenere conto del differente grado di liquidità tra le due fattispecie di aziende.

Concluso l'intero procedimento, ed eseguite le suddette correzioni, accostandone ad altre ritenute necessarie sulla base di peculiarità della valutazione, si perviene al valore finale del processo valutativo.

Il Metodo dei Multipli, come accennato anteriormente, è uno strumento valutativo relativo, in cui il valore dell'azienda viene, dunque, stimato indirettamente sulla base di grandezze e caratteristiche afferenti a realtà (o ad operazioni) considerate simili all'azienda in esame. I modelli relativi, a tal proposito, vengono utilizzati maggiormente come operazioni di controllo dei risultati già precedentemente ottenuti mediante gli strumenti analitici.

### **2.3.2. Vantaggi e Svantaggi del Metodo dei Multipli**

Il metodo dei multipli, come accennato precedentemente, risulta essere il metodo valutativo relativo maggiormente utilizzato; alla base di tale tendenza si dimostrano i numerosi vantaggi che seguono tale processo.

Il vantaggio principale è indubbiamente rappresentato dall'immediatezza della preparazione del seguente processo valutativo, le cui informazioni necessarie si dimostrano facilmente deducibili, nonché dalla semplicità di applicazione, poiché richiede operazioni di semplice algebra lineare: viene, in sintesi, richiesto uno sforzo, in termini di risorse e di tempo, minore se paragonato ad ulteriori modelli valutativi.

Nella raccolta di dati finanziari, inoltre, si dimostra una metodologia pragmatica e concreta, poiché fondata su valori e prezzi effettivi di società (o transazioni) reali, lontana da previsioni di flussi di cassa futuri e incerti.

Conseguentemente, dunque, rispetto ad altre metodologie valutative, le ipotesi sottostanti richieste al modello sono limitate a poche informazioni reali.

La rapidità di accesso al modello dei multipli porta con sé limiti significativi alla propria funzione.

L'ostacolo principale al raggiungimento di un risultato accurato è insito nel funzionamento del medesimo modello: individuare un insieme di società (o transazioni) effettivamente simili all'azienda di riferimento è pressoché impossibile, a causa della moltitudine di variabili che influenzano qualsiasi attività produttiva nel corso della relativa vita (si pensi, a titolo esemplificativo, alla difficoltà di individuare il livello di rischio assunto da un'azienda a seguito degli investimenti che questa ha effettuato).

La stessa scelta delle *comparables*, inoltre, nonché dei multipli designati su queste, è il risultato dell'individuazione del tutto soggettiva da parte degli analisti finanziari, le cui valutazioni potrebbero differire l'una dall'altra per il carattere poco obiettivo delle scelte applicate.

Il valore dei suddetti multipli, in aggiunta, è fortemente dipendente dal mercato, per cui se questo si dimostrasse sensibile a condizioni macroeconomiche, i multipli calcolati andrebbero considerati errati: le quotazioni della Borsa, a titolo esemplificativo, sono notoriamente soggette a distorsioni legate a componenti irrazionali quali emozioni e sentimenti,<sup>79</sup> da cui consegue che l'eventuale sovrapprezzo assegnato ad una società selezionata come comparabile delinea il multiplo come sovrastimato e, dunque, errato.<sup>80</sup>

Il carattere relativo del metodo, per definizione, implica la necessità di sostegno di un ulteriore approccio più solido ed accurato; nonostante sempre più frequentemente la prima analisi venga eseguita sulla base del Metodo dei Multipli, un processo valutativo costituito unicamente da questo si definisce teoricamente erroneo. Ne consegue che i risultati delle valutazioni eseguite unicamente con applicazione del Metodo dei Multipli possono dimostrarsi, in talune circostanze, meno affidabili di ulteriori modelli.

#### **2.4. Elementi di Valutazione Aggiuntivi**

I metodi di valutazione finanziaria, tra cui anche il *Discounted Cash Flow* ed il Metodo dei Multipli, costituiscono processi che portano alla valorizzazione quantitativa di una azienda, e dunque all'evidenziazione di un numero simbolico del valore complessivo della medesima sulla base delle rispettive attività, grandezze economiche finanziarie ed altre variabili numeriche.

Tale risultato, per quanto ottimale nella fase iniziale di strutturazione di un processo di M&A, non può costituire l'unico elemento su cui basare l'intero processo decisionale al centro di tale attività. Sussistono,

---

<sup>79</sup> Rubaltelli, E. (2014). Emozioni e comportamento degli investitori. Bologna, Italia: *Sistemi intelligenti*, 26(2), 345-360.

<sup>80</sup> Krishnakumar, D. & Sethi, M. (2012). Methodologies used to determine mergers and acquisitions' performance. USA: *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 75-91.

difatti, una moltitudine di fattori di natura qualitativa il cui rilievo è tale da esercitare un'influenza circa l'esito positivo di una qualsiasi operazione: si pensi, a titolo esemplificativo, ad un settore che sta vivendo un periodo di crescita e ad un differente mercato che, viceversa, sta entrando nel relativo periodo di declino.

Risulta, dunque, eccessivamente limitante l'analisi che non fornisce una visione generale del quadro informativo attorno al quale si struttura l'intera attività di interesse di una società *buyer* verso una società *target*. Al netto di tale analisi fondamentale, difatti, i modelli, i processi nonché le formule risulterebbero strumenti vuoti che portano a risultati inerti e fini a sé stessi.

Il quadro informativo, conseguentemente, riveste un ruolo cruciale e centrale nella valutazione delle aziende durante le operazioni di M&A.

Lo scenario integrato di valutazione al quale far riferimento, a tal proposito, risulta costituito da tre grandi categorie: analisi delle performance passate, *overview* del settore e *future outlook* dell'azienda bersaglio.

I suddetti pilastri evidenziano variabili non finanziarie e, dunque, di natura qualitativa che costituiscono le fondamenta del successivo processo valutativo.

#### **2.4.1.      Analisi delle Performance Passate**

Mediante i metodi valutativi utilizzati nelle operazioni di M&A si perviene alla stima di aziende sulla base di variabili economiche finanziarie attuali e, eventualmente, future.

Il valore che ne deriva, dunque, è limitato rispetto ad i risultati prodotti negli esercizi anteriori l'attività di M&A: le performance passate vengono interamente tralasciate, privando la valorizzazione aziendale della considerazione dell'andamento assunto negli ultimi anni. Tale situazione rappresenta, di fatto, un ostacolo, in quanto non permette di considerare aspetti deducibili dall'analisi storica dell'azienda, limitando dunque la valutazione a quanto emerso dall'ultima attività produttiva terminata: si pensi, a titolo esemplificativo, ad una valutazione aziendale eseguita nel momento immediatamente successivo lo scoppio della pandemia Covid-19, a causa del quale i bilanci della maggior parte delle realtà imprenditoriali risultavano lontani dalla creazione di valore economico e di solidità degli anni precedenti.

Mediante lo studio storico della società *target* si evidenzia, dunque, la possibilità di raccogliere informazioni che influenzano ulteriormente l'esito positivo dell'operazione di M&A nel lungo termine.

I risultati raggiunti negli esercizi passati vengono valutati sulla base dei bilanci e della loro rispettiva riclassificazione, mediante cui vengono individuate informazioni utili ad analizzare più approfonditamente l'attività dell'azienda oggetto della valutazione.

La finalità principale delle analisi di bilancio risiede nella comprensione della gestione economica, finanziaria e patrimoniale, al fine di fornire giudizi appropriati circa lo stato di salute dell'azienda di riferimento, guardando alle rispettive capacità di solvibilità, liquidità e redditività. La medesima valutazione, inoltre, funge da comparazione con le ulteriori società comparabili.

Ne risulta, dunque, il rilievo occupato dall'attività di analisi della performance passata per alimentare il flusso informativo utile alla decisione di investimento nella società *target*.

L'analisi delle performance passata si articola essenzialmente in due fasi sequenziali:<sup>81</sup>

- a) Fase tecnica: l'obiettivo centrale della fase tecnica consiste nell'acquisire tutte le informazioni utili allo studio storico, al fine di ordinarle secondo una logica coerente agli aspetti su cui si desiderano esprimere giudizi futuri.

L'attività chiave di tale momento risiede nella riclassificazione dei prospetti contabili della società bersaglio, finalizzata alla migliore interpretazione dei fatti fondamentali di gestione che spesso non risultano evidenti dalla lettura degli schemi tradizionali previsti dalla normativa civilistica.

Le tecniche di riclassificazione, nel dettaglio, si rifanno al Conto Economico ed allo Stato Patrimoniale dell'azienda di riferimento, dividendone le grandezze sulla base di specifici criteri sui quali, nella fase successiva, vengono costruiti gli indici che permettono di esprimere giudizi sull'attività svolta.

- i) Conto Economico: il Conto Economico viene riclassificato mediante il criterio di valore della produzione e valore aggiunto.

Tale metodologia pone a confronto il valore della produzione ottenuta durante l'esercizio con i costi esterni e con i costi interni sostenuti per produrla, evidenziando dunque l'incremento che l'azienda ottiene dall'impiego dei propri fattori produttivi. Vengono, successivamente, individuati una serie di risultati intermedi prima di giungere al risultato finale di ogni esercizio (si veda, a tal proposito, la Figura 10).

- ii) Stato Patrimoniale: lo Stato Patrimoniale viene riclassificato mediante il criterio funzionale o gestionale.

Tale metodologia pone a confronto le attività e le passività generate durante l'esercizio sulla base delle diverse aree gestionali di pertinenza, consentendo dunque di osservare la ripartizione e l'impiego dei mezzi all'interno di esse: le attività e le passività vengono classificate in base al loro sviluppo conseguito a seguito della gestione caratteristica, extra caratteristica o finanziaria dell'azienda di riferimento.

Vengono, successivamente, individuate una serie di grandezze costruite sulla suddetta distinzione (si veda, a tal proposito, la Figura 11).

- b) Fase interpretativa: conseguentemente alle informazioni della precedente fase, vengono elaborati indici riassuntivi della situazione economica, finanziaria e patrimoniale della società *target*.

I suddetti indici si classificano in rapporti e margini ritenuti particolarmente espressivi per indagare la gestione aziendale, consentendo dunque raffronti nei differenti esercizi della società bersaglio e confronti con un insieme di società considerate comparabili, al fine di formulare valutazioni circa lo stato di salute dell'attività oggetto del processo, delineando un quadro vicino ad i pareri quantitativi sviluppati precedentemente per mezzo delle ulteriori analisi.

---

<sup>81</sup> Di Lazzaro, F. & Musco, G. (2015). *Analisi aziendale*. Torino, Italia: Giappichelli.

Gli indici sviluppati durante la fase interpretativa, come precedentemente accennato, si rifanno a diversi aspetti dell'attività produttiva in esame:

- i) Liquidità: la liquidità è intesa come la capacità aziendale di far fronte, in maniera tempestiva, ai propri impegni; gli indici di circolazione del circolante risultano centrali, poiché esaminano la differenza temporale intercorsa tra il pagamento di debiti e l'incasso di crediti.
- ii) Solidità: la solidità è vista come la capacità di perdurare nel tempo, adattandosi alle mutevoli condizioni esterne e interne; gli indici che evidenziano una correlazione tra fonti e impieghi si rilevano, a tal proposito, fondamentali.
- iii) Redditività: la redditività è intesa come la capacità aziendale di remunerare correttamente e tempestivamente tutti i fattori di produzione; si provvede a ciò mediante gli appositi indici di redditività netta e di redditività operativa.

I suddetti aspetti si dimostrano fortemente correlati, in quanto l'influenza è reciproca: un adeguato stadio di solidità patrimoniale, a titolo esemplificativo, deriva da discreti livelli di liquidità e redditività, poiché la capacità di sopravvivenza nel tempo aumenta al crescere della solvibilità verso fornitori e fattori produttivi.

Liquidità, solidità e redditività sono i tre pilastri alla base della gestione aziendale. Ne consegue che, dunque, studiando tali aspetti mediante indici si evidenzia una visione chiara circa lo stato di salute dell'azienda, da cui è permessa l'ideazione di pareri qualitativi utili ad influenzare, almeno in parte, i risultati ottenuti dalle precedenti analisi per mezzo dei modelli valutativi presentati, quali il *Discounted Cash Flow* ed il Metodo dei Multipli (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.2. ed il Paragrafo 2.3.).

#### **CONTO ECONOMICO VALORE AGGIUNTO**

##### **Valore della Produzione**

- Costo Esterni

---

**= Valore Aggiunto**

- Costo Interni

---

**= Margine Operativo Lordo (EBITDA)**

- Ammortamenti e Svalutazioni e Accantonamenti

---

**= Margine Operativo (EBIT)**

+ Risultato Gestione Non Tipica

+ Risultato Gestione Finanziaria

---

**= Risultato Gestione Ordinaria**

+ Risultato Gestione Straordinaria

---

**= Risultato Ante Imposte**

- Imposte sul Reddito

---

**= Risultato Netto**

Figura 10 – Schematizzazione del Conto Economico a Valore Aggiunto.

Fonte: Elaborazione personale su dati precedenti.

STATO PATRIMONIALE A PERTINENZA GESTIONALE	
<u>Attivo Corrente Tipico</u> 1. Cassa 2. Liquidità differita tipica 3. Disponibilità  <u>Attivo Fisso Tipico</u> 4. Immobilizzazioni materiali tipiche 5. Immobilizzazioni immateriali tipiche  <i>Capitale Investito Tipico</i>  <u>Attivo Non Tipico</u> 6. Attivo corrente non tipico 7. Attivo fisso non tipico  <i>Capitale Investito Non Tipico</i>  <b>Totale Attivo</b>	<u>Passivo Corrente Tipico</u> 1. Debiti correnti tipici  <u>Passivo Fisso Tipico</u> 2. Debiti fissi tipici  <i>Capitale di Finanziamento Tipico</i>  <u>Passivo Non Tipico</u> 3. Passivo corrente non tipico 4. Passivo fisso non tipico  <i>Capitale di Finanziamento Non Tipico</i>  <u>Patrimonio Netto</u> 5. Capitale sociale 6. Riserve 7. Azioni 8. Utile (o perdita) di esercizio  <b>Totale Passivo</b>

Figura 11 – Schematizzazione dello Stato Patrimoniale a Pertinenza Gestionale.

Fonte: Elaborazione personale su dati precedenti.

#### 2.4.2. Overview di Settore

I metodi di valutazione finanziaria, quali il *Discounted Cash Flow* e il Metodo dei Multipli, forniscono il valore numerico rappresentativo di un'azienda, limitando la valorizzazione all'analisi di un determinato momento. Si dimostra, tuttavia, essenziale comprendere come questo valore possa evolvere nel tempo: il settore in cui l'azienda di riferimento svolge la propria attività produttiva, a tal proposito, gioca un ruolo significativo in questa prospettiva, poiché le condizioni di mercato e le tendenze settoriali possono influenzare in modo significativo le prospettive di crescita e di redditività dell'azienda nel lungo termine.

L'*overview* di settore, conseguentemente, rappresenta un ulteriore aspetto cruciale nella valutazione qualitativa di un'azienda durante le operazioni di M&A, poiché offre una prospettiva chiave sul contesto futuro in cui l'azienda svolgerà la propria attività.

La terminologia utilizzata fa riferimento all'insieme di fattori che ruotano attorno all'azienda oggetto della valutazione e che, unicamente indirettamente, producono un'influenza circa l'attività della medesima: un mercato caratterizzato da monopolio, a titolo esemplificativo, limita la possibilità di crescita nel futuro delle aziende succubi di tale condizione di mercato; in un mercato in libera concorrenza, d'altro canto, le prospettive di generazione di ricchezza risultano meno ostacolate.

La moltitudine dei fattori compresi nel concetto di settore deve esser vista come un insieme i cui componenti si alimentano conseguenzialmente inficiando la performance di qualsiasi ente produttivo dell'ambiente esterno, e non limitando il discorso alla sola azienda *target* dell'acquisizione.

Gli aspetti che rivestono una posizione predominante all'interno dell'*overview* di settore, coerentemente con l'influenza esercitata sui risultati futuri di un'azienda, possono essere classificati in tre grandi insiemi:

- a) Concorrenza di settore: la concorrenza di mercato rappresenta il grado di competitività che vige tra le aziende che operano nello stesso settore.

La competitività viene evidenziata come un elemento chiave da considerare durante la valutazione di un'azienda, poiché influisce sulla capacità di mantenere quote di mercato, generare profitti e sostenere la crescita nel lungo termine: un mercato altamente competitivo, a titolo esemplificativo, può rendere difficile per un'azienda mantenere margini di profitto elevati ed acquisire nuovi clienti.

Sussistono strumenti appositamente designati per misurare il livello di concorrenza di settore, indicato con il termine concentrazione: tale aspetto definisce la divisione delle quote di un mercato tra le differenti imprese che lo caratterizzano. Per calcolare il grado di concentrazione di un determinato settore vengono utilizzati i seguenti indici:

- i) Indice di concentrazione delle quattro imprese (*CR4 ratio*): l'indice di concentrazione delle quattro imprese calcola il livello di concorrenza basandosi sulla somma delle quote di mercato delle quattro aziende più grandi di uno specifico settore; il seguente indice risulta più immediato e facilmente reperibile, seppur fornisce un'analisi limitata.
- ii) Indice di Herfindahl-Hirschman (HHI): l'indice di Herfindahl-Hirschman, definito dagli economisti Orris C. Herfindahl e Albert O. Hirschman, calcola il livello di concorrenza basandosi sulla somma al quadrato delle quote di mercato di tutte le aziende di uno specifico settore; il seguente indice risulta più complesso, a favore di un'analisi accurata e dettagliata.

Sulla base del risultato ottenuto mediante l'applicazione di tali indici si definisce l'intensità del livello di concorrenza di uno specifico settore.

Qualora il mercato risulti fortemente concentrato (valore CR4 prossimo a 100 punti e valore HHI prossimo a 10.000 punti) si prospetta una condizione di monopolio che gioca un'influenza negativa sulla valutazione di un'azienda, poiché caratterizzata da una crescita fortemente limitata dalle barriere all'ingresso ed allo sviluppo rappresentate dalle aziende al comando.

L'eventualità di un mercato meno concentrato (valore CR4 prossimo a 50 punti e valore HHI compreso tra 1.000 e 1.800 punti) rappresenta di fatto una situazione più favorevole, poiché il rischio di sopraffazione da parte dei principali *player* del settore viene meno.

La condizione migliore, tuttavia, è rappresentata dalla condizione di mercato di concorrenza perfetta (CR4 prossimo a 0 punti e HHI inferiore a 1.0000 punti), in cui il settore risulta fortemente competitivo, con molteplici aziende caratterizzate da dimensioni simili e prospettive di crescita basate sulle proprie competenze ed innovazioni piuttosto che su attività produttive di terze parti (come, viceversa, avviene nella situazione di monopolio).<sup>82</sup>

---

<sup>82</sup> Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/indici-concentrazione-settore.htm>.

- b) **Regolamentazione del settore:** la regolamentazione di settore riveste un ulteriore ruolo critico nella valutazione di un'azienda, in quanto definisce la totalità di normative e requisiti che devono essere rispettati per operare nel rispetto delle leggi vigenti: la regolamentazione, difatti, stabilisce dei veri e propri ostacoli netti all'operatività nonché all'azione imprenditoriale per mezzo di una serie di imposizioni legali.

Le rispettive normative possono riguardare una vasta gamma di aspetti, tra cui la produzione, la sicurezza, l'ambiente, la pubblicità, la privacy dei consumatori e le pratiche commerciali.

Comprendere appieno il quadro normativo in cui opera un'azienda è essenziale per valutare gli eventuali rischi e le opportunità di crescita futura.

Il settore farmaceutico, a titolo esemplificativo, è caratterizzato da rigide norme sulla produzione e commercializzazione dei farmaci, che prevedono autorizzazioni regolamentari e ispezioni periodiche; la violazione di queste da parte delle aziende del settore comporta significative multe, perdite di licenze e azioni legali tali da giustificare l'eventuale cessione dell'attività delle medesime. Il settore dell'energia, viceversa, prevede regolamentazioni a favore delle aziende che investono in tecnologie pulite e sostenibili, prevedendo che queste possano beneficiare di incentivi fiscali e sostegno governativo tali da disegnare un vero e proprio vantaggio competitivo.

L'analisi della regolamentazione di un settore, in sintesi, fornisce un quadro essenziale per valutare un'azienda, in quanto originaria dei rischi e delle opportunità future di un'industria; i soggetti di tale settore, a tal proposito, devono adottare pratiche e politiche coerenti che garantiscano la conformità e la sostenibilità nel lungo termine.<sup>83</sup>

- c) **Ciclo di Vita del settore:** l'aspetto conclusivo dell'*overview* di settore è costituito dal ciclo di vita di un'industria, il cui momento storico può segnare il destino prospettico di crescita futura di un'azienda. Nel corso della propria attività, difatti, un qualsiasi settore è caratterizzato dal susseguirsi di vere e proprie fasi che ne definiscono l'inizio e, eventualmente, la fine, segnando l'alternarsi di momenti più redditizi e meno promiscui.

Comprendere il ciclo di vita del settore in cui opera un'azienda, dunque, consente di identificare le opportunità e le sfide che essa può affrontare nel contesto del mercato. A tal proposito, le fasi che si alternano nel corso del tempo possono essere raggruppate nelle seguenti classi:<sup>84</sup>

- i) **Fase embrionale:** la fase embrionale è la fase che segna l'avvio di un nuovo mercato, caratterizzato da prodotti innovativi che puntano a farsi spazio tra quelli già esistenti.

Il soggetto principale di tale fase, complice dell'avvio della stessa industria, è rappresentato dall'insieme di aziende che investono in ricerca e sviluppo ed in processi finalizzati ad innovare.

Dato il momento iniziale di vita del settore, la domanda da parte dei consumatori è bassa,

---

<sup>83</sup> Arcuri, A. & Van Den Bergh, R. (2001). Metodologie di valutazione dell'impatto della regolamentazione: il ruolo dell'analisi costi-benefici. Bologna, Italia: Mercato concorrenza regole, 223-256.

<sup>84</sup> Bulls and Bears: <http://www.bullsandbears.it/analisi/il-vantaggio-competitivo/il-ciclo-di-vita-competitivo/>.

alimentata prevalentemente da utilizzatori che puntano sulla ricerca del nuovo: tale aspetto giustifica la perdita tendenziale nella quale operano i soggetti precedentemente citati, i quali, tuttavia, sono mossi dalle ipotesi di crescita esponenziale che possono riscontrare qualora l'innovazione portata risponda ad un'esigenza del consumatore.

- ii) Fase di sviluppo: il successo di un nuovo prodotto segna la fase di sviluppo del settore di riferimento, che diventa progressivamente più noto ed accessibile a terzi enti economici.

La domanda correlata all'utilizzo dell'innovazione precedente aumenta, accompagnando le aziende a riscontrare i primi vantaggi economici legati ad i propri investimenti eseguiti.

L'attrattività delle fonti di guadagno motiva l'aumento della competitività di questa fase, a cui si lega, conseguentemente, l'abbassamento dei prezzi offerti al consumatore. I profitti dei *player* dei settori in sviluppo, tuttavia, si dimostrano con livelli significativamente alti e non ancora succubi della pressione della concorrenza.

- iii) Fase di *shakeout*: la fase di *shakeout* evidenzia l'uscita dal settore di numerose imprese in periodi temporali tra loro molto vicini.

L'aumento dell'attrattività di un settore come conseguenza dei profitti economici sviluppati giustifica l'intensificazione della concorrenza già citata nella precedente fase. L'arrivo di un numero di aziende sempre maggiore, e che svolgono la medesima attività produttiva, implica un'ulteriore riduzione dei prezzi offerti al consumatore: in un contesto così caratterizzato solamente le realtà più efficienti e strutturate riescono a sopravvivere.

Ne consegue che la fase di *shakeout* rappresenta, di fatto, la naturale risposta ad un continuo ed incessante periodo di sviluppo di un settore.

- iv) Fase di maturità: il fenomeno di *shakeout* evidenzia l'avvicinamento del settore al suo termine, anticipato, però, prima dalla fase di maturazione dello stesso.

Durante il momento di maturazione il settore entra in uno stadio di crescita tendente a zero, in cui la domanda da parte dei consumatori è soddisfatta unicamente dalla sostituzione di vecchi prodotti; ne consegue che gli investimenti in ricerca e sviluppo calano drasticamente. Anche l'aumento della concorrenza subisce una battuta d'arresto, coerentemente con la riduzione dell'attrattività del settore e dei suoi potenziali guadagni.

Le aziende operanti in tale momento dell'industria perseguono una strategia mirata alla sopravvivenza nel tempo, che è destinata a cessare con l'arrivo concreto della fase di declino.

- v) Fase di declino: qualora il calo della domanda non si interrompa, il settore è avviato al rispettivo declino.

A seguito della fase di maturità, il settore è divenuto sempre meno attrattivo, per cui l'offerta dei prodotti del medesimo si è ridotta, comportando un calo della domanda e dell'interesse da parte dei consumatori. Il risultato finale di un simil processo risiede proprio nel declino dell'intero mercato.

Le motivazioni sottostanti tale fenomeno possono essere molteplici: i cambiamenti sociali (il

calo nella domanda di bevande gassate, a titolo esemplificativo, determinato da una maggiore attenzione della popolazione all'aspetto della salute), l'innovazione tecnologica, la concorrenza internazionale e così proseguendo.

La logica conseguenza che segue tali cause è rappresentata dall'abbandono del settore da parte delle aziende, che rischiano altrimenti forti perdite.

L'analisi del ciclo di vita di un settore, in sintesi, identifica i mutamenti netti subiti da talune variabili generali principali di un'industria, quali il livello dei prezzi e della domanda, a cui segue la capacità di un'azienda di generare profitti dalla rispettiva attività produttiva.

Ne consegue, dunque, la significativa importanza di individuazione del momento caratteristico di un qualsiasi mercato in cui opera un'azienda bersaglio di un'operazione M&A.

L'*overview* di settore, nel suo insieme, risulta completamente funzionale alla stima qualitativa delle previsioni della performance futura di un'azienda; questa, difatti, si dimostra fortemente influenzata da variabili esterne al di fuori della capacità di controllo, quali la concorrenza, la regolamentazione nonché il ciclo di vita del settore di riferimento. Ne consegue, dunque, che l'analisi di settore influenza, almeno in parte, i risultati ottenuti dalle precedenti analisi per mezzo dei modelli quantitativi presentati, quali il *Discounted Cash Flow* ed il Metodo dei Multipli (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.2. ed il Paragrafo 2.3.).

### **2.4.3. Future Outlook**

Come accennato precedentemente, i metodi di valutazione finanziaria, tra cui il *Discounted Cash Flow* ed il Metodo dei Multipli, vengono utilizzati come modelli atti a valorizzare un'azienda sulla base degli strumenti e degli *asset* di cui gli analisti finanziari sono a conoscenza in un determinato momento.

Si dimostra, tuttavia, essenziale comprendere come tali disponibilità possano evolvere nel tempo: a tal proposito, i *future outlook* dell'azienda giocano un ruolo significativo in questa prospettiva, poiché eventuali prodotti in fase di lavorazione possono influenzare in modo significativo le prospettive di crescita e di redditività dell'azienda nel lungo termine.

I *future outlook* aziendali, conseguentemente, rappresentano un ulteriore aspetto qualitativo cruciale nella valutazione di un'azienda durante le operazioni di M&A, poiché offrono una prospettiva chiave sul piano futuro per mezzo di cui l'azienda svolgerà la propria attività.

La terminologia utilizzata fa riferimento all'insieme di fattori che ruotano attorno all'azienda oggetto della valutazione e che, unicamente direttamente, producono un'influenza circa l'attività della medesima.

Ne consegue che, come anche per l'*overview* di settore, le variabili future dell'azienda divengono il centro comune di attenzione, in netta opposizione con l'analisi della performance passata dove, appunto, il centro di interesse era riferito al passato (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.4.1.).

La differenza principale rispetto all'analisi di settore, tuttavia, risiede nella tipologia di influenza esercitata sull'azienda oggetto della valutazione. Le variabili di settore, quali concorrenza, regolamentazione e ciclo di vita, riepilogando quanto anteriormente asserito, sviluppano un'influenza indiretta, in quanto si riferiscono al contesto economico esterno indipendente dall'attività dei soggetti economici che ne fanno parte (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.4.2.); i *future outlook*, d'altro canto, svolgono un'azione di influenza diretta sulle performance future di un'azienda, poiché derivano direttamente da aspetti caratterizzanti le scelte e strategie perseguite su decisione dei rispettivi manager.

Per *future outlook* dell'azienda si intendono tutti i prodotti ed i processi in via di sviluppo di cui al momento della valutazione non si è a conoscenza, poiché non esistono ancora in via concreta, ma che da lì a poco verranno incrementati nell'attività produttiva della realtà imprenditoriale e dai quali la medesima potrà trarre benefici economici che vadano ad inficiare, tendenzialmente in maniera positiva, le rispettive performance future.

Alla base di tale concetto risiede l'idea che una qualsiasi società ricerchi costantemente l'innovazione atta a creare vantaggio competitivo, tale da giustificare la presenza di *asset* differenti nel corso della storia di vita della medesima: si pensi, a titolo esemplificativo, ad un'azienda che al momento della propria valutazione è in procinto di lanciare sul mercato un nuovo prodotto innovativo che incrementerà le vendite per un valore previsto del 40%; nell'eventualità in cui la valutazione dovesse avvenire anteriormente all'offerta di tale prodotto, il risultato si dimostrerebbe non completo in quanto privo della considerazione dei nuovi flussi di cassa generati dalla prossima offerta.<sup>85</sup>

I *future outlook* aziendali, nel loro insieme, risultano completamente funzionali alla stima qualitativa delle previsioni della performance futura di un'azienda; questa, difatti, si dimostra fortemente influenzata da strumenti la cui conoscenza non è ancora pubblica e la cui attività non ha ancora prodotto alcun risultato in termini economici. Ne consegue, dunque, che l'analisi del potenziale futuro di un'azienda influenza, alle volte anche in maniera significativa, i risultati ottenuti dalle precedenti analisi per mezzo dei modelli valutativi presentati, quali il *Discounted Cash Flow* ed il Metodo dei multipli (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.2. ed il Paragrafo 2.3.).

In conclusione, per quanto ottimali nella fase iniziale di strutturazione di un processo di M&A, i modelli valutativi non possono costituire l'unico elemento su cui basare il processo decisionale al centro delle attività di M&A. Risulta, difatti, eccessivamente limitante l'analisi che non fornisce una visione generale del quadro informativo attorno al quale si struttura l'intera attività di interesse di una società *buyer* verso una società *target*.

Sussistono, come sinora dimostrato, una moltitudine di fattori di natura qualitativa il cui rilievo è tale da esercitare un'influenza netta sul risultato prodotto dalle suddette analisi. A tal proposito, per assicurare il buon esito di un'operazione di M&A, si dimostra necessario avere una visione chiara di fattori quali le performance

---

<sup>85</sup> Aicpa & Cima: <https://www.aicpa-cima.com/resources/download/statement-on-standards-for-valuation-services-vs-section-100>.

passate, il settore di riferimento ed i *future outlook* dell'azienda bersaglio, in quanto costituiscono un insieme utile alla valutazione delle opportunità e delle sfide prossime, sulle quali costituire una cornice essenziale mediante la quale stimare le prospettive future della realtà imprenditoriale e, conseguentemente, aggiustare il risultato quantitativo precedentemente riscontrato.

### 3.1. La Società Buyer: International Business Machines Corporation

L'International Business Machines Corporation, comunemente nota come IBM e soprannominata "Big Blue", è un'azienda statunitense, con sede ad Armonk nello Stato di New York, tra le più importanti al mondo nel settore informatico.

L'attività *core* dell'azienda consiste nella produzione e commercializzazione di *hardware* e *software* per computer, *middleware* e servizi informatici, offrendo infrastrutture, servizi di *hosting*, *cloud computing*, intelligenza artificiale, computazione quantistica e consulenza nel settore informatico e tecnologico.<sup>86</sup>

Tra le più famose invenzioni targate IBM si evidenziano il primo calcolatore elettromeccanico, il ben noto Mark 1, il primo PC con sistema operativo MS-DOS, la carta a banda magnetica, la scheda madre, l'*Universal Product Code* (UPC), ovvero il codice a barre, il sistema d'intelligenza artificiale Watson e molteplici altre. Il *mainframe* IBM, esemplificato dal System/360, è stata la piattaforma di calcolo dominante durante tutto il corso degli anni Sessanta e Settanta, rappresentando uno dei primi prodotti a conferire notorietà internazionale all'attuale colosso statunitense. Attiva anche nella computazione quantistica, è di marca IBM il primo computer quantistico in *cloud*, nominato IBM Q Experience, ed il primo computer quantistico commercializzabile, nominato IBM Q System One, della storia più recente.

Nonostante il lungo elenco delle offerte dell'azienda, la qualità principale distintiva di IBM è insita negli ingenti investimenti in tema di attività di ricerca e sviluppo che ogni anno vengono eseguiti: risulta motivato l'inusuale record che l'azienda detiene per il ventottesimo anno di fila di società con il maggior numero di brevetti registrati su tutto il territorio degli Stati Uniti.

Nel 2020, la rivista statunitense Fortune 500 ha posizionato IBM nella seconda posizione all'interno della graduatoria per numero di dipendenti: con oltre 466 mila dipendenti attivi l'azienda si afferma come terza realtà più grande al mondo successiva solo al colosso Walmart Stores e Amazon;<sup>87</sup> a livello globale, nel più recente 2023, Forbes, rivista di economia e finanza, ha classificato IBM al secondo posto in termini di ricavi tra le maggiori aziende software al mondo.<sup>88</sup>

---

<sup>86</sup> IBM: <https://www.ibm.com/it-it/about>.

<sup>87</sup> Fortune 500: <https://fortune.com/tag/ibm-2/>.

<sup>88</sup> Forbes: <https://forbes.it/eccellenza/ibm/>.

### 3.1.1. Le Origini e Prime Attività

La società, per come ad oggi è conosciuta, è il risultato di un processo lungo e complesso, in cui le operazioni di M&A svolgono un ruolo centrale nella definizione di quella che è una delle aziende più grandi e ricche dell'intera economia globale; non è un caso se la prima versione di IBM è proprio il risultato di una fusione tra molteplici realtà imprenditoriali.

Gli esordi dell'attuale International Business Machines Corporation, difatti, risalgono al lontano 1884, periodo storico in cui l'ingegnere statunitense Herman Hollerith fonda la Tabulating Machine Company, mediante cui brevetta una macchina tabulatrice automatica in grado di leggere schede perforate con l'obiettivo di velocizzare lo spoglio delle schede del censimento della popolazione del 1890 negli Stati Uniti: per merito del seguente sistema, il censimento generale di riferimento è stato completamente automatizzato ed i risultati sono arrivati nel giro di un paio di anni, anticipando di gran lunga il decennio tendenzialmente richiesto.

Nel medesimo periodo storico, altri imprenditori pionieristici hanno sviluppato tecnologie all'avanguardia per i tempi in cui si collocavano: da un lato Julius E. Pitrap, nel 1885, brevetta la prima bilancia che calcola automaticamente il prezzo del prodotto che pesa, denominata Computing Scale; Alexander Dey, d'altro canto, nel 1888 inventa il primo registratore di cassa da cui si svilupperà la versione più recente e nota; i fratelli Bundy, infine, nel 1889 inventano un orologio in grado di registrare su un nastro di carta l'orario di ingresso e uscita dalla fabbrica dei lavoratori.

Il 16 giugno 1911, le suddette piccole aziende vengono riunite dall'imprenditore Charles Ranlett Flint, che costituisce per primo una nuova compagnia societaria denominata Computing-Tabulating-Recording Company (CTR), con sede a Endicott, nello stato di New York. L'attività principale della nuova società costituita dalla fusione risiedeva nella produzione di macchinari e strumenti destinati alla vendita o al noleggio, come bilance commerciali, marcatempo industriali, affettatrici, tabulatori e schede perforate.<sup>89</sup>

Partendo da una situazione agiata in termini di quote di mercato, il primo grande sviluppo dell'azienda è avvenuto attorno al 1914, quando Thomas J. Watson Sr. viene nominato Direttore Generale.

Thomas J. Watson Sr. era un venditore di successo nonché abile *business man* che è riuscito ad incrementare in maniera significativa il volume d'affari gestito dalla sua nuova società mediante un'attività strategica focalizzata sulla capacità della forza vendita, a cui venivano offerte convenzioni di vendita e generosi incentivi. La scelta strategica si rileva da subito vincente, permettendo, nei primi quattro anni di attività del nuovo dirigente, lo sviluppo di ricavi superiori a 9 milioni di dollari, e rendendo effettiva l'espansione delle attività anche in Europa, Sud America, Asia e Australia.

---

<sup>89</sup> IBM: <https://www.ibm.com/history/ctr-and-ibm>.

Il 14 febbraio 1924, su proposta del Direttore Generale, la denominazione sociale "Computing-Tabulating-Recording Company" è stata sostituita con la proposta "International Business Machines", abbreviato in IBM, al fine di meglio riflettere la realtà e le aspirazioni di fama internazionale perseguita dalla medesima azienda.

Proseguendo nell'idea di crescita esponenziale, nel 1937 le apparecchiature di tabulazione di IBM permettevano di elaborare enormi quantità di dati per grandi organizzazioni; tra i clienti di quel periodo storico, a tal proposito, figurava il governo degli Stati Uniti, tenuto a mantenere i registri di lavoro di 26 milioni di persone ai sensi del *Social Security Act*.<sup>90</sup>

In poco più di un decennio, dunque, l'azienda IBM era riuscita a divenire uno dei principali poli economici e finanziari di tutto il mondo: al 1935 l'azienda contava un fatturato superiore a 20 milioni di dollari e quasi 9.000 dipendenti sparsi nelle sedi estese in gran parte del territorio globale.

### **3.1.2. Le Fasi di Sviluppo e le Collaborazioni con Istituti Pubblici**

Lo scoppio della Seconda guerra mondiale ha segnato l'inizio di un profondo periodo di crisi per l'economia globale, delineandosi come l'evento alla base del fallimento di numerose realtà imprenditoriali.

IBM, d'altro canto, è riuscita ad invertire il trend caratterizzante tale fenomeno, sfruttandolo a proprio vantaggio al fine di aumentare la clientela e, dunque, la rispettiva redditività. Le medesime apparecchiature utilizzate nel censimento della popolazione americana anni prima, a titolo esemplificativo, furono dapprima aggiornate e, in un secondo momento, utilizzate dal governo tedesco per classificare e dividere i cittadini della Germania e delle altre nazioni cadute sotto il controllo nazista.

Assunto il potenziale di collaborare con enti pubblici, la società ha deciso di proseguire verso tale processo strategico, diversificando i propri lavori per abbracciare molteplici istituti. Il progetto principale, a tal proposito, è stato caratterizzato dalla collaborazione con la NASA: a partire dal 1963, difatti, i computer IBM aiutarono la NASA a tracciare i voli orbitali degli astronauti dell'operazione Mercury; a distanza di pochi anni l'azienda proseguiva nel sostegno all'esplorazione spaziale, partecipando ai voli Gemini del 1965, ai voli su Saturno del 1966 ed alla missione lunare del 1969.<sup>91</sup>

Per mezzo delle seguenti scelte, IBM ha avviato un percorso di crescita che ha permesso di raggiungere livelli, sia in ordine di dipendenti che di fatturato, mai raggiunti sino a quel momento da un'azienda informatica. Il periodo prospero è stato segnato in maniera netta dalle invenzioni della carta a banda magnetica, che entro breve sarebbe divenuta uno standard onnipresente per le carte di credito, debito e per ulteriori applicazioni di

---

<sup>90</sup> Social Security Administration: <https://www.ssa.gov/history/briefhistory3.html>.

<sup>91</sup> IBM: <https://www.ibm.com/docs/en/zos-basic-skills?topic=now-history-ims-beginnings-nasa>.

controllo dell'identità, nonché del codice prodotto universale, anche noto come codice a barre, mediante il quale vengono tutt'oggi tracciate le unità commerciali nei negozi di tutto il mondo.

Dai primi anni Ottanta l'azienda statunitense ha raggiunto le dimensioni di una multinazionale di successo che opera attivamente su tutto il globo, generando ricavi per circa 50 miliardi di dollari ed offrendo una vasta gamma di prodotti e servizi che, ai tempi, rappresentavano una presa quasi monopolistica del settore informatico.

Proprio in tale momento storico viene definito il soprannome, ad oggi ancora comunemente utilizzato, di "Big Blue", su aspirazione dei colori tipici usati dall'azienda nonché per definirne la grandezza oramai raggiunta.

### **3.1.3. Il Periodo di Crisi e il Rischio Fallimento**

Tra la fine degli anni Ottanta e l'inizio degli anni Novanta, a causa dell'emergere dell'informatica distribuita, l'industria di riferimento ha subito notevoli mutamenti: molteplici aziende di dimensioni più ridotte (si vedano, a titolo esemplificativo, Microsoft ed Apple) hanno iniziato a produrre e commercializzare innovazioni tecnologiche il cui contributo ha portato l'azienda IBM ad attraversare un periodo di profonda crisi.

L'accesso all'acquisto di *personal* computer a prezzi nettamente più accessibili, grazie alle suddette startup, ha intensificato la concorrenza del settore avviando una feroce guerra dei prezzi durante l'estate del 1992.<sup>92</sup> IBM, a tal proposito, si è rivelata obbligata a scorporare le varie divisioni di produzione del seguente bene, al fine di ridurre i rispettivi costi. Tale ristrutturazione aziendale ha implicato una netta diminuzione dei margini di profitto, che nel 1993 ha portato Big Blue a dichiarare una perdita di esercizio di oltre 8 miliardi di dollari: il risultato economico ha rappresentato, all'epoca, la perdita più grande della storia aziendale statunitense.

Sull'orlo del fallimento, nell'esercizio subito successivo viene nominato Luis V. Gerstner come nuovo CEO dell'azienda. La scelta non è stata affatto casuale, ma basata sulle esperienze passate di successo del dirigente in multinazionali dal calibro di American Express e McKinsey.

L'obiettivo principale del nuovo dirigente, coerentemente con la situazione patrimoniale poco stabile dell'azienda, era insito nel riportare in una situazione di equilibrio la contabilità societaria, nonché di riportare ad i livelli antecedenti la notorietà del brand targato IBM.<sup>93</sup>

Per raggiungere le seguenti finalità l'azienda ha concentrato la relativa attività produttiva nella realizzazione di computer aziendali "*midrange*", e dunque caratterizzata da prezzi più abbordabili: i beni aziendali appartenenti a tale categoria hanno fatto conoscere i sistemi e le applicazioni gestionali del mondo IBM a numerose piccole e medie imprese che, sino a quel momento, erano state relativamente trascurate dall'industria di riferimento.

---

<sup>92</sup> Ansa: [https://www.ansa.it/canale\\_tecnologia/notizie/tecnologia/2024/01/22/quarantanni-fa-il-mac-con-mouse-e-grafica-apple-rivoluziona-pc\\_d7a62462-6ffd-420c-8fbc-b3f4dac66c67.html](https://www.ansa.it/canale_tecnologia/notizie/tecnologia/2024/01/22/quarantanni-fa-il-mac-con-mouse-e-grafica-apple-rivoluziona-pc_d7a62462-6ffd-420c-8fbc-b3f4dac66c67.html).

<sup>93</sup> Britannica: <https://www.britannica.com/money/Lou-Gerstner>.

La strategia perseguita ha permesso all'azienda di muovere in maniera concreta i primi passi verso una ripresa economica della propria performance che, a distanza di pochi anni, ha portato nuovamente ad i livelli antecedenti il periodo di crisi.

Nonostante il periodo fiorente, tuttavia, nel 1999 IBM ha deciso di interrompere la vendita dei propri computer, lasciando l'intero mercato alle realtà citate precedentemente che, nel frattempo, avevano iniziato a vivere un periodo di crescita esponenziale.

L'azienda, così operando, ha deciso di concentrarsi prettamente sulla produzione e vendita di servizi informatici con riferimento al *target* aziendale; a tal proposito, l'operazione di acquisizione della società di consulenza PwC Consulting, nel 2002, ha segnato un evento storico di conferma dei propri piani di attività.<sup>94</sup>

Spinta dal successo conseguente la suddetta operazione, a partire dal seguente momento storico l'azienda IBM ha deciso di fare delle operazioni di M&A la rispettiva strategia di crescita principale nella ripresa economica oramai avviata e confermata negli ultimi anni.

#### **3.1.4. Gli Anni di Ripresa e le Operazioni di Acquisizione**

A partire dall'inizio del nuovo secolo, coerentemente con quanto citato precedentemente, IBM avvia una politica di dismissioni e acquisizioni volta ad incrementare i profitti aziendali nonché il ritorno per gli azionisti mediante lo spostamento delle vendite su prodotti maggiormente profittevoli ed abbandonando attività oramai divenute non più profittevoli (si guardi, a titolo esemplificativo, il caso dei *personal* computer citati precedentemente). Dal dicembre 2004, a tal proposito, l'azienda cede a Lenovo, realtà leader nei mercati asiatici per la produzione di computer, cellulari ed altri dispositivi informatici, la parte dell'azienda che produce computer desktop e portatili.<sup>95</sup>

A partire dal 2006, Big Blue avvia in maniera concreta la rispettiva strategia che vede le operazioni di M&A come *driver* di crescita aziendale, procedendo all'acquisizione di oltre 60 aziende.<sup>96</sup> ne risulta una realtà societaria mutata, che fa dell'offerta di *software* e servizi informatici il proprio *core* business. L'operazione di maggiore risalto in tale segmento di tempo è evidenziata dall'acquisizione della società SPSS Inc., *software house* con sede a Chicago, per un totale di 1,2 miliardi di dollari, finalizzata ad incrementare la quota di mercato nella nuova industria di riferimento.

IBM nel 2011 ha attirato l'attenzione di tutto il mondo per il suo programma di intelligenza artificiale "Watson", per merito di cui ha vinto contro i campioni del game show Ken Jennings e Brad Rutter.

---

<sup>94</sup> The Washington Post: <https://www.washingtonpost.com/archive/business/2002/07/31/ibm-to-pay-35-billion-for-pwc-consulting/9873ea49-fc6a-470e-bad9-8cf0c393fd8c/>.

<sup>95</sup> Key4Biz: <https://www.key4biz.it/News-2004-12-09-Internet-IBM-cede-la-divisione-Pc-a-Lenovo-per-125-mld-di-dollari-147922/64951/>.

<sup>96</sup> Hardware Upgrade: [https://www.hwupgrade.it/news/mercato/ibm-stanzinati-20-miliardi-di-dollari-per-acquisizioni\\_32571.html](https://www.hwupgrade.it/news/mercato/ibm-stanzinati-20-miliardi-di-dollari-per-acquisizioni_32571.html).

L'azienda, nel medesimo anno, ha anche celebrato il centenario dalla sua ufficiale costituzione.

A distanza di un solo esercizio è arrivato, inoltre, l'annuncio di ulteriori acquisizioni di aziende del settore informatico, quali Kenexa e Texas Memory Systems, nonché SoftLayer Technologies, ed il rispettivo servizio di web *hosting*, per un valore totale di circa 2 miliardi di dollari.

Dalla totalità delle seguenti operazioni IBM è divenuta la seconda azienda tecnologica più grande al mondo per capitalizzazione di mercato.

Nel 2014 IBM ha annunciato molteplici partnership con importanti società, tra cui Apple Inc., Microsoft, Facebook, Cisco, e così continuando. Nel 2015 vengono annunciate tre importanti acquisizioni: Merge Healthcare, per un giro di affari di oltre 1 miliardo di dollari, Cleversafe, fornitore di archiviazione dati dal valore di oltre 2,5 miliardi di dollari, e The Weather Company, società di previsioni metereologiche.

Anno dopo anno, coerentemente con quanto preventivato ad inizio del nuovo secolo, Big Blue perseguiva ad acquisire aziende promettenti che potessero contribuire alla visione internazionale dell'azienda madre, eseguendo ingenti investimenti volti ad incrementarne la rispettiva dimensione aziendale.

Nel più recente autunno del 2018, l'acquisizione di Red Hat da parte di IBM ha rappresentato un punto di svolta significativo nel panorama del settore tecnologico. Tale mossa strategica è stata motivata dalla volontà dell'azienda di consolidare la propria posizione nel mercato del *cloud computing*, un settore in continua espansione e cruciale per il futuro delle imprese; Red Hat, a tal proposito, nota per la sua leadership nel *software open source*, ha fornito a IBM l'accesso a tecnologie innovative che potessero fungere da base per ulteriori innovazioni tecnologiche e che potessero semplificare la competizione con molteplici giganti del settore, quali Amazon Web Services e Microsoft Azure.

L'operazione, conclusasi il 9 luglio 2019 per un valore superiore a 34 miliardi di dollari, rappresenta una delle maggiori acquisizioni della storia aziendale mediante cui IBM ha consolidato concretamente la rispettiva posizione di leader del settore.

Nel 2020 ha avuto luogo la cessione aziendale di più alto valore della storia aziendale, a causa di cui è stata venduta l'intera unità *Managed Infrastructure Services* della divisione *Global Technology Services* ad una nuova società per azioni di nome Kyndryl: l'annuncio è stato accolto con favore dagli investitori, le cui tasche ne hanno felicemente giovato.<sup>97</sup>

L'operazione di M&A più recente, d'altro canto, si riferisce all'anno 2023, quando IBM ha acquisito la società bersaglio Manta Software Inc., al fine di integrare le rispettive capacità di *governance* dei dati al miglioramento ed all'efficientamento dello sfruttamento dell'intelligenza artificiale, elemento chiave per le prospettive future.<sup>98</sup>

---

<sup>97</sup> Il Sole 24Ore: <https://www.ilsole24ore.com/art/ibm-si-spezza-due-nasce-kyndryl-societa-servizi-i-big-AEoEdYu>.

<sup>98</sup> IBM: <https://newsroom.ibm.com/IBM-acquires-Manta-Software-Inc-to-complement-data-and-AI-governance-capabilities>.

Nei mesi più recenti, infine, IBM ha focalizzato la propria attenzione sul fronte *smart city*, termine con cui si fa riferimento alla creazione di sistemi informatici integrati per l'automatizzazione dei sistemi cittadini. Il progetto *Smarter Planet*, traducibile come Pianeta più intelligente, per merito dei numerosi progetti promossi per la salvaguardia dell'umanità e per la tutela dell'ambiente, attira ad oggi gran parte delle risorse ingegneristiche e finanziarie della società.<sup>99</sup>

### **3.2. La Società Target: Red Hat Inc.**

Red Hat, Inc. è una società multinazionale statunitense fondata nel 1993 dall'incontro ad una conferenza *tech* tra un piccolo imprenditore ed un appassionato di tecnologia. L'azienda, ad oggi, si struttura con una sede principale a Raleigh, in Carolina del Nord, e molteplici succursali secondarie presenti su tutto il territorio globale.

Il nome Red Hat trae origine dall'esperienza di Ewing, il suddetto appassionato di tecnologia, nel laboratorio della sua Università: il berretto rosso della Cornell Lacrosse del nonno, che veniva da lui sempre indossato, era divenuto il punto di riferimento per gli studenti, che lo cercavano per rivolgersi a lui e chiedere supporto informatico.

Costituita con l'idea di presentare la propria offerta prettamente agli ambienti *enterprise*, Red Hat si dedica allo sviluppo di sistemi operativi, applicazioni, prodotti per il management nonché *software* basati su licenza *open source*, ossia disponibile ed accessibili senza la necessità di specifiche autorizzazioni.

Il prodotto principale dell'azienda di riferimento è costituito dal sistema operativo unico per le aziende Red Hat Enterprise Linux, per merito del quale Red Hat è riuscita a svilupparsi ed ottenere fama a livello internazionale.<sup>100</sup>

A tal proposito, l'azienda statunitense ha rappresentato la prima società fornitrice di soluzioni *open source* ad essere quotata nella Borsa dei titoli tecnologici di Wall Street, il NASDAQ. L'IPO (*Initial Public Offering*) da record dell'operazione, sviluppatasi nel corso del 1999, ha dimostrato il successo e la fiducia riposta dal mercato con riferimento all'azienda ed ai relativi dirigenti.

Il 28 ottobre 2018 IBM ha annunciato l'intenzione di acquisire interamente Red Hat per un valore superiore a 34 miliardi di dollari; nel luglio 2019 l'attività di M&A viene completata, rappresentando di fatto una delle operazioni principali avvenute nell'industria informatica. Al termine dell'acquisizione IBM ha assunto il controllo totalitario di Red Hat, che, tuttavia, ha continuato a godere della rispettiva indipendenza operativa.

---

<sup>99</sup> Geopop: <https://www.geopop.it/cosa-sono-e-che-caratteristiche-hanno-le-smart-city-le-citta-intelligenti-del-futuro/>.

<sup>100</sup> Red Hat: <https://www.redhat.com/it/about/brand/standards/history>.

### 3.2.1. Le Origini e Prime Attività

La storia di Red Hat risale al 1993, quando Bob Young, piccolo imprenditore alle prime armi, rileva la ACC Corporation, azienda dedicata alla vendita a catalogo di accessori e libri in ambito di *software* Linux: con tale terminologia si indica un insieme di sistemi operativi, intesi come piattaforma operativa che fornisce servizi di base utili ad eseguire determinate operazioni su dispositivi informatici (si veda, a titolo esemplificativo, il sistema operativo Windows o MacOS), che utilizzano come nucleo centrale il sistema Linux.

L'anno successivo, Marc Ewing, appassionato di tecnologia e conoscente di Bob Young, crea una distribuzione Linux chiamata Red Hat Linux, la prima che potesse essere aggiornata periodicamente e che, diversamente dalla tendenza dell'epoca, non necessitava di essere eliminata e successivamente riscaricata.

Tale primo prodotto targato Red Hat, a tal proposito, è stato presentato al mercato nell'ottobre 1994; a distanza di pochi mesi, nel corso del primo semestre del 1995, il visionario Young decide di incrementare la propria iniziativa imprenditoriale ed acquisire la piccola azienda di Ewing, dando concretamente forma alla Red Hat Software.<sup>101</sup>

Differentemente dalla comprensibile tendenza dell'industria di riferimento di proteggere segreti industriali mediante la disposizione di brevetti, Red Hat ha fondato il proprio approccio strategico su un percorso radicalmente diverso, in cui ogni sistema operativo si basa su un'ottica di *open source*: l'azienda era fermamente convinta che un approccio collaborativo fosse la soluzione migliore per la creazione e la sopravvivenza dei *software* informatici.

Mediante tale terminologia si indica la licenza che non vieta, quanto piuttosto permette di usare, copiare, ed anche modificare, ampliare ed elaborare contenuti informatici senza dover chiedere le apposite autorizzazioni agli autori originari: un'organizzazione basata su licenza *open source* viene definita "aperta" verso l'esterno, in cui la barriera tra i soggetti che organizzano il lavoro ed i soggetti che concretamente svolgono il medesimo viene meno, al fine di semplificare ed agevolare la crescita aziendale.<sup>102</sup>

Il sistema operativo Red Hat Linux, a tal proposito, era accessibile e distribuibile tra tutti, per cui risultava periodicamente modificato e sviluppato dalla *community* dell'azienda.

La strategia si è rilevata da subito vincente, accompagnando l'azienda in una rapida crescita in termini di fatturato e dimensione. Nell'agosto del 1999, a testimonianza della suddetta ascesa al successo, Red Hat viene quotata nel mercato statunitense pubblico, mediante una IPO (*Initial Public Offering*) con cui ottiene l'ottavo posto nella storia di Wall Street in termini di guadagno del primo giorno di negoziazione.<sup>103</sup>

A distanza di neanche un decennio dalla relativa costituzione, dunque, l'azienda aveva assunto dimensioni

---

<sup>101</sup> CNBC: <https://www.cnbc.com/2018/11/01/before-sale-to-ibm-for-billions-red-hat-started-in-cofounders-closet.html>.

<sup>102</sup> Enciclopedia Treccani: <https://www.treccani.it/enciclopedia/open-source/>.

<sup>103</sup> CNET: <https://www.cnet.com/tech/tech-industry/red-hat-shares-triple-in-ipo/>.

significative, grazie sicuramente anche alla mente visionaria del giovane *business man* Bob Young rispetto l'innovazione costituita dalla tecnologia *open source*.

### 3.2.2. Le Fasi di Sviluppo ed il Focus sul Target Enterprise

Il primo prodotto targato Red Hat, come accennato precedentemente, era costituito dalla distribuzione Linux denominata Red Hat Linux.

Per molteplici anni, il prodotto di picco veniva confezionato e venduto assieme ai pacchetti Microsoft Windows e Lotus Notes all'interno di appositi negozi informatici al dettaglio; il modello di business ipotizzato, coerentemente con le tendenze del momento, funzionava sulla speranza di vendita delle nuove versioni rilasciate ogni semestre alle quali si accostavano nuove e diverse funzionalità.

Basare la redditività aziendale sulla mera possibilità di acquisto rappresentava, tuttavia, un rischio eccessivo, per cui il modello di commerciale perseguito risultava poco sostenibile.

A partire dal 2001, dunque, Red Hat ha deciso di interrompere la distribuzione di Red Hat Linux nel formato tradizionale, nonostante costituisse la principale fonte di fatturato, al fine di introdurre una versione che venisse aggiornata periodicamente nonché in vendita alle sole imprese: Red Hat Enterprise Linux.

Il sistema operativo è divenuto ben presto il nuovo prodotto di punta dell'azienda, rappresentando un'offerta valida anche per i *datacenter* più esigenti del mondo.

A distanza di pochi anni, inoltre, le attività di produzione e commercializzazione dedite ad una piattaforma gratuita per la *community* furono nuovamente riprese e sviluppate sotto il nominativo di Fedora.<sup>104</sup>

L'ambivalente presenza sia sul mercato *community* sia su quello *enterprise* ha permesso a Red Hat una crescita costante e progressiva nel tempo, confermando nel tempo l'attrattività del brand e delle relative offerte.

A tal proposito, nel dicembre 2005 il periodico statunitense "CIO Insight", mediante il relativo sondaggio annuale "Vendor Value Survey", ha posizionato Red Hat al primo posto con riferimento alla misura del valore percepito dai dirigenti d'azienda rispetto le offerte di prodotti e servizi informatici.

Come processato anche da IBM (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 3.1.4.), Red Hat ha deciso in un secondo momento di ricercare la crescita aziendale e, dunque, il successo, mediante una serie di attività di fusione e acquisizione.

A partire dal 2006, difatti, l'azienda acquisisce JBoss Inc., azienda produttrice di server applicativi, mediante cui viene integrata nei *software* targati Red Hat la tecnologia all'avanguardia della società bersaglio. A distanza di un solo anno, Red Hat rileva Meta Matrix e stringe un accordo con Exadel come distributore terzo del proprio *software*. Nel giugno 2007 l'azienda statunitense acquisisce Mobicents e, nel mese di marzo 2008, a

---

<sup>104</sup> Red Hat: <https://www.redhat.com/it/technologies/linux-platforms/enterprise-linux>.

distanza di neanche un anno, viene acquisita anche Amentra, società che si occupa di integrazione di sistemi per il ciclo di vita del software e dei servizi enterprise data.<sup>105</sup>

La conseguenza immediata della seguente strategia è evidenziata dalla crescita esponenziale di cui ha goduto Red Hat in quel periodo storico. Nel 2012 Red Hat risultava la prima realtà tecnologica *open source* a superare il miliardo di dollari di fatturato; a distanza di soli quattro anni, e dunque nel più recente 2016, l'azienda è stata in grado di raddoppiare tale valore, chiudendo l'esercizio di riferimento con un fatturato superiore i 2 miliardi di dollari.

### 3.2.3. I Tempi Vicini all'Acquisizione

Negli anni immediatamente successivi Red Hat ha continuato a crescere progressivamente: mantenendo l'offerta di servizi relativamente stabile, l'azienda è stata in grado di incrementare il proprio fatturato di circa il 20,0% ogni anno, sino a toccare il picco storico dell'attività per un valore pari a 2,9 miliardi di dollari a fine esercizio del 2018.

Nel 2019 Red Hat e IBM hanno deciso di unire le forze in una delle operazioni di M&A più importanti della storia in ambito informatico, che ha generato un prezzo intrinseco di oltre 34 miliardi di dollari pagati al fine di ottenere il controllo totalitario dell'azienda leader del settore dell'*open source*.

Considerando gli accordi governanti l'operazione di acquisizione, Red Hat ha potuto mantenere intatta la propria indipendenza operativa nonché i propri principi, giovando della maggiore notorietà e della più estesa clientela di cui godeva IBM, al fine di presentare l'innovazione della tecnologia "aperta" ad un ventaglio di organizzazioni ancora più ampio.<sup>106</sup>

A seguito dell'operazione, dunque, l'azienda è riuscita a raggiungere uno sviluppo dimensionale, di processo e di prodotto senza precedenti, complice certamente le peculiarità vantaggiose ottenuto dall'attività congiunta con l'azienda *buyer*.

In poco più di 25 anni dalla rispettiva costituzione, Red Hat è riuscita a crescere ed evolversi, passando dall'essere una piccola impresa domestica di un semplice appassionato di tecnologia a divenire il *provider* leader globale nella fornitura di soluzioni *enterprise* con licenza *open source* con centinaia di migliaia di dipendenti presenti su tutto il territorio mondiale: ad oggi, più del 90,0% delle aziende globali incluse nella classifica Fortune 500 si rivolge all'ampio portafoglio IT di Red Hat per la scelta di prodotti e soluzioni informatiche, poiché simbolo di affidabilità e sicurezza.<sup>107</sup>

---

<sup>105</sup> The Register: <https://www.theregister.com/2023/04/14/column/>.

<sup>106</sup> Red Hat: <https://www.redhat.com/en/about/press-releases/ibm-closes-landmark-acquisition-red-hat-34-billion-defines-open-hybrid-cloud-future>.

<sup>107</sup> Red Hat: <https://www.redhat.com/it/about/company>.

### 3.2.4. Risultati Finanziari di Red Hat

Coerentemente con quanto asserito precedentemente (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.4.1.), ed al fine di meglio comprendere lo stato di salute di Red Hat, risulta indispensabile condurre un'analisi dettagliata circa i principali indicatori economici, patrimoniali e finanziari attuali e passati della società *target* dell'operazione di M&A in oggetto; nel dettaglio, per la valutazione storica dell'azienda sono stati considerati gli ultimi cinque esercizi in cui si è sviluppata l'attività economica di riferimento.

Con riferimento ad i principali dati economici caratterizzanti l'attività di Red Hat (si veda, a tal proposito, la Tabella 4), vengono individuati i margini principali della gestione operativa, finanziaria e straordinaria che contribuiscono a definire il risultato d'esercizio conclusivo della società in oggetto.

Partendo dall'analisi dei ricavi derivanti dalle vendite e prestazioni, negli anni l'importo risulta quasi raddoppiato, segnalando una crescita in cinque anni di oltre lo 85,0%, attestandosi nell'esercizio del 2019 ad un valore di oltre 3,3 miliardi di dollari.

Per quanto concerne il margine operativo lordo (indicato dal termine EBITDA), nonostante il valore numerico risulti maggiore negli anni, è bene focalizzare l'attenzione sul rapporto intercorso tra suddetto indicatore ed i relativi ricavi, al fine di avere una chiara visione circa la marginalità dell'azienda: nel corso dei cinque esercizi considerati, a tal proposito, la variazione di cui l'EBITDA è protagonista non ha superato il singolo punto percentuale, sia in positivo che in negativo, configurando dunque una società con un grado di marginalità stabile e pari a 18,5% nel 2019.

Discorso analogo è valido con riferimento al risultato operativo (indicato dal termine EBIT), per cui nei primi anni, e più precisamente sino al 2017, la variazione percentuale è stata stabile, per poi incrementare di 2,5 punti percentuale ed, infine, diminuire nuovamente di un punto percentuale, così da attestarsi ad un valore di 15,2%; la motivazione sottostante il seguente mutamento è insita nella decisione di investimento in immobilizzazioni da cui ne deriva il conseguente valore degli ammortamenti.

Relativamente la gestione finanziaria l'impatto sul conto economico risulta limitato in considerazione di un valore contenuto dei debiti finanziari, sostanzialmente compensato dall'ammontare della cassa disponibile nel 2015, 2016 e 2017. Nel 2018 e 2019 la cassa disponibile cresce rispetto all'ammontare dei debiti finanziari determinando un impatto dell'area finanziaria positivo sul conto economico.

L'utile netto dell'azienda, individuato sottraendo le imposte al margine sopra presentato, è stato soggetto ad una crescita esponenziale, incrementando del 150% circa rispetto al 2015 ed attestandosi ad un livello di 446 milioni di dollari: tale risultato ha segnato un risultato più che positivo, perché superiore all'aumento percentuale di cui sono stati protagonisti nel tempo i ricavi da vendite e prestazioni prima elencati.

Il risultato che accompagna la gestione straordinaria è la conseguenza di attività quali fusioni e acquisizioni realizzate da Red Hat con il fine strategico di ampliare le rispettive competenze e il portafoglio di servizi offerti; le operazioni di M&A sono divenute l'aspetto strategico centrale dell'anno fiscale 2018, in cui l'acquisizione di CoreOS, azienda leader nel settore delle soluzioni native per container, ha rappresentato il cuore pulsante del piano mediante cui la società acquirente ha rafforzato la propria posizione nel mercato

dell'*hybrid cloud*,<sup>108</sup> a distanza di un solo anno, e dunque nel 2019, la stessa realtà ha proceduto all'acquisizione della start-up NooBaa, al fine di migliorare le capacità di gestione dei dati nelle infrastrutture *cloud* ibride.<sup>109</sup>

Le suddette operazioni di aggregazione sono state parte di una strategia più ampia tesa ad espandere l'offerta di Red Hat in settori chiave per consolidare la propria leadership nelle tecnologie *open source* e nelle soluzioni di *cloud computing*. L'aggiustamento in negativo dell'utile netto rispetto i risultati conseguenti la suddetta gestione straordinaria, indispensabile per individuare il risultato definitivo di esercizio, risulta tale da giustificare prospere stime prospettive future sulla base delle quali verrà costruito un modello valutativo aziendale su cui individuare un adeguato prezzo per la conclusione della trattativa tra IBM e la società in oggetto (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 3.5.).

Principali Dati Economici (in migliaia di €)	28/02/2015	20/02/2016	28/02/2017	27/02/2018	28/02/2019
Ricavi Vendite e Prestazioni	\$1.789.489	\$2.052.230	\$2.411.803	\$2.920.461	\$3.362.069
EBITDA	\$326.257	\$364.136	\$419.384	\$572.870	\$621.278
EBIT	\$249.994	\$288.048	\$334.075	\$475.732	\$512.232
Area Finanziaria	\$5.504	-\$13.183	-\$12.065	\$2.259	\$5.823
EBT	\$255.498	\$274.865	\$322.010	\$477.991	\$518.055
Utile Netto	\$180.201	\$199.365	\$255.390	\$384.521	\$445.599
Area Straordinaria	\$0	\$0	\$0	-\$122.670	-\$11.611
Utile di Esercizio	\$180.201	\$199.365	\$255.390	\$261.851	\$433.988

Tabella 4 – Principali dati economici di Red Hat Inc (in migliaia di dollari USA).  
Dati aggiornati a Luglio 2019. Fonte: Elaborazione personale su dati Orbis.

Con riferimento ad i principali indici di redditività caratterizzanti l'attività di Red Hat (si veda, a tal proposito, la Tabella 5), vengono individuati i margini principali della gestione economica che contribuiscono a definire la capacità della società in oggetto di generare ricchezza e reddito mediante la rispettiva performance.

Partendo dall'analisi del ROE (*Return on Equity*) viene evidenziata la capacità dell'azienda di riferimento di aumentare notevolmente nel tempo la relativa abilità di generare profitto per i propri azionisti, riuscendo in soli cinque esercizi a raddoppiare tale importo raggiungendo il 26,9% rispetto al patrimonio netto generato dall'attività produttiva della medesima.

Discorso analogo è valido per l'indice ROCE (*Return on Capital Employed*), mediante cui viene indicato il ritorno della società sul rispettivo capitale investito, andando di fatto a misurare il grado di efficienza con cui tale capitale è sfruttato: l'aumento nel tempo che contraddistingue il seguente indice è di oltre otto punti percentuale, attestandosi nel 2019 ad un valore totale di 15,8%.

<sup>108</sup> Red Hat: <https://www.redhat.com/en/about/press-releases/red-hat-acquire-coreos-expanding-its-kubernetes-and-containers-leadership>.

<sup>109</sup> Red Hat: <https://www.redhat.com/en/blog/faq-red-hat-acquires-noobaa>.

Coerentemente con i precedenti indici di redditività, anche il ROA (*Return on Asset*) segue una tendenza di crescita a raddoppio, con il valore totale di capacità dell'azienda di generare reddito nel 2019 mediante l'utilizzo delle proprie attività e risorse aziendali che si attesta ad un valore pari a 7,8%.

Il punto in comune che raggruppa tutti gli indici di redditività sinora analizzati è rappresentato dalla forte tendenza di crescita sviluppatosi tra gli esercizi considerati che, tuttavia, subisce una breve interruzione nell'anno fiscale 2018, in cui la totalità dei suddetti indici subisce una lieve decrescita di qualche punto percentuale.

Per quanto concerne il ROI (*Return on Investments*), d'altro canto, l'importo rappresentativo della capacità aziendale di trasformare gli investimenti in profitti è stato protagonista nel tempo di un andamento costantemente positivo, nonché privo di interruzioni, sviluppando la capacità di Red Hat nel 2019 di generare, in media, circa il 9% di profitto da ogni investimento effettuato.

L'indice ROS (*Return on Sales*), infine, sempre con valori nettamente positivi, risulta sostanzialmente stabile tra il 2015 e 2017 per poi crescere nei due anni successivi attestandosi al 15% nel 2019.

Indici di Redditività (in percentuale)	28/02/2015	20/02/2016	28/02/2017	27/02/2018	28/02/2019
ROE Netto	13,99%	14,94%	20,48%	17,72%	26,89%
ROCE Netto	7,74%	8,57%	10,56%	9,04%	15,84%
ROA Netto	4,76%	4,80%	5,63%	4,78%	7,77%
ROI	6,61%	6,93%	7,37%	8,69%	9,17%
ROS	13,97%	14,04%	13,85%	16,29%	15,24%

*Tabella 5 – Indici di redditività di Red Hat Inc (in percentuale).  
Dati aggiornati a Luglio 2019. Fonte: Elaborazione personale su dati Orbis.*

Con riferimento ad i principali indici finanziari caratterizzanti l'attività di Red Hat (si veda, a tal proposito, la Tabella 6), vengono individuati i margini principali della gestione finanziaria che contribuiscono a definire la capacità di solidità della società in oggetto di far fronte ad i relativi obblighi e doveri.

Partendo dall'analisi dell'indice di liquidità viene evidenziato un trend relativamente stabile negli anni, confermato dal valore raggiunto dall'azienda nell'anno fiscale 2019 di tale indice pari a 1,27: tale importo dimostra la capacità della società di far fronte ad eventuali obblighi di breve termine mediante il ricorso alle proprie attività correnti ed alla propria liquidità.

Con riferimento alle obbligazioni della società non solo immediati ma anche di lungo termine, l'azienda di riferimento ha dimostrato negli anni una importante capacità di solvibilità (sia per mezzo del patrimonio netto sia per mezzo della liquidità a propria disposizione), anche se con un trend in decrescita.: Red Hat, difatti, si dimostra negli anni in grado di coprire buona parte delle proprie passività mediante il ricorso alle rispettive liquidità o risorse patrimoniali, richiedendo capitale di debito in quantità limitata e, dunque, in una modalità lontana dal rischio di *default*. Durante il corso dell'ultimo esercizio considerato, tra le altre, i valori di 28,9%

e di 40,6% rispettivamente del coefficiente di solvibilità sulla base del patrimonio e del coefficiente di solvibilità sulla base della liquidità segnano la fase iniziale di una crescita futura preventivata.

Indici Finanziari	28/02/2015	20/02/2016	28/02/2017	27/02/2018	28/02/2019
Indice di Liquidità	1,41	1,20	1,23	1,36	1,27
Indice di Liquidità degli Azionisti	1,11	1,06	0,89	0,87	1,29
Coefficiente di Solvibilità (sulla base del patrimonio)	34,04%	32,12%	27,50%	27,00%	28,88%
Coefficiente di Solvibilità (sulla base della liquidità)	51,61%	47,31%	37,94%	36,99%	40,61%
Indice di Leva	90,21%	94,53%	111,98%	116,00%	81,89%

*Tabella 6 – Indici finanziari di Red Hat Inc.  
Dati aggiornati a Luglio 2019. Fonte: Elaborazione personale su dati Orbis.*

Con riferimento ad i principali indici di produttività caratterizzanti l'attività di Red Hat (si veda, a tal proposito, la Tabella 7), vengono individuati i margini aziendali tipici della gestione caratteristica che contribuiscono a definire il rapporto tra talune variabili operative e la forza lavoro della società in oggetto.

Partendo dall'analisi della media annua dei lavoratori sia a tempo pieno che a tempo parziale viene evidenziato il trend di crescita sviluppato coerentemente con l'aumento dei volumi di vendita gestiti, che logicamente richiedono maggiore forza lavoro, tanto che nell'anno fiscale 2019 si è raggiunto il valore storico massimo di oltre 13 mila unità.

La seguente tendenza, più nel dettaglio, risulta maggiore rispetto il fenomeno di crescita dei ricavi da vendite e prestazioni sviluppatosi sino al 2017, nonché inferiore per i restanti anni considerati: la diretta conseguenza di tale evento, dunque, è dimostrata dalla variazione non lineare assunta dall'indice dei ricavi pro-capite, che, coerentemente, sino al 2017 diminuiscono per poi vivere un periodo di ripresa che si protrae sino al termine dell'analisi compiuta, attestandosi al 2019 ad un valore di 39 mila dollari per dipendente.

Per quanto concerne, infine, il patrimonio netto pro-capite nonché il totale delle attività pro-capite, entrambi gli indici seguono un trend di decrescita negli anni rispettivamente del 30% e del 20%, attestandosi ai valori di 121 mila dollari e 418 mila dollari per dipendente. La perdita di valore viene probabilmente giustificata come conseguenza dell'incremento del numero di dipendenti che supera quella del patrimonio netto e delle attività, anche a causa del reinvestimento dei ricavi in nuovi progetti che hanno bisogno di tempo per manifestare risultati economici osservabili; la decrescita maggiormente contenuta del totale delle attività pro-capite è dovuta al progressivo aumento della cassa disponibile per effetto della generazione di cassa del core business.

Indici di Produttività (in migliaia di €)	28/02/2015	20/02/2016	28/02/2017	27/02/2018	28/02/2019
Ricavi Pro-Capite	35	31	31	40	39
Patrimonio Netto Pro-Capite	176	152	119	125	121
Totale Attività Pro-Capite	518	472	432	461	418
Numero Dipendenti (media annua)	7.300	8.800	10.500	11.870	13.360

Tabella 7 – Indici di produttività di Red Hat Inc (in migliaia di dollari USA).  
Dati aggiornati a Luglio 2019. Fonte: Elaborazione personale su dati Orbis

L'andamento presente e storico della società *target* dell'operazione di M&A in oggetto, in sintesi, ha tendenzialmente seguito un trend di crescita tra i vari esercizi considerati per l'analisi, evidenziando una situazione generale molto solida, priva di problematiche specifiche nonché di prossimi rischi peculiari.

Lo stato di salute panoramico dell'azienda è stabile e positivo, caratterizzato da un'ottima redditività (come si desume principalmente dall'analisi del ROE e del ROCE), anche per merito della solidità che ha contraddistinto nel tempo il rapporto con i fornitori di capitale di debito, sia questo di medio-lungo termine (come si desume dall'analisi dei coefficienti di solvibilità) o, soprattutto, di breve termine (come si desume dall'analisi dell'indice di liquidità).

La produttività aziendale, d'altro canto, è fortemente correlata ad i risultati derivanti dalla gestione caratteristica dell'attività economica (come si desume principalmente dall'analisi dei ricavi pro-capite e dai costi del lavoro pro-capite), anch'essa positiva: l'andamento in crescita dei ricavi fa ben sperare in un futuro di crescita (come si desume dall'analisi dei ricavi di vendita e prestazioni), in cui gli elevati margini di profitto (come si desume dall'analisi dei coefficienti EBITDA e EBIT) prospettano un'ottima generazione di cassa.<sup>110</sup>

Il quadro sinora delineato, dunque, è tale da giustificare l'interesse preliminare espresso da parte della società *buyer* IBM verso l'acquisizione della società Red Hat, in quanto, oltre a rappresentare una importante opportunità strategica, è caratterizzata da una situazione economica e finanziaria, attuale e storica, positiva, come dettagliatamente dimostrato. Il seguente scenario, a tal proposito, costituisce il punto di partenza della strutturazione della valutazione precisa dell'azienda *target* finalizzata alla conclusione dell'operazione di aggregazione, per la quale, tuttavia, permane la necessità di costruire appositi modelli finanziari valutativi finalizzati ad analizzare la performance prospettica futura, dalla quale individuare il prezzo adeguato ad assicurare il successo dell'operazione di M&A (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 3.5.).

<sup>110</sup> Orbis: <https://login.bvdinfo.com/R0/Orbis>.

### 3.3. Overview del Settore Informatico

“Con il termine informatica si intende la scienza che si occupa del trattamento dell'informazione mediante procedure automatizzate, avendo per oggetto lo studio dei fondamenti teorici dell'informazione, della sua computazione a livello logico e delle tecniche pratiche per la sua implementazione e applicazione in sistemi elettronici automatizzati, detti quindi sistemi informatici.”<sup>111</sup>

In altre parole, per “informatica” si intende la gestione delle informazioni che vengono generate dal pensiero umano e trasferite mediante apposite attrezzature, quali i *personal* computer, su una fitta rete telematica composta da microsistemi tra loro collegati.

La industria informatica comprende la totalità di aziende che si dedicano alla produzione di apparecchiature e strumenti destinati ad organizzare e gestire tale flusso di informazioni.

Sistemi operativi, servizi via web o via *cloud*, collegamenti via cavo o via etere, e terminali sono solamente alcuni dei molteplici fattori che compongono il mercato di riferimento. Risulta logico, dunque, comprendere l'impossibilità di considerare l'industria informatica come un insieme ben individuabile di imprese con un prodotto definito; questa è piuttosto un complesso di attività volte a razionalizzare e rendere efficiente l'acquisizione, la registrazione, la trasmissione e la consultazione delle suddette informazioni.

Al fine di semplificare l'analisi del settore informatico, dunque, è bene dividere la trattazione in due parti: da un lato i prodotti informatici, e quindi la parte dell'industria costituita dalle realtà imprenditoriali che producono i mezzi utili alla gestione delle informazioni; dall'altro lato i servizi informatici, e quindi gli strumenti utilizzabili dai suddetti mezzi telematici al fine di agevolare la trasmissione delle medesime informazioni.

#### 3.3.1. I Prodotti Informatici

L'industria informatica nasce subito dopo la Seconda guerra mondiale, quando hanno cominciato ad essere commercializzati i primi esemplari di calcolatori fino a quel momento utilizzati solo nei laboratori di ricerca.

In molti Paesi si erano sviluppate, quasi in sincronia, le conoscenze tecniche e scientifiche che avrebbero consentito la costruzione di elaboratori elettronici. Tuttavia, quando agli inizi degli anni Cinquanta si trattò di abbandonare la fase della sperimentazione e passare alla produzione su vasta scala, l'industria statunitense dimostrò di essere la sola in grado di compiere il salto di qualità; le imprese europee, per conto proprio, seppur caratterizzate da notevoli conoscenze scientifiche e applicative, non ebbero la capacità di investire nella produzione del rispettivo mercato informatico.

Il settore telematico, a tal proposito, specialmente nella parte iniziale del proprio ciclo di vita, era dominato da poche grandi aziende statunitensi con una rete di vendita ampia e capillare. Tra la totalità di queste prevaleva

---

<sup>111</sup> Techopedia: <https://www.techopedia.com/definition/30332/informatics>.

per dimensioni l'azienda IBM, che è riuscita ad assumere da subito il controllo di una larga parte del mercato mondiale.

Al 1965, difatti, la produzione statunitense copriva il 95,0% di quella mondiale per un valore di circa 4 miliardi di dollari; ad eccezione della Gran Bretagna, nessun paese europeo aveva quote di mercato rilevanti.

Fino agli inizi degli anni Sessanta i modelli di calcolatore disponibili erano pochi ed a carattere gestionale. A partire dal 1966, tuttavia, ha avuto inizio la commercializzazione delle macchine dedicate (o minicomputers), che erano state sperimentate qualche anno prima e che consentivano calcoli e applicazioni tecnico-scientifici. Tale innovazione non ha riguardato unicamente il prodotto offerto, ma coinvolgeva anche i metodi di commercializzazione, in quanto i nuovi calcolatori dedicati, a parità di prestazioni, avevano costi molto più contenuti.

Già nei primi anni Settanta le consegne dei *minicomputers* avevano superato quelle dei grandi elaboratori, con la produzione che cresceva con una media del 27,0% all'anno. Sulla scia di tale successo anche i calcolatori gestionali vennero adeguati alle esigenze della domanda, con modelli più piccoli, di minor costo e maggiore facilità d'uso: al principio degli anni Ottanta, difatti, la differenza tra i due sistemi era oramai difficilmente percepibile.

Il vero e proprio rivolgimento nell'industria informatica mondiale, tuttavia, si è compiuto a partire dal 1980 mediante la diffusione dei primi *personal computers*, intesi come macchine monoutente tra loro collegate da una rete per il primo vero scambio di molteplici informazioni.<sup>112</sup>

La tecnologia dei suddetti prodotti è stata sviluppata in Francia nei primi anni Settanta, ma ancora una volta sono stati gli Stati Uniti ad applicare l'innovazione su scala industriale ed a trainarne il successo: dal 1980 al 1985, difatti, si è passati da una vendita di 300 mila unità a 6 milioni e mezzo all'anno, con un incremento del 60,0% in media annua.

Tale crescita esponenziale della domanda ha aperto innumerevoli possibilità ad aziende fortemente innovative che si sono affermate con impressionante rapidità, sfruttando appieno il nuovo trend che andava ad instaurarsi per battere la concorrenza delle oramai stabili multinazionali. Tra gli esempi di maggiore rilevanza si evidenziano Apple Computers, avviata in un garage per iniziativa di tre giovani amici, e Microsoft, una *software house* balzata rapidamente ai vertici della graduatoria mondiale delle imprese del settore.

La comparsa di questi nuovi e più agguerriti produttori ha determinato un restringimento dei margini di profitto, con la conseguente instabilità della posizione anche delle grandi aziende.

Negli anni seguenti ed attuali la focalizzazione principale permane sulla medesima tipologia di prodotto informatico, i *personal computers* appunto, i quali continuano progressivamente a stabilirsi come bene chiave dell'intera industria.

Per moltissimo tempo, sino agli anni più recenti, l'obiettivo centrale perseguito dalle aziende del settore è stato quello di innovare tale prodotto, al fine di incrementarne l'efficienza e la velocità di gestione delle informazioni:

---

<sup>112</sup> Corriere della Sera: [https://dizionari.corriere.it/dizionario\\_italiano/P/personal\\_computer.shtml](https://dizionari.corriere.it/dizionario_italiano/P/personal_computer.shtml).

processori più rapidi, componenti ad alto livello avanguardistico e design sempre più moderni sono solamente alcuni dei molteplici fattori sui quali è stato incentrato il lavoro, nonché le risorse finanziarie, delle principali aziende informatiche.

I mutamenti che ne sono conseguiti, a livello globale, sono stati molteplici:<sup>113</sup>

- a) Notevole riduzione dei tassi di crescita del mercato di riferimento: Secondo accurate analisi e stime proposte, la crescita mondiale del settore è progressivamente scesa dal 18,0% medio annuo della fine del passato secolo al 14,5% dei tempi più recenti, motivato principalmente dalla stabilizzazione di un unico prodotto informatico centrale.

Stime più recenti confermano una prossima crescita del settore immediata e nel breve termine come conseguenza delle nuove tecnologie in via di sviluppo, quali i visori per le realtà aumentate e per le realtà virtuali.

- b) Variazione del peso relativo dei tre grandi mercati mondiali: L'incidenza del mercato statunitense, dapprima fonte principale che guidava l'economia del settore di riferimento, sul totale del mercato mondiale delle tecnologie informatiche è diminuita da un totale di oltre il 45,0% del 1985 a circa il 30,0% dei tempi più recenti, a favore dell'aumento dell'importanza del mercato europeo, che ad oggi pesa per il 33,0% sull'economia globale, nonché con riferimento all'andamento esponenziale del mercato asiatico.

- c) Progressiva crescita e stabilizzazione del peso dei *personal* computer sugli altri prodotti informatici: Come accennato precedentemente, negli anni più recenti il prodotto informatico centrale è stato costituito dai *personal* computer, a discapito di ulteriori componenti telematici il cui sviluppo ha subito una riduzione o, nei casi più estremi, una completa interruzione.

Rispetto al peso delle componenti *hardware*, termine con cui si indicano le componenti fisiche e tangibili di un sistema operativo di elaborazioni dati ed informazioni<sup>114</sup>, sull'intero settore informatico, le vendite dei computer pesano per ben oltre il 20,0%, seguite a grande stacco da minicomputer (8,0%), stampanti (5,0%) e così continuando con altre componenti di minore rilevanza.

Negli ultimissimi anni, l'intensificazione degli investimenti nello sviluppo tecnologico ha portato all'emergere di nuove tecnologie sempre più attuali e di facile accessibilità, il cui utilizzo può essere esteso a molteplici settori anche tra loro molto differenti, quali, a titolo esemplificativo, il *gaming* e la medicina.

Le principali tecnologie all'avanguardia sono costituite da intelligenza artificiale, realtà virtuale e realtà aumentata, e si distinguono nettamente per il loro potenziale di trasformare profondamente diversi ambiti industriali e sociali. L'intelligenza artificiale, a titolo esemplificativo, ha applicazioni che spaziano dall'automazione dei processi alla personalizzazione dei servizi, e sta divenendo un elemento chiave per l'innovazione aziendale; parallelamente, la realtà virtuale nonché la realtà aumentata stanno rivoluzionando il

---

<sup>113</sup> Enciclopedia Treccani: [https://www.treccani.it/enciclopedia/industria-informatica\\_\(Enciclopedia-Italiana\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/industria-informatica_(Enciclopedia-Italiana)/).

<sup>114</sup> Corriere della Sera: [https://dizionari.corriere.it/dizionario\\_italiano/H/hardware.shtml](https://dizionari.corriere.it/dizionario_italiano/H/hardware.shtml).

modo in cui l'essere umano interagisce con il mondo digitale e fisico.

Affianco alle applicazioni, ad i miglioramenti nonché alle semplificazioni che caratterizzano tali tecnologie, vanno evidenziati i rispettivi rischi sviluppati da tali innovazioni, quali, a titolo esemplificativo, la riduzione dei posti di lavoro poiché occupati da macchine guidate dall'intelligenza artificiale: ne consegue la sempre più necessaria regolamentazione in merito dettata dai governi mondiali.<sup>115</sup>

Tecnologie simili alla suddetta categoria, frutto di ingenti investimenti e avanzamenti scientifici, sono destinate a guidare l'evoluzione futura del settore informatico, creando nuove opportunità e sfide per imprese e consumatori.

### 3.3.2. I Servizi Informatici

I prodotti informatici visti precedentemente (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 3.3.1.) vengono utilizzati dalla comunità al fine di gestire le informazioni; il seguente processo è, comunque, reso possibile dall'insieme di servizi informatici che vengono utilizzati dai suddetti prodotti per perseguirne il rispettivo fine.

Tali servizi informatici si rifanno al concetto di tecnologie utilizzate nell'informazione e nella comunicazione, e riguardano l'insieme dei metodi e delle tecniche utilizzate nella ricezione, elaborazione e trasmissione di dati ed informazioni.

Le *Information and Communications Technology* (abbreviate con l'acronimo ICT) hanno assunto crescente importanza strategica per le organizzazioni e per i cittadini come effetto del boom di internet avvenuto negli anni Novanta, ma, nonostante ciò, rimangono fortemente correlate allo sviluppo dei prodotti informatici, poiché la disponibilità di questi ne costituisce il fondamento per il rispettivo utilizzo.

Fanno parte delle ICT, a tal proposito, tutte le innovazioni che riguardano la progettazione e lo sviluppo tecnico della comunicazione digitale.<sup>116</sup>

Ad oggi, le professionalità legate alle *Information and Communications Technology* stanno crescendo esponenzialmente e si stanno evolvendo verso ambiti fortemente eterogenei ma sempre più interconnessi; a tal proposito, possono essere identificate tre tecnologie alla base dei molteplici prodotti telematici:

- a) *Software*: Con tale termine si intendono, in contrapposizione con il concetto di *hardware* (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 3.3.1.), tutti i componenti modificabili e l'insieme dei programmi che vengono impiegati in un prodotto informatico.<sup>117</sup>

Il concetto di *software* è tendenzialmente composto da due distinte tipologie:

---

<sup>115</sup> SAS: [https://www.sas.com/it\\_it/insights/analytics/what-is-artificial-intelligence.html](https://www.sas.com/it_it/insights/analytics/what-is-artificial-intelligence.html).

<sup>116</sup> Nath, H. K. & Liu, L. (2017). Information and communications technology (ICT) and services trade. USA: Information Economics and Policy, 41, 81-87.

<sup>117</sup> Corriere della Sera: [https://dizionari.corriere.it/dizionario\\_italiano/S/software.shtml](https://dizionari.corriere.it/dizionario_italiano/S/software.shtml).

- i) Sistemi operativi: Un sistema, o anche piattaforma operativa, è un *software* di base che gestisce le risorse *hardware* fornendo servizi di base che ne rendano possibile e disponibile l'utilizzo: si veda, a titolo esemplificativo, il sistema operativo MacOS dei *personal computer* (che sono la risorsa *hardware*) di Apple.
  - ii) Applicativi: Un applicativo è un programma o un insieme di programmi che aiutano a soddisfare una specifica azione richiesta dal prodotto informatico: si veda, a titolo esemplificativo, l'applicativo di *Word* del pacchetto *Microsoft Office*, che permette di soddisfare la necessità di scrittura e lettura.
- b) *Cloud computing*: Il *cloud computing* indica l'erogazione di servizi di archiviazione, elaborazione e trasmissione dati offerti su richiesta da un fornitore ad un utente finale attraverso la rete internet; tali dati consistono in risorse già esistenti al momento della richiesta del servizio, che dunque si limita a gestirle inserendole in un luogo telematico mediante il quale è possibile accedervi. I suddetti luoghi informatici prendono il nome di *cloud*, ed è possibile individuarne quattro distinte tipologie:<sup>118</sup>
- i) *Cloud* pubblico: I *cloud* pubblici sono ambienti basati su un'infrastruttura IT aperta a qualsiasi utente finale, e che appartiene ed è gestita da soggetti terzi.
  - ii) *Cloud* privato: I *cloud* privati vengono definiti genericamente come ambienti riservati a un singolo utente finale o gruppo, a cui appartengono e da cui sono gestiti.
  - iii) *Cloud* privato gestito: I *cloud* privati gestiti sono *cloud* privati che non sono di proprietà degli utenti finali che li sfruttano, ma che, invece, appartengono e sono gestiti da soggetti terzi.
  - iv) *Cloud* dedicato: I *cloud* dedicati sono i contenuti all'interno di *cloud* di categorie differenti, come, a titolo esemplificativo, un cloud privato contenuto dentro un cloud pubblico.
- c) Siti e piattaforme web: Un sito web è un insieme di pagine web correlate, ovvero una struttura ipertestuale di documenti informativi che risiede, tramite *hosting*, su un server web, raggiungibile dall'utente finale attraverso un comune motore di ricerca o un indirizzo web tramite l'uso di browser web.<sup>119</sup>

Mediante la totalità di tali innovazioni tecnologiche, in sintesi, viene progettata e sviluppata la comunicazione digitale da alcuni soggetti, che successivamente fanno recepire, elaborare e trasmettere la medesima a soggetti terzi mediante gli stessi servizi informatici.

La gestione ed il trattamento automatizzato dei dati e delle informazioni, storicamente, hanno assunto a partire dal secondo dopoguerra una crescente importanza nella comunità, per cui le aziende informatiche hanno iniziato a focalizzare i propri lavori, nonché le risorse finanziarie, verso lo sviluppo di tecnologie sfruttabili nell'informazione e nella comunicazione, implementando i primi prototipi delle tecnologie ICT antecedentemente presentate.

---

<sup>118</sup> Red Hat: <https://www.redhat.com/it/topics/cloud-computing/public-cloud-vs-private-cloud-and-hybrid-cloud>.

<sup>119</sup> Enciclopedia Treccani: <https://www.treccani.it/vocabolario/web/>.

Come è logico dedurre e come anche precedentemente accennato, difatti, il discorso di servizi informatici è fortemente correlato allo sviluppo dei prodotti informatici, per cui le prime attività di tale settore si sono sviluppate con la trasmissione d'informazioni tra calcolatori connessi in rete, avviata a partire dagli anni Sessanta (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 3.3.), che ha implicato la prima convergenza e integrazione tra informatica e telecomunicazioni: i seguenti settori sono stati sviluppati per lungo tempo indipendentemente l'uno dall'altro, poiché le telecomunicazioni procedevano prevalentemente utilizzando tecnologie analogiche; a partire dagli anni Settanta, tuttavia, le tecnologie proprie dell'informatica hanno cominciato ad integrarsi con il concetto di telecomunicazione.

A partire dalla metà degli anni Ottanta, d'altro canto, anche grazie alla diffusione dei *personal computer*, è iniziata una vera e propria rivoluzione di portata epocale, da cui hanno iniziato a prendere concretamente forma i primi servizi informatici, a partire proprio dallo sviluppo dei primi *software*.

Il successivo boom di Internet avvenuto a partire dalla metà degli anni Novanta ha favorito la connessione tra le persone, producendo nuove opportunità di crescita e sviluppo in molti settori.

Negli anni Novanta, difatti, la nascita del World Wide Web (WWW) e della telefonia cellulare, contemporanea alla progressiva digitalizzazione delle reti telefoniche pubbliche e di tutti i media di comunicazione, hanno portato i servizi informatici a consolidare la propria crescita nonché a svilupparsi sotto nuove forme coerenti con le nuove tecnologie all'avanguardia offerte sul mercato: l'implementazione dei primi siti e delle prime piattaforme web ha avuto origine proprio nel seguente periodo storico di riferimento.

Nel contempo, durante il medesimo periodo storico, l'offerta di prodotti informatici in quantità progressivamente maggiori ha aperto la necessità di collegamento dei vari dispositivi nonché di condivisione di dati all'interno di questi. È proprio per sopperire a tale necessità, nata nel corso della parte conclusiva del secolo precedente, che si è sviluppato per la prima volta il servizio di *cloud computing* che permetteva di archiviare telematicamente le risorse in luoghi condivisi piuttosto che in spazi fisici, consentendone così anche il collegamento tra dispositivi tra loro lontani.

Per quanto concerne i numerosi investimenti atti allo sviluppo tecnologico degli ultimi anni dei prodotti informatici quali intelligenza artificiale, realtà virtuale e realtà aumentata, l'implementazione dei servizi informatici ne ha conseguentemente seguito.

Seppur non si parli di un'effettiva erogazione di nuovi servizi, le aziende si sono impegnate a lavorare con riferimento all'adattamento dei preesistenti ad i nuovi prototipi presentati al mercato: ne consegue che l'offerta di servizi, almeno per ora, perdura ed appare la medesima; la differenza centrale, perciò, risiede nei visionari aggiornamenti finalizzati ad adattare e rendere disponibili i rispettivi servizi anche alle nuove tecnologie che guideranno l'evoluzione futura del settore informatico.

### 3.4. Dettagli dell'Operazione di M&A

Il 28 ottobre 2018 l'International Business Machines Corporation annunciava di voler acquisire la totalità della proprietà di Red Hat Inc, società leader nelle attività di *cloud computing* mediante l'utilizzo di strumenti *open source*; a distanza di pochi mesi, più dettagliatamente nel luglio 2019, Big Blue confermava di aver completato la colossale acquisizione della società di riferimento per un valore totale di oltre 34 miliardi di dollari.

La peculiarità principale dell'operazione è stata rappresentata dalla garanzia di indipendenza assicurata alla società *target* al momento della conclusione dell'acquisizione. Red Hat, difatti, è entrata a far parte dell'area *Hybrid Cloud* di IBM come unità distinta, preservando la collocazione della propria sede centrale a Raleigh, in North Carolina, il proprio portafoglio di prodotti, la relativa cultura di sviluppo delle tecnologie *open source* nonché la neutralità del patrimonio; anche la guida strategica dell'azienda ha continuato a esser decisa da Jim Whitehurst, ai tempi Presidente della società *target*, e dal rispettivo team dirigenziale.

Mantenere Red Hat una realtà indipendente e separata da IBM è stata una scelta strategica volta a tutelare il valore intrinseco riconosciuto alla visione ed alla capacità di innovazione tecnologica che fino a quel momento avevano contraddistinto la società *target*; preservarne l'autonomia operativa e strategica, difatti, ha permesso di mantenere intatti gli elementi chiave che rappresentavano il vantaggio competitivo dell'azienda, mantenendo intatta la fiducia dei clienti e della *community* rispetto la reputazione e l'efficacia delle offerte Red Hat come pioniere dell'industria informatica.

Le due aziende oggetto dell'operazione di M&A avevano, già in passato, intrattenuto rapporti mediante una storica collaborazione che proseguiva da circa venti anni: nell'estate del 2001, a titolo esemplificativo, IBM aveva finanziato la distribuzione Linux che caratterizzava i molteplici prodotti e servizi informatici offerti sul mercato da Red Hat mediante un finanziamento dal valore di quasi un miliardo di dollari, facilitandone così l'ingresso e la diffusione sul mercato.

Le motivazioni sottostanti il desiderio di aggregare le suddette attività collaborative sotto un unico gruppo, perciò, erano giustificate dalla volontà della società *buyer* di consolidare la propria posizione nel settore del *cloud computing*, poiché prossimo ad un periodo di grande prosperità ed opportunità di profitto.<sup>120</sup>

L'operazione in questione rappresenta, ancora oggi, l'evento più rilevante e costoso degli oltre cento anni di storia di Big Blue, nonché uno degli eventi più significativi dell'intera industria informatica, sia per quanto concerne le dimensioni finanziarie dell'operazione sia con riferimento alle implicazioni strategiche conseguite. Nonostante, difatti, il mercato di riferimento avesse già rappresentato lo scenario di molteplici operazioni di M&A volte allo sviluppo dimensionale delle società leader del settore, sono state solamente due le operazioni del settore di portata superiore rispetto all'attività in oggetto: l'acquisizione di EMC Corporation da parte di Dell Technologies nel 2016 per un totale di 67 miliardi di dollari e l'acquisizione di Broadcom Corporation da

---

<sup>120</sup> Red Hat: <https://www.redhat.com/en/about/press-releases/ibm-closes-landmark-acquisition-red-hat-34-billion-defines-open-hybrid-cloud-future>.

parte di Avago Technologies nel 2015 per un totale di 37 miliardi di dollari.<sup>121</sup>

Per quanto concerne, d'altro canto, le esternalità prodotte come conseguenza dell'operazione, i mutamenti che ne hanno conseguito non si sono limitati strettamente alla nuova entità risultante, ma, piuttosto, si sono ampliati ad i concorrenti diretti ed indiretti del settore nonché allo sviluppo del medesimo. La combinazione delle tecnologie tipiche di ambo le parti dell'attività, difatti, ha permesso di accelerare il processo di innovazione dei prodotti informatici offerti sul mercato, facendo delle tecnologie *open source* e della capacità di *cloud computing* attributi sempre più indispensabile nella soddisfazione della domanda dei consumatori (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 3.6.).

L'obiettivo centrale perseguito mediante la colossale operazione di M&A, teso anche a giustificare il pagamento di un prezzo di tale portata, risiedeva nelle positive prospettive future e nelle conseguenti sinergie stimate dagli analisti finanziari della società *buyer* (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.3.1.).

Come viene evidenziato nella comunicazione ufficiale presentata da IBM sui propri portali alla data dell'annuncio dell'acquisizione: "l'acquisizione ridefinisce il mercato del *cloud* per le aziende: insieme, IBM e Red Hat accelereranno l'innovazione tecnologica offrendo una piattaforma ibrida *multicloud* di nuova generazione basata su tecnologie *open source*, come Linux e Kubernetes, che finalmente consentirà alle aziende di distribuire, eseguire e gestire in modo sicuro dati e applicazioni in locale e su *cloud* pubblici e multipli, arrivando ad una capacità di calcolo sempre maggiore e più veloce."<sup>122</sup>

Le sinergie che si prospettavano di sviluppare mediante l'operazione di M&A in oggetto, dunque, erano tali da individuare uno scenario futuro prosperoso e di crescita tale da generare ripercussione sull'intera industria ed economia globale.

#### **3.4.1. Dettagli Sinergici della Operazione di M&A**

Negli anni attorno ai quali si stava sviluppando l'operazione di M&A di riferimento, l'industria informatica era caratterizzata da una vera e propria trasformazione digitale che richiedeva alle aziende di spostare quantità crescenti di dati ed applicazioni IT dalle proprie reti interne a sistemi informatici condivisi, al fine di esternalizzare elementi informatici a coloro che si specializzavano in aree sempre più complesse, quali l'analisi dei dati, con l'obiettivo di analizzare la rispettiva attività ed efficientare la performance aziendale sfruttando la potenza di calcolo del fornitore di servizi *cloud*.

Anticipare il trend di crescita futura dell'utilizzo del *cloud*, coerentemente con la nuova tendenza rappresentata dalla suddetta trasformazione digitale, rappresentava l'elemento centrale per raggiungere il successo aziendale

---

<sup>121</sup> Deal Room: <https://dealroom.net/blog/software-mergers-and-acquisitions>.

<sup>122</sup> IBM: <https://it.newsroom.ibm.com/2019-07-09-ibm-perfeziona-la-storica-acquisizione-di-red-hat-per-34-miliardi-di-dollari-e-ridefinisce-il-panorama-del-cloud-ibrido-e-aperto>.

nel lungo termine: basti pensare che in quel determinato momento storico la maggior parte delle aziende aveva compiuto solamente il 20% del percorso verso la completa implementazione dei servizi *cloud*; il restante 80% dei carichi di lavoro aziendali, d'altro canto, doveva ancora essere trasferito nei *cloud*, impedendo conseguentemente l'assoluta sicurezza della gestione dei dati mediante un ambiente multi-*cloud*, a discapito della limitata analisi efficiente dei dati nonché, nei casi più estremi, del rischio di perdita di tali informazioni digitali.<sup>123</sup>

La motivazione sottostante l'annuncio di acquisizione anteposto dalla società *buyer*, a tal proposito, risiedeva dunque nella volontà di sfruttare specifiche sinergie di ricavo al fine di consolidare la posizione di IBM nel mercato del *cloud computing*, anticipando il trend futuro ed affermandosi come leader del settore.

Alla data dell'operazione, difatti, i ricavi da servizi *cloud* di IBM pesavano per circa il 25,0% del fatturato complessivo, per un ammontare pari a oltre 19 miliardi di dollari: la posizione competitiva della società acquirente, conseguentemente, rimaneva solamente terza dietro a colossi quali Amazon e Microsoft, che continuavano a dominare il mercato mediante un vero e proprio duopolio.

L'acquisizione di Red Hat, a tal proposito, era programmata ad accrescere i ricavi di IBM, giovando positivamente ad i flussi di cassa nonché al margine lordo già a distanza di un anno, per poi incrementare anche l'utile per azione a partire dalla fine del secondo esercizio dalla conclusione dell'operazione di M&A: come conseguenza della realizzazione delle sinergie di ricavo, IBM prevede di migliorare il tasso di crescita del fatturato del gruppo del 2,0% nei prossimi 5 anni ponendo, tra le altre, le basi per un significativo incremento della quota di mercato nella relativa industria del *cloud computing*.

Andando più nello specifico, l'operazione di acquisizione giustifica la crescita del 2,0% dei ricavi IBM per l'anno fiscale, che si riflette sui tassi di margine lordo e operativo combinati; l'utile per azione, d'altro canto, diminuisce leggermente a causa delle maggiori spese per interessi, seppur l'azienda acquirente assicura la peculiarità accrescitiva dell'indice EPS (*Earnings per Share*) entro la fine del secondo anno.<sup>124</sup>

Dall'aggregazione tra le attività di IBM e le innovazioni di Red Hat, dunque, si desiderava accelerare la produzione, distribuzione e l'utilizzo delle tecnologie multi-*cloud* ibrido, al fine di aiutare le aziende clienti a creare applicazione *cloud-native* più velocemente, promuovendo la maggiore portabilità e sicurezza di dati mediante una gestione *cloud* ibrido corrente.

Per *cloud* ibrido si intende una delle ultime tecnologie che tenta di fornire servizi di archiviazione e trasferimento dati sia tramite *cloud* pubblico per i singoli clienti, che per mezzo di *cloud* privati nell'eventualità di aziende: la seguente tecnologia, dunque, è rappresentata da un ambiente di *cloud computing* che utilizza contemporaneamente differenti tipologie di *cloud*, quali quello pubblico, privato nonché soluzioni di terze parti, mettendo in comune i vantaggi principali delle varie piattaforme sulla base delle esigenze richieste per l'elaborazione e l'archiviazione di dati digitali.

---

<sup>123</sup> Innovation Post: <https://www.innovationpost.it/attualita/mercati/il-mondo-del-cloud-in-subbuglio-ibm-acquisisce-red-hat/>.

<sup>124</sup> IBM: <https://www.ibm.com/investor/articles/ibm-and-red-hat-better-together>.

Alla base della trattativa di acquisizione, in sintesi, vi era quindi la possibilità di ottenere potenziali sinergie di ricavi preventivate dagli analisti, i quali mediante l'operazione di M&A stimavano di facilitare l'aumento dimensionale nonché l'incremento del potere di mercato della rispettiva società *buyer*, riscontrandone i molteplici vantaggi conseguenti (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.3.1.2.). Il business del *cloud computing*, a tal proposito, era cresciuto del 42,0% nell'ultimo esercizio, accelerando rispetto alla crescita del 36,0% registrata l'anno precedente, da cui l'idea che la combinazione tra le innovazioni tecnologiche di Red Hat e le risorse ed i clienti di IBM potesse giovare alle vendite ed avvicinare la nuova realtà risultante dall'aggregazione ad una posizione di leadership nel mercato degli *hybrid cloud provider*.

### **3.4.2. Dettagli Finanziari dell'Operazione di M&A**

Come accennato precedentemente (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 3.1.4.), l'operazione finalizzata all'acquisizione della società Red Hat ha rappresentato, e continua a farlo tuttora, l'attività di più alto valore della lunghissima storia di IBM, in quanto nessuna delle molteplici operazioni di aggregazione adoperate dall'azienda in oggetto ha richiesto un esborso monetario di un valore tanto rilevante.

L'operazione di M&A, più nel dettaglio, ha previsto il pagamento da parte della società *buyer* di un importo pari a 190 dollari per ogni azione della società *target*, conferendo così facendo all'accordo un valore totale del capitale di circa 34 miliardi di dollari.

Tale prezzo, per la natura del suo importo, ha previsto il pagamento di un premio d'acquisizione pari al 63,0% rispetto al prezzo di chiusura delle azioni Red Hat prima dell'offerta dell'ottobre 2018; la seguente percentuale, per quanto risulti molto ampia, si dimostra, tuttavia, viziata poiché il relativo titolo era sceso del 34,0% dal suo picco di metà giugno di 176,27 dollari per azione (si veda, a tal proposito, il cerchio verde del Grafico 1): a seguito della pubblicazione dei risultati del primo trimestre del corrente esercizio che non erano in linea con le previsioni degli analisti finanziari, difatti, la costante crescita a due cifre che aveva accompagnato sino a quel momento la performance aziendale ha subito una brusca frenata, avviando una fase di caduta del titolo dell'azienda in oggetto che ha portato la relativa valorizzazione, al giorno precedente l'offerta, ad un importo di soli 116,68 dollari per azione (si veda, a tal proposito, il cerchio rosso del Grafico 1).

Tale valore rappresentava, di fatto, un inaspettato rallentamento dei risultati positivi e di crescita riscontrati nell'anno fiscale 2018, poiché si attestava ad una cifra del 3,0% inferiore rispetto agli obiettivi comunicati al mercato ad inizio anno fiscale (si veda, a tal proposito, il cerchio marrone del Grafico 1): i titoli Red Hat, a tal proposito, al momento dell'annuncio esprimevano l'importo più basso raggiunto dalla società da oltre un anno.

Immediatamente dopo l'annuncio dell'operazione, le azioni Red Hat sono aumentate di quasi il 50,0% (si veda, a tal proposito, il cerchio blu del Grafico 1), per poi avviare una vera e propria crescita che si è protratta sino al momento di conclusione dell'operazione di M&A nell'estate 2019.<sup>125</sup>



Grafico 1 – Andamento delle azioni di Red Hat Inc nel periodo luglio 2016-luglio 2019. Dati aggiornati a Luglio 2019. Fonte: Investing.com.

Considerando il valore di Red Hat, viene difficile ipotizzare la capacità di finanziamento dell'intera operazione da parte di IBM mediante il solo ricorso alle linee di cassa a disposizione della stessa.

Coerentemente con le possibilità della società *buyer*, infatti, l'accordo di acquisizione è stato finanziato mediante una combinazione di contanti e debito: a fine settembre 2018, IBM aveva a disposizione 14,7 miliardi di dollari di liquidità, in netto aumento rispetto ad i 12 miliardi di dollari di fine 2017 e rispetto i soli 7,8 miliardi di dollari di fine 2016, a fronte di un debito di 16,5 miliardi di dollari, in aumento rispetto ad i 15,4 miliardi di dollari di fine 2017 e rispetto ad i 14,3 miliardi di dollari di fine 2016; tale valore escludeva i 30,4 miliardi di dollari di debito nel bilancio della divisione *Global Financing* con cui vengono forniti finanziamenti in *leasing* e prestiti a breve termine ad i propri clienti per facilitarne l'acquisto e l'aggiornamento della attrezzature tecnologiche offerte sul mercato.

Gli accordi presi definivano il finanziamento dell'operazione di aggregazione mediante un esborso di 10 miliardi di dollari circa di cassa e l'utilizzo di capitale di debito per un ulteriore 24 miliardi di dollari. Sebbene per la propria struttura il bilancio di IBM fosse in grado di gestire livelli di debito più elevati, la direzione della società acquirente aveva preventivato una politica finanziaria finalizzata alla remunerazione in tempi rapidi dei fornitori di capitale di debito che prevedesse che gli azionisti rinunciassero sino al 2021 ai dividendi e ai benefici connessi al riacquisto di azioni proprie: l'obiettivo centrale di tale politica era insito nel mantenimento della solidità finanziaria che nei tempi aveva contraddistinto IBM, per cui il profilo di leva finanziaria doveva

<sup>125</sup> Investing.com: <https://it.investing.com/equities/red-hat-inc>.

necessariamente rimanere coerente con un rating creditizio che si attestasse attorno ad un livello A o superiore.<sup>126</sup>

Durante il periodo storico in cui si ipotizzava una grossa acquisizione, i titoli di IBM stavano vivendo un trend di leggera decrescita, che è stato accentuato dal momento preciso in cui l'operazione di M&A è stata annunciata: da quel momento le azioni dell'azienda di riferimento sono scese di circa il 22,0% rispetto il momento antecedente al relativo comunicato (si veda, a tal proposito, il cerchio verde chiaro del Grafico 2) e di oltre il 30,0% rispetto il picco raggiunto nel gennaio del medesimo anno (si veda, a tal proposito, il cerchio verde scuro del Grafico 2), assestandosi ad un valore totale di 113,8 dollari per azione.

Al momento effettivo di conclusione dell'operazione di acquisizione di Red Hat, tuttavia, le azioni di IBM hanno vissuto un momento di grande ripresa, rimbalzando ad un importo pari a 144,2 dollari nonché prossimo al livello antecedente all'annuncio, con una riduzione di due soli punti percentuale.<sup>127</sup>



*Grafico 2 – Andamento azioni di IBM Corp. nel periodo gennaio 2018-ottobre 2019.  
Dati aggiornati a Giugno 2024. Fonte: Yahoofinance.com.*

Lo sviluppo del suddetto trend positivo e di crescita delle azioni di IBM al momento della conclusione dell'acquisizione di Red Hat può essere attribuito alla migliore comprensione dei razionali industriali dell'operazione da parte del mercato. La politica finanziaria pianificata per rimborsare adeguatamente e rapidamente i fornitori di capitale di debito, d'altro canto, ha rappresentato un chiaro segnale aziendale volto all'attenzione di mantenere salda e stabile la capacità di solvibilità che aveva contraddistinto l'attività produttiva di IBM nel corso della propria storia.

<sup>126</sup> Ig.com: <https://www.ig.com/au/news-and-trade-ideas/shares-news/up-in-the-clouds--where-next-for-ibm-stock-after-red-hat-acquisi-181119>.

<sup>127</sup> Yahoo Finance: [https://it.finance.yahoo.com/quote/IBM/?guccounter=1&guce\\_](https://it.finance.yahoo.com/quote/IBM/?guccounter=1&guce_).

La totalità degli *stakeholder* della società *buyer*, più in generale, ha percepito positivamente l'approccio strategico di IBM nel finanziare l'operazione di M&A in oggetto, ed ha rassicurato il mercato sulla sostenibilità finanziaria dell'azienda e sulla rispettiva capacità di consolidare una solida posizione economica a lungo termine anche per effetto delle sinergie previste, giustificando così la significativa ripresa del valore delle azioni negli ultimi mesi analizzati.

### **3.5. La Valutazione dell'Operazione di M&A**

Nella valutazione dell'operazione di M&A sviluppata tra la società *buyer* IBM e la società *target* Red Hat vengono utilizzati parallelamente due modelli valutativi differenti, selezionati al fine di fornire una indicazione del fair value dell'azienda acquisita.

Coerentemente con il trend espresso dallo studio targato Associazione Italiana degli Analisti Finanziari (AIAF) (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.1.1.), i metodi di valutazione utilizzati nella valorizzazione della azienda in oggetto sono rappresentati dal Metodo del *Discounted Cash Flow* e dal Metodo dei Multipli; i risultati della suddetta ricerca, difatti, dimostrano la netta preferenza degli analisti di utilizzo dei seguenti modelli, in quanto tendenzialmente di difficoltà di applicazione limitata a fronte di una stima accurata e vicina al prezzo negoziato.<sup>128</sup>

Il Metodo del *Discounted Cash Flow*, a tal proposito, viene utilizzato, coerentemente con le rispettive peculiarità, quale modello analitico principale per mezzo di cui esprimere direttamente il valore di un business in funzione della capacità dello stesso di produrre flussi di cassa nel futuro. Il Metodo dei Multipli, d'altro canto, viene utilizzato, coerentemente con le rispettive peculiarità, quale modello di controllo secondario per mezzo di cui esprime indirettamente il valore di un business sulla base di grandezze e caratteristiche afferenti a realtà o transazioni considerate simili alla società presa in esame.

La differenza principale, dunque, risiede nel mezzo utilizzato con cui pervenire al medesimo fine: la valorizzazione aziendale comune, a tal proposito, viene stimata per mezzo di informazioni proprie dell'azienda in oggetto o, diversamente, per mezzo di dati afferenti al mercato.

Lo scenario che ne consegue, in sintesi, è rappresentato dalla stima del prezzo per azione della società *target* mediante lo sfruttamento di due differenti metodi di valutazione. La combinazione delle caratteristiche rispettive di ogni modello finanziario, a tal proposito, permette l'individuazione del prezzo di una società in maniera precisa ed accurata, in quanto i tratti complementari dei differenti metodi si uniscono individuando uno scenario quanto più realistico.

---

<sup>128</sup> Ambrosetti, S. (2002). Best practices nei metodi di valutazione d'impresa e di stima del costo del capitale. Milano, Italia: AIAF Formazione e cultura, n. 41, dicembre 2001/gennaio 2002.

### 3.5.1. Applicazione del Metodo del Discounted Cash Flow

Il primo metodo di valutazione utilizzato per individuare il prezzo di acquisizione più idoneo al successo dell'operazione di aggregazione che vede la società *buyer* IBM interessata alla società *target* Red Hat è rappresentato dal metodo finanziario del *Discounted Cash Flow*.

Le motivazioni sottostanti tale scelta sono insite nelle peculiarità che contraddistinguono tale modello finanziario (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.2.), utilizzato, a tal proposito, quale metodo analitico principale, accompagnato solo in un secondo momento da un ulteriore metodo di controllo (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.3.).

Per garantire il corretto funzionamento del metodo *Discounted Cash Flow* l'attività valutativa deve basarsi su stime prospettive della società circa talune variabili di interesse, sulle quali preventivare la capacità aziendale di generare flussi di cassa positivi nell'attività economica futura.

La totalità dei suddetti dati finanziari viene, tendenzialmente, estrapolata da documenti di *Equity Research* che accompagnano le analisi svolte con riferimento alle parti coinvolte in un'operazione di M&A; in alcuni casi, tuttavia, la segretezza di taluni documenti nonché la relativa difficoltà di ricerca sono tali da giustificare il ricorso alla costruzione in prima persona del *business plan* contenente le informazioni finanziarie di cui si necessita.

Nel caso specifico dell'operazione di M&A in oggetto, le informazioni trovate per mezzo di documenti di *Equity Research* comprendono un quantitativo di dati limitato e che fa riferimento ad un arco temporale futuro di eccessivo breve termine. Come conseguenza diretta della situazione delineata, è stato, dunque, deciso di procedere alla stima delle variabili finanziarie utili mediante costruzione di un apposito *business plan*, confrontando laddove possibile i risultati ottenuti con quanto preventivato da appositi analisti all'interno della suddetta documentazione ufficiale.

Al fine di costruire un quadro futuro quanto più preciso ed accurato, le stime prospettive sono state costruite sulla base dei risultati finanziari sviluppati dai tre esercizi antecedenti la conclusione dell'operazione, di cui sono stati tenuti in considerazione unicamente i valori contabili Non-GAAP.

Nell'insieme di attività obbligatorie di *reporting* finanziario, difatti, le aziende pubbliche degli Stati Uniti sono tenute a seguire l'insieme di principi contabili generalmente accettati (indicati dal termine GAAP) per contabilizzare i propri risultati. I principi contabili, a tal proposito, sono stati sviluppati con l'obiettivo di creare linee guida standardizzate per la funzione di contabilità al fine di fornire un insieme uniforme di regole e formati che potessero facilitare l'analisi aziendale da parte di investitori e creditori nonché per semplificare il confronto tra società diverse.

Per gli analisti che desiderano assolvere a specifiche funzioni, quali la creazione di stime circa i flussi di cassa futuri potenziali di un'azienda, i dati redatti secondo i principi contabili rappresentano per loro natura il punto di partenza per analizzare la performance economica e finanziaria di una società. Spesso si rende però necessario effettuare degli aggiustamenti ai valori contabili per escludere una serie di costi considerati non

ricorrenti o non monetari, quali quelli relativi ad acquisizioni o fusioni, ristrutturazioni, rettifiche di bilancio una tantum, nonché incentivazione del management dirigenziale; gli indicatori ottenuti in questo modo sono denominate Non-GAAP, fornendo conseguenzialmente un quadro più chiaro e realistico dell'attività dell'azienda oggetto di valutazione.<sup>129</sup>

Il risultato conclusivo della costruzione del *business plan* di Red Hat, dunque, è dato da un modello che riporta le informazioni Non-GAAP degli esercizi dal 28 febbraio 2017 al 28 febbraio 2019, e che procede, successivamente, alle apposite stime prospettive delle performance aziendali sino al 28 febbraio 2024, ovvero a cinque anni dalla conclusione del *deal* di aggregazione (si veda, a tal proposito, la Tabella 8).

Al termine del 2024, d'altro canto, considerando la bassa probabilità dell'interruzione dell'attività operativa di Red Hat, nonché coerentemente con quanto trattato anteriormente (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.2.1.2.), viene presentato il *Terminal Value* come valore che sintetizza ed attualizza all'anno di chiusura dell'analisi (il 2024) tutti i possibili risultati futuri conseguibili dalla società studiata, sulla base di appositi tassi e, più in generale, misure finanziarie.<sup>130</sup>

- a) Voce finanziaria di ricavi da vendite e prestazioni: I ricavi da vendite e prestazioni sviluppati tra il 2017 ed il 2019 risultano facilmente desumibili dal conto economico di Red Hat. Per quanto concerne la stima futura dei ricavi tra il 2020 ed il 2024, invece, viene supposto un tasso di crescita in linea con lo scostamento storico medio che ha caratterizzato il trend dei ricavi aziendali rispetto la crescita dei ricavi dell'intera industria del cloud computing: la seguente voce finanziaria, a tal proposito, viene fatta crescere per il tasso variabile dato dall'aumento percentuale dei ricavi dell'intero mercato (si veda, a tal proposito, la Figura 12) al netto della differenza media dei tre esercizi passati che ha segnato la crescita dei ricavi aziendali rispetto la crescita dei ricavi settoriali (6,2%). Con riferimento al *Terminal Value*, infine, il tasso di crescita dei ricavi da vendite e prestazioni viene considerato pari al 5%, in linea con quanto stimato al tempo dell'operazione da diversi analisti finanziari. Anche gli importi stimati negli esercizi 2020 e 2021 risultano molto vicini ad i valori stimati dagli stessi analisti, ipotizzando rispettivamente ricavi per 3,8 miliardi di dollari per il 2020 e per 4,4 miliardi di dollari per il 2021.
- b) Voce finanziaria di margine di contribuzione: Il margine di contribuzione sviluppato tra il 2017 ed il 2019 risulta facilmente desumibile dai *Financial Statement* Non-GAAP di Red Hat. Per quanto concerne la stima del margine sui consumi tra il 2020 ed il 2024, invece, viene supposto un rapporto con i ricavi in linea con l'andamento storico medio che ha caratterizzato il trend degli ultimi consuntivi: la seguente voce finanziaria, a tal proposito, viene calcolata mediante la semplice

---

<sup>129</sup> Investopedia: <https://www.investopedia.com/articles/financial-analysis/062716/gaap-vs-nongaap-which-should-you-consider-evaluation.asp>.

<sup>130</sup> Rangan, K & Beliov, N. (2018). IBM to acquire RHT for \$190/share moving to No Rating. USA: Bank of America Merrill Lynch.

moltiplicazione del suddetto rapporto, calcolato sulla media dei tre esercizi passati (86,3%) e che viene assunto come costante nel tempo, con la voce dei ricavi anteriormente stimata. Con riferimento al *Terminal Value*, infine, il tasso di rapporto con i ricavi viene considerato pari al valore costante utilizzato nelle stime precedenti. Così operando, tra le altre, gli importi determinati negli esercizi 2020 e 2021 risultano molto vicini ad i valori stimati dagli analisti finanziari, che prospettano rispettivamente margine sui consumi per 3,3 miliardi di dollari per il 2020 e per 3,8 miliardi di dollari per il 2021.

c) Voce finanziaria dei costi operativi (indicata dal termine *Opex*): per quanto concerne la stima degli *Opex* tra il 2020 ed il 2024, viene ipotizzato nel primo anno di stima un rapporto con i ricavi in linea con l'andamento storico medio che ha caratterizzato gli ultimi tre anni di consuntivo, assumendo dal secondo anno in poi un aumento di 0,25 punti percentuali in ogni esercizio, per riflettere il progressivo minor peso relativo dei costi operativi fissi sui ricavi come conseguenza del progressivo sviluppo dimensionale. Con riferimento al *Terminal Value*, infine, il tasso di rapporto con i ricavi viene considerato pari al valore variabile utilizzato nella stima dell'ultimo esercizio di riferimento (il 2024), coerentemente con l'obiettivo di stima stabile e sicura delle performance future aziendali.

d) Voce finanziaria di margine operativo lordo (indicata dal termine EBITDA): Il margine EBITDA sviluppato tra il 2017 ed il 2019 risulta facilmente desumibile dai *Financial Statement Non-GAAP* di Red Hat. Per quanto concerne la stima del margine EBITDA tra il 2020 ed il 2024, invece, viene eseguita la semplice somma algebrica tra margine sui consumi e costi operative stimati nei punti precedenti. Con riferimento al *Terminal Value*, infine, il valore di sintesi viene calcolato secondo le medesime ipotesi seguite nelle stime precedenti.

Così operando, tra le altre, gli importi sviluppati negli esercizi 2020 e 2021 risultano relativamente vicini ad i valori stimati dagli analisti finanziari, che prospettano rispettivamente EBITDA per 1,1 miliardi di dollari per il 2020 e per 1,2 miliardi di dollari per il 2021.

e) Voce finanziaria di ammortamenti: per quanto concerne la stima della totalità degli ammortamenti tra il 2020 ed il 2024, viene ipotizzato un piano di ammortamento crescente per riflettere l'aumento progressivo degli investimenti fino a raggiungere nell'anno del *Terminal Value*, un valore uguale a quello degli investimenti (153.911.000 dollari), al fine di rappresentare una situazione aziendale futura stabile e prevedibile.

Così operando, tra le altre, gli importi sviluppati negli esercizi 2020 e 2021 risultano molto vicini ad i valori stimati dagli analisti finanziari, che prospettano rispettivamente ammortamenti per 139 milioni di dollari per il 2020 e per 149 milioni di dollari per il 2021.

f) Voce finanziaria di reddito operativo (indicata dal termine EBIT): utilizzando nel periodo compreso tra il 2017 e il 2019 il valore di EBIT riportato nei *Financial Statement Non-GAAP* di Red Hat, si è determinato l'ammontare dell'EBIT tra il 2020 ed l'anno del *Terminal Value* eseguendo la semplice somma algebrica tra margine EBITDA e totalità degli ammortamenti stimati nei punti precedenti.

g) Voce finanziaria di imposte: le imposte di consuntivo degli anni compresi tra il 2017 ed il 2019 risultano facilmente desumibili dai *Financial Statement* di Red Hat. Per quanto concerne la stima delle imposte tra il 2020 ed il 2024, invece, viene ipotizzato un tasso di rapporto con il margine EBIT in linea con l'andamento storico che ha caratterizzato il trend delle tasse: la seguente voce finanziaria, a tal proposito, viene calcolata mediante la semplice moltiplicazione del suddetto rapporto, calcolato sulla media dei tre esercizi passati (22,2%) e che viene assunto come costante nel tempo, con la voce di EBIT anteriormente stimata. Con riferimento al *Terminal Value*, infine, il tasso di rapporto con l'EBIT viene considerato pari al valore costante utilizzato nelle stime precedenti.

Così operando, tra le altre, i rapporti sviluppati negli esercizi 2020 e 2021 risultano molto vicini ad i valori stimati dagli analisti finanziari, che prospettano rispettivamente imposte su EBIT per 22,5% sia per il 2020 che per il 2021.

h) Voce finanziaria di risultato operativo al netto delle imposte (indicata dal termine NOPAT): per tutti gli esercizi fiscali di riferimento, siano questi storici, presenti o futuri, il valore di NOPAT viene individuato dalla somma algebrica tra EBIT e Imposte.

Così operando, tra le altre, gli importi sviluppati negli esercizi 2020 e 2021 risultano molto vicini ad i valori stimati dagli analisti finanziari, che prospettano rispettivamente risultati netti per 745 milioni di dollari per il 2020 e per 852 milioni di dollari per il 2021.

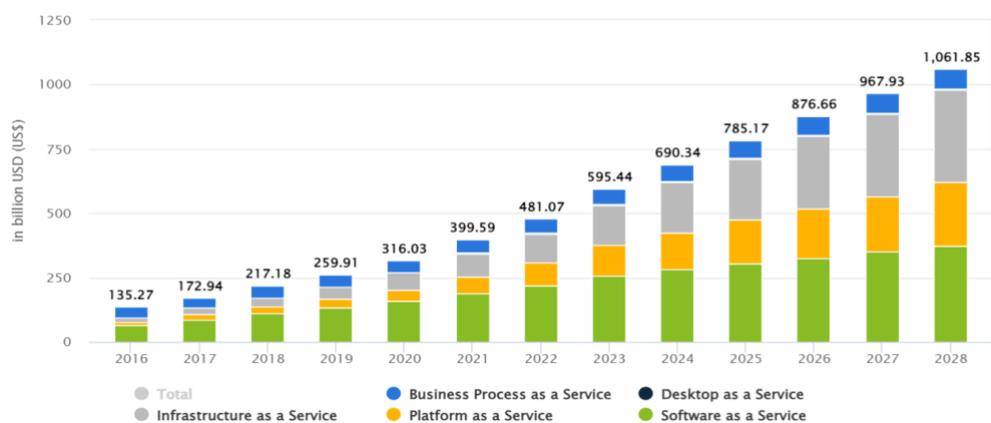


Figura 12 – Prospettive di crescita dei ricavi dell'industria cloud computing.  
Dati aggiornati a: Dicembre 2018. Fonte: Statista.

Financials (in migliaia di \$)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	TV
Ricavi Industria Cloud Computing	172.940.000	217.180.000	259.910.000	316.030.000	399.590.000	481.070.000	595.440.000	690.340.000	
% Crescita Ricavi Industria Cloud Computing	27,85%	25,58%	19,67%	21,59%	26,44%	20,39%	23,77%	15,94%	
Ricavi da Vendite e Prestazioni	2.411.803	2.920.461	3.381.687	3.901.076	4.689.377	5.353.284	6.292.296	6.902.936	7.248.083
% Crescita Ricavi	17,52%	21,09%	15,79%	15,36%	20,21%	14,16%	17,54%	9,70%	5,00%
Costo del Venduto	(322.303)	(398.230)	(473.563)	(533.188)	(640.931)	(731.672)	(860.014)	(943.474)	(990.648)
<b>Margine sui Consumi</b>	<b>2.089.500</b>	<b>2.522.231</b>	<b>2.908.124</b>	<b>3.367.887</b>	<b>4.048.446</b>	<b>4.621.612</b>	<b>5.432.282</b>	<b>5.959.461</b>	<b>6.257.434</b>
% Margine sui consumi su Ricavi	86,64%	86,36%	86,00%	86,33%	86,33%	86,33%	86,33%	86,33%	86,33%
Opex	(1.447.269)	(1.717.943)	(1.970.448)	(2.302.939)	(2.756.578)	(3.133.462)	(3.667.367)	(4.006.011)	(4.206.312)
% Opex su Ricavi	-60,01%	-58,82%	-58,27%	-59,03%	-58,78%	-58,53%	-58,28%	-58,03%	-58,03%
<b>EBITDA</b>	<b>642.231</b>	<b>804.288</b>	<b>937.676</b>	<b>1.064.948</b>	<b>1.291.869</b>	<b>1.488.150</b>	<b>1.764.915</b>	<b>1.953.450</b>	<b>2.051.122</b>
D&A	(85.831)	(102.824)	(142.526)	(144.423)	(146.321)	(148.218)	(150.116)	(152.013)	(153.911)
<b>EBIT</b>	<b>556.400</b>	<b>701.464</b>	<b>795.150</b>	<b>920.524</b>	<b>1.145.548</b>	<b>1.339.932</b>	<b>1.614.800</b>	<b>1.801.437</b>	<b>1.897.212</b>
Imposte	(115.112)	(179.410)	(136.680)	(204.667)	(254.697)	(297.916)	(359.029)	(400.526)	(421.820)
% Imposte su EBIT	20,69%	19,55%	13,99%	22,23%	22,23%	22,23%	22,23%	22,23%	22,23%
<b>NOPAT</b>	<b>441.288</b>	<b>522.054</b>	<b>658.470</b>	<b>715.858</b>	<b>890.850</b>	<b>1.042.016</b>	<b>1.255.770</b>	<b>1.400.911</b>	<b>1.475.392</b>

Tabella 8 – Costruzione del business plan di Red Hat Inc (in migliaia di dollari USA).  
Fonte: Elaborazione personale su dati SEC e informazioni pubbliche disponibili alla data dell'operazione.

Una volta calcolato il risultato operativo al netto delle imposte (indicato dal termine NOPAT) di Red Hat, sulla base delle stime atte a costruire la *business plan* aziendale, vengono svolte ulteriori assunzioni finalizzate al calcolo dei flussi di cassa (indicati dal termine *cash flow*) storici, presenti e futuri generati per mezzo dell'attività produttiva della società *target* dell'operazione di M&A in oggetto.<sup>131</sup>

- Voce finanziaria di ammortamenti: viene, di seguito, riportata la totalità degli ammortamenti precedentemente individuati e stimati.
- Voce finanziaria di variazione del capitale circolante netto: la totalità dei crediti e dei debiti commerciali sviluppati tra il 2017 ed il 2019 risulta facilmente desumibile dai bilanci di Red Hat pubblicati dalla SEC; tramite tali valori viene calcolato il tempo medio di incasso, sulla base del rapporto con i ricavi da vendite e prestazioni, ed il tempo medio di pagamento, sulla base del rapporto con il totale delle voci di costo, e dunque del costo del venduto, degli *Opex* nonché dei *Capex*. Per quanto concerne la stima dei giorni di pagamento e dei giorni in incasso tra il 2020 ed il 2024, invece, viene ipotizzato un valore costante nel tempo pari alla media storica che ha caratterizzato il trend del ciclo del capitale circolante netto (100 giorni per i crediti e 71 per i debiti); tramite tali valori vengono calcolati i crediti totali, sulla base della moltiplicazione con i ricavi da vendite e prestazioni, ed i debiti totali, sulla base della moltiplicazione con il totale delle voci di costo, e dunque del costo del venduto, degli *Opex* nonché dei *Capex*.

<sup>131</sup> SEC: [https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1087423/000115752319000688/a51958812ex99\\_1.htm](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1087423/000115752319000688/a51958812ex99_1.htm).

- c) Voce finanziaria di investimenti operativi (indicata dal termine *Capex*): i *Capex* sviluppati tra il 2017 ed il 2019 risultano facilmente desumibili dai *Financial Statement* di Red Hat. Per quanto concerne la stima dei *Capex* tra il 2020 ed il 2024, invece, viene ipotizzato un rapporto con i ricavi in linea con l'ultimo rapporto espresso nell'ultimo consuntivo disponibile (riferito all'anno 2019): gli investimenti vengono calcolati mediante la semplice moltiplicazione del suddetto rapporto (2,1%) e che viene assunto come costante nel tempo, con la voce dei ricavi anteriormente stimata. Con riferimento al *Terminal Value*, infine, il tasso di rapporto con i ricavi viene considerato pari al valore costante utilizzato nelle stime precedenti.

Così operando, tra le altre, gli importi stimati negli esercizi 2020 e 2021 risultano molto vicini ad i valori stimati dagli analisti finanziari, che prospettano rispettivamente *Capex* per 67 milioni di dollari per il 2020 e per 76 milioni di dollari per il 2021.

- d) Voce finanziaria di flusso di cassa (indicata dal termine *Cash Flow*): per tutti gli esercizi fiscali di riferimento, siano questi storici, presenti o futuri, il valore di *Cash Flow* viene facilmente individuato dalla somma algebrica tra NOPAT, Ammortamenti, Variazione del Capitale Circolante Netto e *Capex*.
- e) Voce finanziaria di *Terminal Value*: Il *Terminal Value* viene calcolato sulla base dell'apposita formula (si veda, a tal proposito, la Formula 10), al fine di sintetizzare ed attualizzare al presente tutti i flussi di cassa che verranno prodotti in futuro dall'attività economica aziendale che, in quanto tale, come precedentemente accennato, non è prevista prossima ad eventuali interruzioni.
- f) Voce finanziaria di flusso di cassa (indicata dal termine *Cash Flow + Terminal Value*): Per tutti gli esercizi fiscali di riferimento, siano questi storici, presenti o futuri, il valore di *Cash Flow + Terminal Value* viene facilmente individuato dalla somma algebrica tra *Cash Flow* e *Terminal Value*, nell'ultimo anno di stima preventivato in cui questo viene calcolato.

Financials (in migliaia di \$)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	TV
<b>NOPAT</b>	<b>293.472</b>	<b>351.055</b>	<b>441.288</b>	<b>522.054</b>	<b>658.470</b>	<b>715.858</b>	<b>890.850</b>	<b>1.042.016</b>	<b>1.255.770</b>	<b>1.400.911</b>	<b>1.475.392</b>
D&A	(416.100)	(484.000)	85.831	102.824	142.526	144.423	146.321	148.218	150.116	152.013	153.911
Variazione del Capitale Circolante Netto		5.375	(32.951)	(121.741)	(109.324)	(13.876)	(103.915)	(88.536)	(125.056)	(83.011)	-
Capitale Circolante Netto	230.288	224.913	257.864	379.605	488.929	502.805	606.720	695.256	820.312	903.323	0
Account Receivables	468.021	509.715	634.821	806.744	980.188	1.078.393	1.296.308	1.479.834	1.739.410	1.908.212	
Accounts payable and accrued expenses	(237.733)	(284.802)	(376.957)	(427.139)	(491.259)	(575.588)	(689.587)	(784.578)	(919.098)	(1.004.889)	
Magazzino	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Tempo medio di incasso	94	89	95	99	104	100	100	100	100	100	
Tempo medio di pagamento	285	304	73	69	70	71	71	71	71	71	
Capex	(51.771)	(55.517)	(80.897)	(101.687)	(71.809)	(82.838)	(99.577)	(113.675)	(133.615)	(146.582)	(153.911)
% Capex su Ricavi	2,89%	2,71%	3,35%	3,48%	2,12%	2,12%	2,12%	2,12%	2,12%	2,12%	2,12%
<b>Cash Flow</b>	<b>(174.399)</b>	<b>(183.087)</b>	<b>413.271</b>	<b>401.450</b>	<b>619.863</b>	<b>763.567</b>	<b>833.679</b>	<b>988.022</b>	<b>1.147.215</b>	<b>1.323.332</b>	<b>1.475.392</b>
Terminal Value											39.675.539
<b>Cash Flow + Terminal Value</b>	<b>(174.399)</b>	<b>(183.087)</b>	<b>413.271</b>	<b>401.450</b>	<b>619.863</b>	<b>763.567</b>	<b>833.679</b>	<b>988.022</b>	<b>1.147.215</b>	<b>40.998.871</b>	
% Crescita Cash Flow					54,41%	23,18%	9,18%	18,51%	16,11%	15,35%	

Tabella 9 – Costruzione del cash flow di Red Hat Inc (in migliaia di dollari USA).  
Fonte: Elaborazione personale su dati SEC e informazioni pubbliche disponibili alla data dell'operazione.

Una volta stimati i flussi di cassa (indicati da termine *Cash Flow*) che Red Hat è in grado di produrre per mezzo della relativa attività economica, sulla base delle stime atte a costruire il business plan aziendale, vengono svolte ulteriori assunzioni finalizzate al calcolo del Costo Medio Ponderato del Capitale (indicato dal termine WACC) da cui, mediante appositi aggiustamenti, verrà possibile individuare il valore aziendale complessivo (indicato dal termine *Enterprise Value*) della società *target* dell'operazione di M&A in oggetto.<sup>132</sup>

- a) Voce finanziaria di costo dell'*equity* (indicata dal termine  $r_e$ ): la voce finanziaria del costo implicito del finanziamento della propria struttura mediante ricorso all'*equity*, come dimostrato precedentemente (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.2.1.3.), richiede la stima di una moltitudine di voci:
  - i) Tasso *Risk Free* (indicato dal termine  $r_f$ ): dalla consultazione dei dati di mercato sul sito Investing.com sono stati estrapolati i valori riferiti all'andamento del tasso privo di rischio degli USA nel primo semestre dell'anno 2019, arco temporale in cui è stata strutturata l'operazione di acquisizione, di cui si è calcolata la media statistica giungendo ad un valore pari a 2,5%.<sup>133</sup>
  - ii) Beta (indicato dal termine  $\beta_l$ ): dalla consultazione del sito web del Professor Damodaran è stato estrapolato il dato riferito al valore del Beta *Unlevered* dell'industria *software* internet nell'anno 2019, che rappresenta il settore più vicino all'attività di *cloud computing* operata da Red Hat; tale

<sup>132</sup> Sito web Professore Damodaran: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/dataarchived.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html).

<sup>133</sup> Investing.com: <https://it.investing.com/economic-calendar/cpi-733>.

importo è stato reso Beta *Levered* mediante l'apposita formula di Hamada<sup>134</sup> e, giungendo ad un valore dell'*Adjusted Beta Levered* pari a 1,20.

- iii) *Equity Risk Premium* (indicato dal termine *ERP*): Dalla consultazione del sito web del Professor Damodaran è stato estrapolato il dato riferito alla stima del rendimento richiesto dagli investitori per detenere un titolo azionario rischioso negli USA nell'anno 2019, giungendo ad un valore pari a 5,9%.
- b) Voce finanziaria di costo del debito (indicata dal termine  $r_d$ ): La voce finanziaria del costo implicito del finanziamento della propria struttura mediante ricorso al debito, come dimostrato precedentemente (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.2.1.3.), richiede la stima di una moltitudine di voci:
  - i) Tasso *Risk Free* (indicato dal termine  $r_f$ ): Viene, di seguito, riportato il valore precedentemente individuato e stimato.
  - ii) *Spread* (indicato dal termine *spread*): Dal calcolo dell'*Interest Cover Ratio* (indicato dal termine *ICR*) nonché dalla consultazione delle tabelle del *synthetic ratio* delle società ad alta capitalizzazione USA del 2019 estrapolate dal sito web del Professor Damodaran è stato selezionato un livello di *rating* creditizio AAA, da cui è possibile giungere ad un valore pari a 0,6%.
- c) Voce finanziaria di pesi associati a costo dell'*equity* e costo del debito (indicati dal termine  $\frac{E}{(E+D)}$  e  $\frac{D}{(E+D)}$ ): Dalla consultazione del sito web del Professor Damodaran è stato estrapolato il dato riferito al valore del  $\frac{D}{E}$  dell'*industria software internet* nell'anno 2019, che rappresenta il settore più vicino all'attività di *cloud computing* operata da Red Hat, giungendo ad un valore pari rispettivamente a 87,0% come peso dell'*equity* e pari a 13,0% come peso del debito sul totale della struttura finanziaria aziendale.
- d) Voce finanziaria di imposte: viene, di seguito, riportato il tasso delle imposte precedentemente individuato e stimato.

---

<sup>134</sup> Starting Finance: <https://startingfinance.com/approfondimenti/beta-costo-del-capitale/>.

Stima del WACC di Red Hat	
Risk Free USA	2,50%
Beta Unlevered	1,17
Adjusted Beta Levered	1,20
Total Equity Risk Premium USA	5,94%
<b>Re</b>	<b>9,66%</b>
Risk Free USA	2,50%
Interest Cover Ratio	32,18
Spread	0,63%
<b>Rd</b>	<b>3,13%</b>
D / E	14,94%
E / (E+D)	87,00%
D / (E+D)	13,00%
t	22,23%
<b>WACC</b>	<b>8,72%</b>

Tabella 10 – Stima del WACC di Red Hat Inc. Dati aggiornati a Giugno 2024.  
Fonte: Elaborazione personale su dati Damodaran & Investing.com.

Una volta stimati i flussi di cassa (indicati da termine *Cash Flow*) che Red Hat è in grado di produrre per mezzo della relativa attività economica, nonché il costo ponderato della relativa struttura finanziaria, viene individuato il valore aziendale complessivo (indicato dal termine *Enterprise Value*) da cui, mediante appositi aggiustamenti, verrà possibile stimare il prezzo per ogni azione.<sup>135</sup>

- a) Voce finanziaria di tasso di crescita di lungo termine (indicata dal termine *g*): Come accennato precedentemente, il tasso di crescita di lungo termine utilizzato viene considerato pari al valore stimato da numerosi analisti finanziari (5,0%), sulla base di aspettative di crescita economica generale, trend di settore, ciclo di vita del mercato e livello dei prezzi attesi.<sup>136</sup>
- b) Voce finanziaria del *Terminal Value* (indicato dal termine *TV*): Come accennato precedentemente (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.2.1.2.) il *Terminal Value* viene calcolato con l'apposita formula (si veda, a tal proposito, la Formula 10) al fine di raggruppare e sintetizzare tutti i flussi di cassa futuri oltre il periodo di previsione esplicita assunti per il precedente tasso di crescita costante riferito al futuro.
- c) Voce finanziaria del valore complessivo aziendale (indicata dal termine *Enterprise Value*): L'*Enterprise Value* viene calcolato sulla base dell'attualizzazione dei flussi di cassa futuri (indicati dal termine *Cash Flow*) per il tasso di sconto (indicato dal termine *WACC*) precedentemente stimato (si veda, a tal proposito, la Formula 6).

<sup>135</sup> Sito web Professore Damodaran: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/dataarchived.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html).

<sup>136</sup> DiFucci, J. & Karl, J. (2018). Hold on to your Hat: RHT Getting Acquired for \$190/share by IBM. USA: Jefferies Americas.

- d) Voce finanziaria della Posizione Finanziaria Netta (indicata dal termine PFN): La Posizione Finanziaria Netta viene calcolata sulla base della differenza tra debiti finanziari e liquidità (si veda, a tal proposito, la Formula 8), i cui valori risultano facilmente desumibili dai *Financial Statement* di Red Hat; il valore negativo è tipico di un'azienda che risulta solida e stabile rispetto i rispettivi obblighi e doveri di pagamento, che, inoltre, gode di disponibilità immediate, quali la cassa, tali da garantire un'elevata flessibilità della capacità di investimento.
- e) Voce finanziaria del valore *equity* aziendale (indicata dal termine *Equity Value*): l'*Equity Value* viene calcolato sulla base dell'aggiustamento dell'*Enterprise Value* della Posizione Finanziaria Netta precedentemente stimata, che, in quanto negativa, deve essere sommata algebricamente (si veda, a tal proposito, la Formula 7).
- f) Voce finanziaria del numero di azioni in circolazione: Dalla consultazione di Investing.com è stato estrapolato il dato riferito al quantitativo di azioni in circolazione sul mercato, sulla base di cui viene stimato il prezzo unitario di ogni azione.<sup>137</sup>
- g) Voce finanziaria del prezzo per azione: Il prezzo per azione di Red Hat, ottenuto mediante il semplice rapporto tra *Equity Value* e Azioni in Circolazione, indica la valorizzazione aziendale sulla base della totalità delle stime eseguite mediante la seguente analisi ed il seguente *business plan*: un prezzo di mercato inferiore a tale importo, dunque, indica aziende sottovalutate; un prezzo offerto in un'operazione di M&A superiore a tale importo, conseguenzialmente, indica la fiducia riposta dagli analisti nello sfruttamento delle sinergie preventivate.

Stima Prezzo x Azione Red Hat	
WACC	8,72%
LT g	5,00%
Terminal Value	39.675.539
Enterprise Value	29.990.734
PFN	(854.847)
Equity Value	30.845.581
Azioni in Circolazione	178.093.007
<b>Prezzo / Azione</b>	<b>173,20</b>

Tabella 11 – Stima del prezzo / azione di Red Hat Inc. Dati aggiornati a Giugno 2024.  
Fonte: Elaborazione personale su dati Damodaran & Investing.com.

Il prezzo per azione di Red Hat, in sintesi, è stato calcolato partendo dalla costruzione del *business plan* aziendale, da cui sono state individuate variabili finanziarie che, per loro natura, sono caratterizzate da una

<sup>137</sup> Investing.com: <https://it.investing.com/equities/red-hat-inc>.

spiccata componente di soggettività tale da implicare il conseguimento di risultati differenti riscontrati da una moltitudine di analisti che, contemporaneamente, stanno valutando la medesima realtà imprenditoriale.

Per una migliore rappresentazione dei risultati, viene eseguita l'analisi di sensitività con il fine ultimo di individuare i mutamenti di un risultato chiave calcolato, quale il prezzo dell'azione, al cambiamento di due variabili finanziarie stimate: il tasso di crescita di lungo periodo (indicato dal termine g) ed il costo medio ponderato del capitale (indicato dal termine WACC).

		Tasso di Crescita Oltre la Previsione Esplicita (g)								
		4,00%	4,25%	4,50%	4,75%	5,00%	5,25%	5,50%	5,75%	6,00%
Costo Medio Ponderato del Capitale (WACC)	7,72%	179,31	190,66	203,79	219,12	237,27	259,11	285,85	319,40	362,70
	7,97%	167,92	177,75	189,01	202,01	217,20	235,19	256,82	283,32	316,55
	8,22%	157,88	166,47	176,22	187,37	200,25	215,30	233,12	254,55	280,81
	8,47%	148,97	156,53	165,04	174,70	185,75	198,51	213,43	231,08	252,32
	8,72%	141,01	147,71	155,20	163,63	173,20	184,15	196,79	211,57	229,07
	8,97%	133,85	139,82	146,46	153,88	162,24	171,72	182,56	195,09	209,74
	9,22%	127,39	132,73	138,65	145,22	152,57	160,86	170,25	181,00	193,41
	9,47%	121,51	126,33	131,62	137,48	144,00	151,29	159,49	168,80	179,45
	9,72%	116,15	120,51	125,28	130,53	136,33	142,79	150,01	158,14	167,36

Tabella 12 – Analisi di sensitività del prezzo / azione di Red Hat Inc.

Fonte: Elaborazione personale su dati Damodaran e altri dati pubblici alla data dell'operazione.

Nel caso specifico dell'analisi della società *target* dell'operazione di M&A in oggetto viene studiata la sensitività del prezzo di ogni azione di Red Hat al mutamento, sia in positivo che in negativo, di un importo pari a 0,25% sia del tasso di crescita oltre la previsione esplicita (indicato dal termine g) sia del costo medio ponderato del capitale (indicato dal termine WACC). Il risultato che ne consegue definisce che al variare di un importo massimo, sia in positivo che in negativo, il prezzo per azione di Red Hat fluttua tra un minimo di 116,15 dollari, quando si ha rispettivamente tasso g ai minimi e tasso WACC ai massimi, ad un massimo di 362,70 dollari, quando si ha rispettivamente tasso g ai massimi e tasso WACC ai minimi.

### **3.5.1.1. Considerazioni sui Risultati del Metodo del Discounted Cash Flow**

Dalla stima effettuata per mezzo del Metodo del *Discounted Cash Flow* (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 3.5.1.) è stato individuato il prezzo base per azione pari a 173,20 dollari: tale valore, riflette il valore della società *target* Red Hat alla data dell'operazione di M&A in oggetto.

Il Metodo del *Discounted Cash Flow*, per la rispettiva natura, valorizza una azienda, partendo dalla costruzione del *business plan* aziendale; le seguenti prospettive vengono immaginate sulla base della combinazione tra risultati conseguiti negli esercizi fiscali passati e tendenze prospettiche. I valori risultanti dei flussi di cassa futuri (indicati dal termine *Cash Flow*), successivamente, vengono aggiustati secondo necessarie variabili finanziarie al fine di individuare valori chiave quali *Enterprise Value* ed *Equity Value* dell'azienda di riferimento, da cui viene, infine, stimato il prezzo per azione.

Il prezzo per azione risultante tale processo di stima individua un importo (pari a 170,20 dollari) maggiore di oltre il 45,0% rispetto il valore espresso dalla Borsa (pari a 116,68 dollari) (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 3.4.2.). La motivazione sottostante tale scenario può essere ricondotta alle numerose influenze irrazionali che governano quotidianamente gli andamenti dei titoli azionari: pochi giorni prima l'annuncio dell'operazione, difatti, la società *target* aveva pubblicato risultati finanziari che mostravano un rallentamento della crescita rispetto le performance passate, non previsto dal mercato che hanno contribuito a creare incertezza sulle aspettative di crescita della società determinando un trend di decrescita della relativa valorizzazione azionaria; a testimonianza di ciò, l'incremento del valore seguito a distanza di pochi giorni dalla conclusione dell'operazione individua un risultato perfettamente in linea con quanto stimato dalla metodologia in oggetto.

Il prezzo per azione risultante tale processo di stima, continuando, individua un importo (pari a 173,20 dollari) minore di oltre il 10,0% rispetto il prezzo effettivamente pagato dall'operazione di M&A (pari a 190,00 dollari) (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 3.4.2.). La motivazione sottostante tale scenario, in sintesi, è riconducibile alla valorizzazione *stand alone* effettuata sulla società *target*: la costruzione del *business plan*, difatti, e quindi la crescita futura stimata di talune variabili finanziarie, viene eseguita escludendo gli effetti sinergici generati dallo sfruttamento combinato delle risorse, tangibili ed intangibili, delle parti coinvolte nell'operazione (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.3.1). La mancata considerazione di un'informazione di tale potenziale finanziario, logicamente, implica risultati minori rispetto i medesimi valutati sulla base dello sfruttamento delle sinergie (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 3.5.3.).

Il quadro generale che segue il processo di stima presentato, nonché lo svantaggio principale che caratterizza il Metodo del *Discounted Cash Flow* (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.2.3.), risulta fortemente limitato dal carattere di soggettività insito nella totalità delle stime precedentemente presentate.

Al fine di limitare, per quanto possibile, tale ostacolo intrinseco nel seguente modello valutativo, è stata condotta l'analisi di sensitività che mostra il percorso caratterizzante il prezzo per azione a seconda dei mutamenti di talune stime essenziali eseguite, quali il tasso di crescita oltre la previsione esplicita (indicato dal

termine g) nonché il tasso di attualizzazione del costo medio ponderato del capitale (indicato dal termine WACC): dalla tabella che ne risulta (si veda, a tal proposito, la Tabella 12) è possibile sviluppare la visione che giustifica e motiva eventuali risultati differenti.

Al fine di limitare ulteriormente la soggettività intrinseca nel seguente modello valutativo, d'altro canto, è stato utilizzato un metodo valutativo relativo mediante cui controllare, secondo un percorso di stima differente, le informazioni finanziarie risultanti dall'attività economica di Red Hat.

### 3.5.2. Applicazione del Metodo dei Multipli

Il secondo metodo di valutazione utilizzato per individuare il prezzo di acquisizione più idoneo al successo dell'operazione di aggregazione che vede la società *buyer* IBM interessata alla società *target* Red Hat è rappresentato dal metodo finanziario dei multipli.

Le motivazioni sottostanti tale scelta sono insite nelle peculiarità che contraddistinguono tale modello finanziario (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.3.), utilizzato, a tal proposito, quale metodo di controllo per conferire maggiore sicurezza ad i risultati ottenuti per mezzo del modello analitico del *Discounted Cash Flow* anteriormente utilizzato (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.2.).

Per garantire il corretto funzionamento del Metodo dei Multipli l'attività valutativa deve basarsi su un insieme di aziende nonché transazioni considerate comparabili, delle quali vengono calcolati appositi multipli di interesse da cui preventivare la valorizzazione aziendale.

La totalità delle aziende e delle transazioni utili viene, tendenzialmente, estrapolata da apposite banche dati nonché da documenti che accompagnano le analisi svolte dalle parti coinvolte in un'operazione di M&A.

Il risultato conclusivo, dunque, è dato da un modello che stima il prezzo offerto adeguato sulla base del metodo dei multipli applicato ad un insieme di aziende e di operazioni considerate, per le relative peculiarità, simili alle caratteristiche della società *target* dell'operazione in oggetto.

Per quanto concerne il metodo dei multipli di mercato, viene dapprima creato un *pool* di aziende considerate comparabili per la rispettiva dimensione in ordine di fatturato o dipendenti, per il settore di appartenenza nonché con riferimento al profilo di rischio assunto.

Sulla base delle informazioni fornite dalla banca dati Bloomberg al momento dell'operazione di M&A in oggetto, vengono individuate come comparables le seguenti realtà imprenditoriali:<sup>138</sup>

- a) Microsoft Corporation: fondata nel 1975 da Bill Gates e Paul Allen e con sede a Redmond, Washington, Microsoft è una delle principali aziende tecnologiche globali, nota per il sistema operativo Windows, la *suite* di produttività Office e la piattaforma di *cloud computing* Azure.

---

<sup>138</sup> Bloomber: <https://www.bloomberg.com/profile/company/RHT:US>.

- b) CA Technologies Inc: fondata nel 1976 con sede a New York, CA Technologies è un'azienda statunitense specializzata in *software* per la gestione dei sistemi e della sicurezza informatica; è stata acquisita per intero dalla società Broadcom Inc. nel 2018.
- c) Check Point Software Technologies: fondata nel 1993 e con sede a Tel Aviv, Israele, Check Point è un leader mondiale nella sicurezza informatica, particolarmente nota per i suoi *firewall* e soluzioni di gestione della sicurezza delle reti.
- d) Fortinet Inc: fondata agli inizi degli anni 2000 e con sede a Sunnyvale, California, Fortinet è un'azienda leader nel campo della *cybersecurity*, fornendo soluzioni integrate di sicurezza di rete come *firewall*, antivirus e sistemi di prevenzione delle intrusioni.
- e) Oracle Corp: fondata nel 1977 e con sede a Santa Clara, California, Oracle Corp si occupa dello sviluppo e della commercializzazione di software per database, sistemi cloud, ingegnerizzati e prodotti di software aziendali.

Per ogni società presentata, coerentemente con quanto è necessario, è stato riportato il multiplo estrapolato dalla banca dati Bloomberg:

- a)  $\frac{P}{E}$  : Il rapporto valore di mercato del capitale netto (e, dunque, capitalizzazione di mercato) su utile netto (o, indifferentemente, il rapporto tra prezzo di Borsa della singola azione su utile netto per azione, indicato comunemente dal termine EPS) indica quante volte l'utile di una di un'azienda è contenuto nel valore che il mercato attribuisce alla medesima. L'utilizzo di tale multiplo risulta essenziale in fase di valutazione di acquisizione di un'azienda in quanto è particolarmente utile per valutare la percezione del mercato sulla crescita futura degli utili.

La motivazione sottostante l'utilizzo dei suddetti multipli, in aggiunta a quanto sinora riportato, è insita nella volontà di valorizzare l'azienda di riferimento mediante multipli che facciano riferimento sia all'*asset side* che all'*equity side* (si veda, a tal proposito, la Tabella 13).

Società Comparabili di Red Hat Inc	P/E
Microsoft Corp	29,18
CA Inc	101,56
Check Point Software Technologies Ltd	22,48
Fortinet Inc	143,60
Oracle Corp	21,53

Tabella 13 – Società Comparabili di Red Hat Inc, con relativi multipli EV/EBITDA e P/E.  
Dati aggiornati a Luglio 2019. Fonte: Bloomberg.com.

Una volta individuate le società comparabili di Red Hat viene calcolata la media, il minimo ed il massimo del multiplo selezionato, al fine di individuare i valori di *equity* che caratterizzano l'attività in oggetto, sulla base di cui verrà stimato il prezzo per ogni azione che dovrebbe realisticamente valere la società *target* dell'operazione di M&A in oggetto.<sup>139</sup>

Per quanto concerne il multiplo *equity side* ( $\frac{P}{E}$ ) viene dapprima calcolato il reddito netto, mediante la consultazione dei *Financial Statement* Non-GAAP di Red Hat, al fine di operare una semplice moltiplicazione con la media, il minimo ed il massimo dei suddetti multipli e giungere così operando alla stima dell'*equity value* medio, minimo e massimo di Red Hat.

Stima Equity Value Red Hat Inc (in migliaia di \$)	P/E
Media P/E	63,67
Min P/E	21,53
Max P/E	143,60
Reddito netto Red Hat	433.988
PFN Red Hat	(854.847)
Equity Value Medio Red Hat	27.632.016
Equity Value Min Red Hat	9.343.762
Equity Value Max Red Hat	62.320.677

Tabella 14 – Stima equity value di Red Hat Inc mediante relativi multipli EV/EBITDA e P/E.

Dati aggiornati a Luglio 2019. Fonte: Bllomberg.com.

Una volta individuati i valori di *equity* medi, massimi e minimi relativi a due multipli differenti, viene eseguita la media aritmetica dei seguenti importi al fine di giungere ad un valore medio, minimo e massimo unico da cui, mediante appositi aggiustamenti, viene stimato il prezzo per azione che dovrebbe realisticamente valere la società *target* dell'operazione di M&A in oggetto.

L'*equity value*, coerentemente con quanto presentato precedentemente (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.2.), sintetizza il valore del capitale (*equity value*): ne consegue, logicamente, la necessità di dividere tale valore precedentemente stimato per il quantitativo totale delle azioni in circolazione, il cui importo risulta

<sup>139</sup> SEC: [https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1087423/000115752319000688/a51958812ex99\\_1.htm](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1087423/000115752319000688/a51958812ex99_1.htm).

facilmente deducibile dalla consultazione di Investing.com, al fine di individuare il prezzo per azione.<sup>140</sup>

Stima Prezzo / Azione Red Hat Inc	P/E
Azioni in Circolazione	178.093.007
Equity Value medio	27.632.016
<b>Prezzo / Azione Medio</b>	<b>155,15</b>
Equity Value Min	9.343.762
<b>Prezzo / Azione Min</b>	<b>52,47</b>
Equity Value Max	62.320.677
<b>Prezzo / Azione Max</b>	<b>349,93</b>

Tabella 15 – Stima prezzo / azione di Red Hat Inc, mediante relativi multipli EV/EBITDA e P/E.  
Dati aggiornati a Luglio 2019. Fonte: Bloomberg.com.

Del seguente importo, coerentemente con le stime precedentemente effettuate, viene calcolato un *range* di valori considerati accettabili sulla base della valorizzazione indiretta per mezzo di variabili finanziarie di società considerate, per relative peculiarità, comparabili all'azienda in oggetto.

Gli estremi del suddetto intervallo di valori sono costituiti dai valori di massimo e minimo del prezzo per azione precedentemente stimato, di cui il valore medio indica l'importo più bilanciato che dovrebbe valere la società target rispetto al mercato.

Per quanto concerne il metodo dei multipli di transazioni comparabili, viene dapprima creato un *pool* di operazioni considerate comparabili per la rispettiva dimensione in ordine di prezzo pagato, premio pagato, settore di appartenenza nonché con riferimento al periodo storico di sviluppo.

Sulla base delle informazioni fornite dalla Bank of America Merrill Lynch al momento dell'operazione di M&A in oggetto, vengono individuate come *comparables* le transazioni commerciali della Tabella 16.<sup>141</sup>

Per ogni trattativa presentata, coerentemente con quanto è necessario, è stato riportato uno specifico multiplo, anche questo estrapolato dalla medesima documentazione:

- a)  $\frac{EV}{SALES}$ : Il rapporto *Enterprise Value* su vendite indica la capacità di un'azienda, in questo caso della società *target*, di ottenere ricavi dalla propria attività produttiva.

La motivazione sottostante l'utilizzo di tale multiplo è insita nella volontà di valorizzare l'azienda di riferimento mediante multipli non ancora presentati, al fine di fornire completezza all'analisi generale

<sup>140</sup> Investing.com: <https://it.investing.com/equities/red-hat-inc>.

<sup>141</sup> Rangan, K & Beliov, N. (2018). IBM to acquire RHT for \$190/share moving to No Rating. USA: Bank of America Merrill Lynch.

mediante metodo dei multipli, nonché perché risultante come la variabile di cui sono definiti il maggior numero di dati, a differenza di ulteriori multipli presentati nella documentazione di cui mancano quasi tutti i dati utili alla stima.

Transazioni Comparabili a Red Hat	Data Operazione	Prezzo / Azione	Premio Pagato	Deal Value	EV / SALES
Workday - Adaptive Insights	11/06/2018	Private	Private	1.550.000,00 €	13,60
Adobe - Magento Commerce	21/05/2019	Private	Private	1.680.000,00 €	11,20
Salesforce.com - MuleSoft	21/03/2018	28,00 €	28,60%	2.286.000,00 €	9,00
SAP - Callidus Software Inc	29/01/2018	33,00 €	36,00%	6.500.000,00 €	21,90
Vista Equity - Xactly	30/05/2017	13,40 €	16,80%	564.000,00 €	5,90
Symantec - LifeLock	21/11/2016	16,00 €	50,00%	2.300.000,00 €	3,50
Verizon - Fleetmatics	01/08/2016	42,96 €	39,70%	2.215.000,00 €	7,40
Oracle - Netsuite	28/07/2016	75,85 €	43,70%	9.300.000,00 €	11,00
Thomas Bravo - Qlik Tecjologies	02/06/2016	24,19 €	26,10%	2.700.000,00 €	4,30
Salesforce.com - Demandware	01/06/2016	47,99 €	56,30%	2.800.000,00 €	11,00
Vista Equity - Marketo	31/05/2016	21,50 €	64,00%	1.790.000,00 €	7,90
NICE Systems - inContact	18/05/2016	9,01 €	55,40%	940.000,00 €	4,00
Oracle - Opower	02/05/2016	7,90 €	30,40%	532.000,00 €	3,60
Oracle - Textura	28/04/2016	19,89 €	30,70%	663.000,00 €	7,20
Endurance - Contant Contact	02/11/2015	26,10 €	22,60%	1.100.000,00 €	3,00
Envestnet - Yodlee	11/08/2015	12,60 €	49,80%	660.000,00 €	6,70
SS&C - Advent	02/02/2015	32,42 €	36,50%	2.506.000,00 €	6,30
SAP - Concur	18/09/2014	107,47 €	20,00%	8.300.000,00 €	12,40
Oracle - Responsys	20/12/2013	19,57 €	38,00%	1.608.000,00 €	7,70
Salesforce.com - ExactTarget	04/06/2013	22,10 €	51,60%	2.500.000,00 €	7,90
Oracle - Eloqua	20/12/2012	17,92 €	31,10%	871.000,00 €	9,70
IBM - Kenexa	27/08/2012	32,39 €	42,00%	1.257.000,00 €	3,90
Sap - Ariba	22/05/2012	37,64 €	19,60%	4.300.000,00 €	8,60
Oracle - Taleo	09/02/2012	38,94 €	18,10%	2.016.000,00 €	6,20
SAP - SuccessFactors	03/12/2011	26,25 €	52,40%	3.565.000,00 €	10,60
Oracle - RightNow	24/10/2011	35,96 €	19,60%	1.500.000,00 €	6,90

Tabella 16 – Transazioni comparabili di Red Hat Inc, con relativo multiplo EV/SALES.  
Dati aggiornati a Luglio 2019. Fonte: Bloomberg.com.

Una volta individuate le transazioni comparabili di Red Hat viene calcolata la media, il minimo ed il massimo della totalità dei multipli presentati, al fine di individuare i valori di *equity* che caratterizzano l'attività in oggetto, sulla base di cui verrà stimato il prezzo per ogni azione che dovrebbe realisticamente valere la società *target* dell'operazione di M&A in oggetto.<sup>142</sup>

Con riferimento al multiplo asset side ( $\frac{EV}{SALES}$ ) viene dapprima calcolato il totale dei ricavi da vendite e

<sup>142</sup> SEC: [https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1087423/000115752319000688/a51958812ex99\\_1.htm](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1087423/000115752319000688/a51958812ex99_1.htm).

prestazioni, mediante la consultazione dei *Financial Statement* Non-GAAP di Red Hat, al fine di operare una semplice moltiplicazione con la media, il minimo ed il massimo dei suddetti multipli e giungere così operando, mediante l'aggiustamento che tiene in considerazione l'importo della Posizione Finanziaria Netta (indicata dal termine PFN), calcolata sulla base della differenza tra debiti finanziari e liquidità, alla stima dell'*equity value* medio, minimo e massimo di Red Hat.

Stima Equity Value Red Hat Inc (in migliaia di \$)	EV / SALES
Media EV /SALES	8,13
Min EV/SALES	3,00
Max EV/SALES	21,90
Ricavi Red Hat	3.381.687
PFN Red Hat	(854.847)
Equity Value Medio Red Hat	28.350.564
Equity Value Min Red Hat	10.999.908
Equity Value Max Red Hat	74.913.792

Tabella 17 – Stima equity value di Red Hat Inc, mediante relativo multiplo EV/SALES.  
Dati aggiornati a Luglio 2019. Fonte: Bloomberg.com.

Una volta individuati i valori di *equity* medi, massimi e minimi relativi ad uno specifico multiplo, viene eseguita la media aritmetica dei seguenti importi al fine di giungere ad un valore medio, minimo e massimo unico da cui, mediante appositi aggiustamenti, verrà stimato il prezzo per azione che dovrebbe realisticamente valere la società *target* dell'operazione di M&A in oggetto.

L'*equity value*, coerentemente con quanto presentato precedentemente (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 2.2.), sintetizza il valore dei soci di capitale: ne consegue, logicamente, la necessità di dividere tale valore precedentemente stimato per il quantitativo totale delle azioni in circolazione, il cui importo risulta facilmente deducibile dalla consultazione di Investing.com, al fine di individuare il prezzo per azione.<sup>143</sup>

<sup>143</sup> Investing.com: <https://it.investing.com/equities/red-hat-inc>.

<b>Stima Prezzo / Azione Red Hat Inc</b>	<b>EV / SALES</b>
Azioni in Circolazione	178.093.007
Equity Value medio	28.350.564
<b>Prezzo / Azione Medio</b>	<b>159,19</b>
Equity Value Min	10.999.908
<b>Prezzo / Azione Min</b>	<b>61,76</b>
Equity Value Max	74.913.792
<b>Prezzo / Azione Max</b>	<b>420,64</b>

*Tabella 18 – Stima prezzo / azione di Red Hat Inc, mediante relativo multiplo EV/SAELS.  
Dati aggiornati a Luglio 2019. Fonte: Bloomberg.com.*

Del seguente importo, coerentemente con le stime precedentemente effettuate, viene calcolato un *range* di valori considerati accettabili sulla base della valorizzazione indiretta per mezzo di variabili finanziarie di transazioni considerate, per relative peculiarità, comparabili all'azienda in oggetto.

### **3.5.2.1 Considerazioni sui Risultati del Metodo dei Multipli**

Dalla stima effettuata per mezzo del Metodo dei Multipli (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 3.5.2.) è stato individuato il prezzo per azione mediante l'utilizzo contemporaneo di multipli di mercato e di multipli delle transazioni comparabili: tale valore, per definizione, avrebbe dovuto esprimere il valore della società *target* Red Hat al momento della chiusura dell'operazione di M&A in oggetto.

Il Metodo dei Multipli, per la rispettiva natura, valorizza una azienda partendo dagli indici costruiti sulla base delle variabili finanziarie di aziende, o transazioni, considerate comparabili con la realtà in oggetto: le aziende vengono considerate simili sulla base del settore di attinenza, del livello di fatturato, del numero di dipendenti nonché con riferimento al profilo di rischio assunto; le transazioni vengono considerate simili sulla base del settore di attinenza, del prezzo effettivo pagato nonché con riferimento al premio effettivo pagato. I valori risultanti dai multipli calcolati, successivamente, vengono aggiustati secondo necessarie variabili finanziarie

al fine di individuare valori chiave quali *Enterprise Value* ed *Equity Value* dell'azienda di riferimento, da cui viene, infine, stimato il prezzo per azione.

Il multiplo di mercato utilizzato ( $\frac{P}{E}$ ) individuano un prezzo per azione medio pari a 155,15. Il seguente valore, a tal proposito, risulta minore di solo il 10,0% circa rispetto il valore espresso dal Metodo del *Discounted Cash Flow*.

Il multiplo di transazioni comparabili utilizzato ( $\frac{EV}{SALES}$ ) individua un prezzo per azione medio pari a 159,19 dollari. Il seguente valore, a tal proposito, risulta minore di solo il 5,0% circa rispetto il valore espresso dal Metodo del *Discounted Cash Flow*.

Il risultato, dunque, testimonia l'accuratezza delle stime presentate nel Metodo valutativo del *Discounted Cash Flow*, poiché base da cui è stato stimato un prezzo per azione perfettamente in linea con i multipli che sintetizzano il valore conferito da parte del mercato nel suo insieme ad aziende ed operazioni simili.

Il quadro generale che segue il processo di stima presentato, nonché il vantaggio principale che caratterizza l'utilizzo contemporaneo di entrambi i suddetti metodi valutativi, dunque, risulta protetto, almeno in parte, dal rischio di soggettività insito nella analisi delle operazioni di M&A: la combinazione del Metodo del *Discounted Cash Flow*, dell'Analisi di Sensitività e del Metodo dei Multipli, dunque, è risultato concretamente utile alla risoluzione del problema di irrazionalità e soggettività precedentemente presentato.

Il valore medio stimato per mezzo del metodo dei multipli, tuttavia, rimane inferiore di circa il 10,0% rispetto il prezzo effettivamente pagato dall'operazione di M&A (pari a 190 dollari) (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 3.4.2.). La motivazione sottostante tale scenario, ancora una volta, viene ricondotta alla valorizzazione *stand alone* effettuata sulla società bersaglio: la costruzione di appositi multipli, difatti, viene eseguita considerando le sole variabili finanziarie di aziende e transazioni simili, escludendo qualsivoglia effetto sinergico generato dallo sfruttamento combinato delle risorse, tangibili ed intangibili, delle due parti coinvolte nell'operazione. La mancata considerazione di un'informazione di tale potenziale finanziario, logicamente, implica risultati minori rispetto i medesimi valutati sulla base dello sfruttamento delle sinergie (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 3.5.3.).

### **3.5.3. Considerazioni sui Risultati delle Sinergie**

Secondo il modello della stratificazione del valore,<sup>144</sup> come accennato precedentemente (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.3.3.), il processo di stima del valore di acquisizione è composto da una moltitudine di variabili finanziarie, ognuna delle quali conferisce valore aggiuntivo all'operazione di M&A rispetto alla mera considerazione delle risorse *stand alone* della società *target*. La componente di maggiore rilevanza, a tal

---

<sup>144</sup> Massari, M. (1998). Finanza aziendale. Valutazione. Milano, Italia: McGraw-Hill Education.

proposito, è rappresentata proprio dal valore derivante dallo sfruttamento delle sinergie: l'utilizzo combinato delle risorse, siano esse tangibili o intangibili, di proprietà delle singole parti dell'operazione di aggregazione permette lo sviluppo di un valore superiore rispetto quello derivante dall'utilizzo delle attività da parte delle singole realtà considerate indipendentemente.

Tale aspetto teorico motiva la necessità pratica di stimare il prezzo per azione della società *target* mediante apposite analisi valutative lontane dalla semplice somma algebrica delle voci finanziarie delle realtà oggetto dell'operazione di aggregazione: tale somma, difatti, deve essere aggiustata a seconda delle stime di crescita dei ricavi o riduzione dei costi, a seconda della tipologia di sinergie ricercata (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 1.3.1.) che vengono preventivate dagli analisti al momento dell'offerta dell'operazione di M&A.

Coerentemente con quanto esposto, dunque, è bene costruire un ulteriore modello valutativo che, partendo dai risultati *stand alone* di IBM e Red Hat, tenga conto delle esternalità prodotte dallo sfruttamento delle sinergie per individuare una nuova valorizzazione economicamente corretta del prezzo per azione offerto.

Di seguito vengono, dunque, riportate le stime effettuate degli effetti conseguenti lo sfruttamento delle sinergie a partire dal 2020, poiché, come è logico pensare, i miglioramenti vengono prodotti unicamente posteriormente al momento di conclusione dell'operazione di M&A; coerentemente con la tipologia di sinergie ricercate dalla società *buyer*, i ricavi da vendite e prestazioni evidenziano l'aspetto protagonista degli effetti incrementali.<sup>145</sup>

Sinergie Ricavi	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Target 2%				2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Ricavi				800	1.800	2.550	3.650	5.050
% Crescita Ricavi					125,00%	41,67%	43,14%	38,36%
Costo del Venduto				(390)	(869)	(1.214)	(1.722)	(2.370)
<b>Margine sui Consumi</b>				<b>410</b>	<b>931</b>	<b>1.336</b>	<b>1.928</b>	<b>2.680</b>
% Margine sui consumi su Ricavi				51,25%	51,74%	52,41%	52,83%	53,06%
Costi (incl. ammortamenti)				(217)	(495)	(717)	(1.040)	(1.449)
<b>EBITDA</b>				<b>193</b>	<b>436</b>	<b>619</b>	<b>889</b>	<b>1.231</b>
% EBITDA su Ricavi				24,17%	24,22%	24,29%	24,35%	24,37%
D&A								
<b>EBIT</b>				<b>193</b>	<b>436</b>	<b>619</b>	<b>889</b>	<b>1.231</b>
Oneri finanziari netti				-	-	-	-	-
<b>EBT</b>				<b>193</b>	<b>436</b>	<b>619</b>	<b>889</b>	<b>1.231</b>
Imposte				-27	-62	-90	-130	-181
% Imposte su EBT				14,11%	14,27%	14,49%	14,63%	14,70%
<b>Risultato netto</b>				<b>166</b>	<b>374</b>	<b>530</b>	<b>759</b>	<b>1.050</b>

Tabella 19 – Costruzione del business plan sulla base di sinergie ricavi + interessi finanziari (in milioni di dollari USA).  
Elaborazioni personali su informazioni pubbliche disponibili alla data dell'operazione.

<sup>145</sup> IBM: <https://www.ibm.com/investor/att/pdf/IBM-4Q19-Earnings-Press-Release.pdf>.

- a) Voce finanziaria di ricavi da vendite e prestazioni: come risulta dal comunicato ufficiale IBM: “la nuova entità risultante dall’operazione prevede di raggiungere una crescita organica del 2,0% del relativo fatturato nei prossimi 5 anni”. A tal proposito, i ricavi di IBM *stand alone* dal 2020 al 2024 vengono considerati, per semplicità d’analisi, stabili e privi di crescita; la totalità dei ricavi da vendite e prestazioni post-sinergie sviluppati tra il 2020 ed il 2024, dunque, viene stimato con metodo *reverse engineering* per realizzare una crescita annua del 2,0% dei ricavi totali della nuova entità.<sup>146</sup>
- b) Voce finanziaria di margine sui consumi: per quanto concerne la stima del margine sui consumi post-sinergie sviluppato tra il 2020 ed il 2024 viene supposto un tasso di rapporto con i ricavi che sintetizza la media ponderata della marginalità delle parti oggetto della trattativa: la seguente voce finanziaria, a tal proposito, viene calcolata mediante la semplice moltiplicazione dei margini sui consumi per i relativi pesi (dati dai relativi rapporti con i ricavi) delle aziende, e mediante la successiva divisione per la somma dei medesimi margini sui consumi delle aziende; dalla moltiplicazione di tale rapporto sui ricavi calcolato, che sintetizza la media ponderata della marginalità delle parti oggetto della trattativa, con i ricavi stimati precedentemente si perviene all’individuazione del margine sui consumi post-sinergie.
- c) Voce finanziaria di margine operativo lordo (indicata dal termine EBITDA): per quanto concerne la stima del margine EBITDA post-sinergie sviluppato tra il 2020 ed il 2024 viene supposto un tasso di rapporto con i ricavi che sintetizza la media ponderata della marginalità delle parti oggetto della trattativa: la seguente voce finanziaria, a tal proposito, viene calcolata mediante la semplice moltiplicazione dei margini EBITDA per i relativi pesi (dati dai relativi rapporti con i ricavi) delle aziende, e mediante la successiva divisione per la somma dei medesimi margini EBITDA delle aziende; dalla moltiplicazione di tale rapporto sui ricavi calcolato, che sintetizza la media ponderata della marginalità delle parti oggetto della trattativa, con i ricavi stimati precedentemente si perviene all’individuazione del margine EBITDA post-sinergie.
- d) Voce finanziaria di ammortamenti e deprezzamenti e voce finanziaria di reddito operativo (indicata dal termine EBIT): per quanto concerne la stima della totalità degli ammortamenti post-sinergie sviluppati tra il 2020 ed il 2024 viene supposto un valore pari a 0, poiché dall’operazione di aggregazione non vengono sviluppati nuovi investimenti in immobilizzazioni, quanto piuttosto vengono utilizzate le immobilizzazioni preesistenti in maniera differente e maggiormente efficiente. Coerentemente con tale fenomeno, il margine EBIT post-sinergie viene stimato identico al margine post-sinergie EBITDA.
- e) Voce finanziaria di imposte: per quanto concerne la stima delle imposte post-sinergie sviluppate tra il 2020 ed il 2024 viene supposto un tasso di rapporto con il margine EBT che sintetizza la media ponderata della tassazione delle parti oggetto dell’operazione: la seguente voce finanziaria, a tal proposito, viene calcolata mediante la semplice moltiplicazione delle imposte per i relativi pesi (dati dai relativi rapporti con i margini EBIT) delle aziende, e mediante la successiva divisione per la somma

---

<sup>146</sup> IBM: <https://www.ibm.com/investor/articles/ibm-and-red-hat-better-together>.

delle medesime imposte delle aziende; dalla moltiplicazione di tale rapporto con il margine EBT calcolato, che sintetizza la media ponderata delle imposte delle parti oggetto della trattativa, con il margine EBT stimato precedentemente si perviene all'individuazione delle imposte post-sinergie.

- f) Voce finanziaria di risultato operativo al netto delle imposte: per quanto concerne la stima del risultato operativo al netto delle imposte post-sinergie sviluppato tra il 2020 ed il 2024 viene supposta una stima per mezzo della semplice sottrazione tra margine EBT e imposte stimate nei punti precedenti.

Una volta stimate le esternalità prodotte dallo sfruttamento delle sinergie, dunque, è possibile elaborare il contro economico della nuova società risultante l'operazione di aggregazione, il cui risultato deriva dalla somma delle voci finanziarie della società *buyer* e delle voci finanziarie della società *target*, aggiustate per la stima delle sinergie che andranno a prodursi dalla conclusione dell'operazione di M&A e per gli oneri finanziari relativi al peggioramento della posizione finanziaria netta di IBM a seguito dell'acquisizione di Red Hat : partendo dai *Financial Statement* Non-GAAP di IBM (si veda, a tal proposito, la Tabella 20), difatti, vengono sommati i *Financial Statement* Non-GAAP di Red Hat (si veda, a tal proposito, la Tabella 8) nonché i risultati futuri generati dalle sinergie di ricavo e dai citati interessi finanziari (si veda, a tal proposito, la tabella 19).

Financials IBM (in milioni di \$)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Ricavi	79.141	79.591	76.936	76.936	76.936	76.936	76.936	76.936
% Crescita Ricavi		0,57%	-3,34%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Costo del Venduto	(41.667)	(42.284)	(40.507)	(40.507)	(40.507)	(40.507)	(40.507)	(40.507)
<b>Margine sui Consumi</b>	<b>37.474</b>	<b>37.307</b>	<b>36.429</b>	<b>36.429</b>	<b>36.429</b>	<b>36.429</b>	<b>36.429</b>	<b>36.429</b>
% Margine sui consumi su Ricavi	47,35%	46,87%	47,35%	47,35%	47,35%	47,35%	47,35%	47,35%
Costi (incl. ammortamenti)	(18.708)	(18.788)	(18.019)	(18.019)	(18.019)	(18.019)	(18.019)	(18.019)
<b>EBITDA</b>	<b>18.766</b>	<b>18.519</b>	<b>18.410</b>	<b>18.410</b>	<b>18.410</b>	<b>18.410</b>	<b>18.410</b>	<b>18.410</b>
% EBITDA su Ricavi	23,71%	23,27%	23,93%	23,93%	23,93%	23,93%	23,93%	23,93%
D&A	(4.541)	(4.479)	(4.508)	(4.508)	(4.508)	(4.508)	(4.508)	(4.508)
<b>EBIT</b>	<b>14.225</b>	<b>14.040</b>	<b>13.902</b>	<b>13.902</b>	<b>13.902</b>	<b>13.902</b>	<b>13.902</b>	<b>13.902</b>
Oneri finanziari netti	(359)	(307)	466	466	466	466	466	466
<b>EBT</b>	<b>13.866</b>	<b>13.734</b>	<b>14.368</b>	<b>14.368</b>	<b>14.368</b>	<b>14.368</b>	<b>14.368</b>	<b>14.368</b>
Tasse	(1.081)	(1.081)	(1.868)	(1.868)	(1.868)	(1.868)	(1.868)	(1.868)
% Imposte su EBIT	7,80%	7,87%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%
<b>Risultato netto</b>	<b>12.785</b>	<b>12.653</b>	<b>12.500</b>	<b>12.500</b>	<b>12.500</b>	<b>12.500</b>	<b>12.500</b>	<b>12.500</b>

Tabella 20 – Costruzione del business plan di IBM (in milioni di dollari USA).

Fonte: Elaborazione personale su dati SEC e informazioni pubbliche disponibili alla data dell'operazione.

Nella costruzione del *business plan* di IBM i risultati degli esercizi passati ed attuali sono stati facilmente estrapolati dai *Financial Statement* Non-GAAP di IBM. Per quanto concerne le stime degli esercizi futuri,

d'altro canto, viene supposto un tasso di crescita dei ricavi e del risultato netto pari al 0%: ne risulta un prospetto di crescita futura, sviluppato sino al 2024, caratterizzato da importi validi per ogni voce finanziaria pari ad i medesimi risultati conseguiti nell'esercizio 2019 sulla base delle stime degli analisti finanziari; tale ipotesi risulta giustificata principalmente dalla necessità di semplificazione dell'analisi futura delle sinergie, ma anche dalle aspettative di crescita prossime allo zero che il mercato si attendeva in relazione alla performance di IBM nel 2019.

Financials Consolidated (il milioni di \$)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Ricavi	82.061	82.973	80.837	82.426	84.089	85.778	87.489	89.234
% Crescita Ricavi		1,11%	-2,57%	1,96%	2,02%	2,01%	1,99%	1,99%
Costo del Venduto	(42.065)	(42.758)	(41.040)	(41.538)	(42.107)	(42.581)	(43.172)	(43.868)
<b>Margine sui Consumi</b>	<b>39.996</b>	<b>40.215</b>	<b>39.797</b>	<b>40.888</b>	<b>41.982</b>	<b>43.198</b>	<b>44.317</b>	<b>45.366</b>
% Margine sui consumi su Ricavi	48,74%	48,47%	49,23%	49,61%	49,93%	50,36%	50,65%	50,84%
Costi (incl. ammortamenti)	(20.426)	(20.758)	(20.322)	(20.992)	(21.648)	(22.403)	(23.064)	(23.674)
<b>EBITDA</b>	<b>19.570</b>	<b>19.457</b>	<b>19.475</b>	<b>19.896</b>	<b>20.334</b>	<b>20.795</b>	<b>21.252</b>	<b>21.692</b>
% EBITDA su Ricavi	23,85%	23,45%	24,09%	24,14%	24,18%	24,24%	24,29%	24,31%
D&A	(4.644)	(4.622)	(4.653)	(4.655)	(4.657)	(4.658)	(4.660)	(4.662)
<b>EBIT</b>	<b>14.926</b>	<b>14.835</b>	<b>14.822</b>	<b>15.241</b>	<b>15.678</b>	<b>16.136</b>	<b>16.592</b>	<b>17.030</b>
Oneri finanziari netti	(357)	(301)	466	(594)	(594)	(594)	(594)	(594)
<b>EBT</b>	<b>14.570</b>	<b>14.534</b>	<b>15.288</b>	<b>14.647</b>	<b>15.084</b>	<b>15.542</b>	<b>15.998</b>	<b>16.436</b>
Tasse	(1.219)	(1.193)	(2.072)	(2.000)	(2.077)	(2.163)	(2.243)	(2.315)
% Imposte su EBT	8,36%	8,21%	13,56%	13,66%	13,77%	13,92%	14,02%	14,08%
<b>Risultato netto</b>	<b>13.351</b>	<b>13.341</b>	<b>13.216</b>	<b>12.647</b>	<b>13.007</b>	<b>13.379</b>	<b>13.755</b>	<b>14.121</b>

Tabella 21 – Costruzione del business plan consolidato (in milioni di dollari USA).  
Dati aggiornati a Giugno 2024. Fonte: Elaborazione personale su dati SEC.

Tramite i prospetti contabili consolidati passati, presenti e futuri viene mostrato il mutamento, ancora una volta rivolto al solo futuro prossimo, dell'andamento di talune variabili finanziarie nel tempo.

Il quadro generale che ne consegue, in sintesi, è rappresentato da una performance che produce un valore economico inferiore al medesimo risultato conseguito al netto dello sfruttamento delle sinergie sino al 2023; il seguente fenomeno è giustificato dall'incremento del costo del venduto nonché, soprattutto, dallo sviluppo degli oneri finanziari insiti nel finanziamento dell'operazione, per cui la crescita dei ricavi nei primi anni non è tale da coprire la totalità delle passività in oggetto. Con riferimento al 2024, ed eventualmente anche agli anni successivi, tuttavia, la performance aziendale produce un valore economico superiore al medesimo risultato conseguito al netto dello sfruttamento delle sinergie; il seguente fenomeno è giustificato dall'incremento progressivo dei ricavi da vendite e prestazioni per un importo oramai tale da coprire oltre la totalità delle passività derivanti dall'incremento del costo del venduto e dallo sviluppo dagli oneri finanziari insiti nel finanziamento dell'operazione.

Nonostante già da questa prima analisi si dimostra preliminarmente il beneficio derivante dallo sfruttamento delle sinergie viene calcolato, coerentemente con la teoria, il Valore Attuale Netto (indicato dal termino VAN)

del progetto, al fine di effettuare un'analisi ancora più accurata ed approfondita tesa per meglio valutare la convenienza dell'investimento, e dunque dell'operazione di M&A, eseguito dalla società *buyer* IBM.

Per calcolare il Valore Attuale Netto (indicato dal termine VAN) del progetto vengono analizzati dapprima gli impatti direttamente prodotti sul margine EBIT (nonché sul margine EBITDA, poiché risultano equivalenti coerentemente con l'assenza di ammortamenti e deprezzamenti); a tale importo vengono sottratte le tasse, calcolate dunque come percentuale direttamente sul margine EBIT. Dalla somma algebrica delle seguenti voci vengono, successivamente, stimati i Flussi di Cassa futuri (indicati dal termine *Cash Flow*) a cui viene aggiunto il valore del *Terminal Value* che sintetizza ed attualizza tutte le entrate monetarie del lungo termine; tale importo viene calcolato considerando un tasso di crescita oltre la previsione esplicita (indicato dal termine *g*) prudenzialmente pari a 0%, anche perché IBM aveva comunicato al mercato gli impatti delle sinergie nei cinque anni successivi all'operazione, senza fornire indicazioni in relazione agli anni successivi.

Per la stima del costo medio ponderato del capitale (indicato dal termine WACC) si è preso come riferimento il valore utilizzato per l'applicazione del Metodo del *Discounted Cash Flow* (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 3.5.1.); infine, viene stimato il Valore Attuale Netto (indicato dal termine VAN) delle sinergie.

DCF Sinergie (in milioni di \$)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>Impatto sinergie su EBIT</b>				193	436	619	889	1.231
Tasse				(27)	(62)	(90)	(130)	(181)
<b>Cash Flow</b>				166	374	530	759	1.050
Terminal Value								12.039
<b>Cash Flow + Terminal Value</b>				166	374	530	759	13.089
WACC	8,72%							
<i>g</i>	0%							
<b>VAN</b>	<b>10.042</b>							

Tabella 22 – Costruzione del Valore Attuale Netto aggiuntivo dato dall'operazione (in milioni di dollari USA).  
Dati aggiornati a Giugno 2024. Fonte: Elaborazione personale su dati SEC.

Il Valore Attuale Netto (indicato dal termine VAN) è pari ad oltre 10 miliardi di dollari, da cui si dimostra la fattibilità economica nonché profittevole dell'investimento e, dunque, dell'operazione di M&A: lo sfruttamento delle sinergie, principalmente appartenenti ai ricavi, prodotte dall'operazione di aggregazione permette di giungere ad un valore maggiore del medesimo risultato conseguito al netto delle sinergie.

Mediante semplici aggiustamenti sulla base dell'*equity value* di Red Hat stimato precedentemente dal metodo del *Discounted Cash Flow* (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 3.5.1.), viene possibile individuare il nuovo *equity value* che tiene in considerazione le sinergie prodotte. Per mezzo del numero di azioni in circolazione, facilmente estrapolato da Investing.com, infine, viene individuato il prezzo per azione pre-sinergie, equivalente

al valore stimato precedentemente sempre dal metodo del *Discounted Cash Flow*, ed il nuovo prezzo per azione derivante dallo sfruttamento delle sinergie prodotte.<sup>147</sup>

<b>Stima del Prezzo / Azione Sinergie</b>	
VAN	10.042
Numero azioni	178.093
Equity Value Pre-Sinergie	30.846
Equity Value Post-Sinergie	40.887
Prezzo / azione Pre-Sinergie	173,20
<b>Prezzo / azione Post-Sinergie</b>	<b>229,58</b>

Tabella 23 - Stima del prezzo / azione consolidato. Dati aggiornati a Giugno 2024.  
Fonte: Elaborazione personale su dati Damodaran & Investing.com.

Il valore aggiunto prodotto dall'operazione di M&A, nello specifico, risulta superiore di oltre il 30,0% rispetto alla valorizzazione *stand alone* della società *target*, per un totale di oltre 55 dollari per azione. Sulla base delle ipotesi effettuate risulterebbe che la società *buyer*, a tal proposito, si è dimostrata disposta a pagare il 35% circa di tale importo, per un valore totale di 16,8 dollari per azione in circolazione.

Una volta individuato il *range* di prezzo adeguato all'offerta di acquisizione, risulta interessante stimare l'impatto dell'operazione rispetto l'andamento futuro previsto per utile per azione aziendale (indicato dal termine EPS), al fine di valutare la capacità di IBM di creare ricchezza per gli investitori aumentandone, conseguenzialmente, l'attrattività nel tempo. La totalità dei risultati che inficiano direttamente sulla valorizzazione di tale aspetto finanziario, aumentandone o diminuendone l'importo, sono riassumibili in tre semplici punti:

- a) Risultato netto derivante dallo sfruttamento delle sinergie: Il risultato netto derivante dallo sfruttamento delle sinergie influenza direttamente la variazione dell'utile per azione (indicato dal termine EPS), producendo conseguenze positive qualora lo sfruttamento delle sinergie venga svolto con successo. Viene, di seguito, riportata la totalità dei risultati netti da sinergie precedentemente individuati e stimati.
- b) Risultato netto di Red Hat: Il risultato netto proprio di Red Hat influenza direttamente la variazione dell'utile per azione (indicato dal termine EPS), producendo conseguenze positive qualora l'attività economica della società *target* sia in grado di generare ricchezza. Viene, di seguito, riportata la totalità dei risultati netti di Red Hat precedentemente individuati e stimati.

<sup>147</sup> Investing.com: <https://it.investing.com/equities/red-hat-inc>.

c) Impatti contabili *non-cash*: Gli impatti contabili collegati all'operazione di acquisizione in particolare in relazione agli ammortamenti emergenti a seguito del processo di allocazione dell'avviamento. La totalità degli impatti *non-cash*, a tal proposito, influenza la variazione dell'utile per azione (indicato dal termine EPS), producendo conseguenze negative.

Per quanto concerne la valorizzazione dell'importo caratterizzante tali aspetti contabili, è stato utilizzato l'impatto comunicato da IBM sugli EPS aziendali pari a 0,85 dollari su base annua, corrispondente ad un valore totale annuo pari a 759 milioni di dollari;<sup>148</sup>

Dalla somma algebrica della totalità delle suddette voci finanziarie viene individuato l'impatto stimato della conclusione dell'operazione di M&A sui risultati netti di IBM; dal rapporto di tale valore con il numero di azioni in circolazione di IBM, facilmente desumibili da Investing.com, viene individuato l'impatto dell'operazione di aggregazione direttamente sull'utile per azione (indicato dal termine EPS) della società acquirente:<sup>149</sup> per i primi due anni fiscali dall'attività, e dunque nel 2020 e nel 2021, si sviluppa una riduzione dell'importo caratterizzante l'utile per azione di IBM; a partire dal 2022, viceversa, viene individuato un trend positivo e crescente dell'utile per azione di IBM, che al 2024 si stima abbia valore pari a 0,97, in netto aumento rispetto il medesimo risultato antecedente l'operazione di M&A in oggetto.

EPS - Accretion/Dilution Analysis	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
a) Risultato Netto Sinergie + Interessi Finanziamento	(744)	(535)	(377)	(146)	145
b) Risultato Netto Red Hat (HP LTM@28/02/YY=LTM@31/12/YY-1)	891	1.042	1.256	1.401	1.475
c) Impatti contabili non cash (come da slide 45 presentazione IBM)	(759)	(759)	(759)	(759)	(759)
<b>Impatto sul risultato netto di IBM</b>	<b>(612)</b>	<b>(252)</b>	<b>120</b>	<b>496</b>	<b>862</b>
Numero di azioni IBM	893	893	893	893	893
<b>Impatto su EPS IBM</b>	<b>-0,69</b>	<b>-0,28</b>	<b>0,13</b>	<b>0,56</b>	<b>0,97</b>
Accretion/Dilution	<b>dilution</b>	<b>dilution</b>	<b>accretion</b>	<b>accretion</b>	<b>accretion</b>

Tabella 24 - Stima dell'impatto dell'operazione su EPS di IBM. Dati aggiornati a Giugno 2024.

Fonte: Elaborazione personale su dati Damodaran & Investing.com.

L'evoluzione da diluizione ad accrescimento dell'utile per azione (indicato dal termine EPS) rappresenta un comune evento conseguente le operazioni di M&A, in cui un'operazione apparentemente diluitiva diviene accrescitiva nel tempo grazie allo sviluppo progressivo delle sinergie sfruttate.<sup>150</sup> A testimonianza di tale tendenza, IBM aveva comunicato al mercato che "nel primo anno l'utile per azione del 2020 diminuirà leggermente rispetto alla valorizzazione iniziale, principalmente a causa di maggiori spese per interessi e

<sup>148</sup> IBM: <https://www.ibm.com/investor/att/pdf/ibm-2019-investor-briefing-presentation.pdf>.

<sup>149</sup> Investing.com: <https://it.investing.com/equities/ibm>.

<sup>150</sup> Investopedia: <https://www.investopedia.com/ask/answers/043015/what-difference-between-accretive-and-dilutive-merger.asp>.

impatti non monetari; tuttavia, l'azienda prevede che l'operazione porterà ad un miglioramento dell'utile per azione entro il terzo anno".<sup>151</sup>

Mediante la valutazione contemporanea della società *target* e degli effetti prodotti dallo sfruttamento delle sinergie, in sintesi, è stato stimato un prezzo di acquisizione in linea con l'offerta avanzata dalla società *buyer* IBM; anche gli effetti sull'utile netto conseguenti la conclusione dell'operazione risultano coerenti con le indicazioni comunicate da IBM al mercato.

Per quanto chiare le suddette valutazioni finanziarie, rimane ineccepibile il carattere soggettivo intrinseco in ogni stima effettuata al momento di analisi di un'operazione di M&A: per quanto basate su dati storici e trend aziendali, difatti, le stime delle voci finanziarie di un'azienda, indispensabili a titolo esemplificativo per la costruzione del relativo *business plan*, si basano su decisioni discrezionali; ne consegue la possibilità di giungere a risultati differenti con riferimento alla valutazione della medesima operazione.

La valutazione quantitativa e qualitativa delle conseguenze sviluppatesi dall'operazione di M&A, a tal proposito, rappresenta un ulteriore fattore significativo che conferisce validità alle stime effettuate, in quanto sulla base dei mutamenti dello scenario industriale e della performance della nuova entità risultante è possibile valutare il successo, e la relativa intensità, che ha seguito l'operazione di aggregazione.

### **3.6. Le Conseguenze dell'Operazione di M&A**

L'operazione di acquisizione della società *target* Red Hat da parte della società *buyer* IBM ha prodotto delle esternalità tali da influenzare, da un lato, i risultati finanziari di IBM e, dall'altro, le tendenze sviluppate nell'intera industria informatica.

Con riferimento agli effetti prodotti sull'intera industria, l'operazione di aggregazione in oggetto ha catalizzato una serie di tendenze e sviluppi innovativi principalmente nell'ambito delle attività di *cloud computing* e di servizi *open source*, coerentemente con quelle che sono le attività principali di Red Hat; le operazioni di M&A nel settore, in secondo luogo, sono state protagoniste dell'incremento del volume d'affari gestito nonché della frequenza di sviluppo.

Con riferimento agli effetti prodotti sulle performance di IBM, d'altro canto, risulta difficoltoso stimare l'impatto dell'operazione di aggregazione in oggetto circa lo sviluppo dei risultati aziendali, poiché è estremamente complesso separare la crescita di importi finanziari prodotti dall'attività economica aziendale da eventi esterni privi di una logica razionale, quali, a titolo esemplificativo, eventi macroeconomici dettati da

---

<sup>151</sup> Morgan Stanley. A Big Move into Hybrid Cloud: file:///C:/Users/niccolo/Downloads/20181029%20-%20Morgan%20Stanley%20Research%20-%20IBM%20-%20IBM%20A%20Big%20Move%20-%202010%20pages.pdf.

crisi mondiali. L'analisi approfondita della struttura dei ricavi, tuttavia, evidenzia l'unico aspetto sul quale poter valutare i possibili effetti degli impatti dell'operazione di aggregazione.

Le conseguenze prodotte dall'operazione di M&A in oggetto, in sintesi, toccano ambiti ed aspetti diversi, rivelandosi tendenzialmente favorevoli per il progresso e l'innovazione di prodotti e processi richiesti, sia con riferimento all'azienda acquirente protagonista sia con riferimento alle realtà terze indipendenti rispetto la trattativa, che hanno dovuto adeguarsi all'evoluzione dello scenario competitivo al fine di sopravvivere, contribuendo, per canto proprio, all'ulteriore accrescimento delle innovazioni tecnologiche.

### **3.6.1. L'Impatto dell'Operazione di M&A sull'Industria Informatica**

L'operazione di M&A intercorsa tra la società *target* Red Hat e la società *buyer* IBM ha prodotto delle esternalità tali da influenzare l'intera industria informatica, probabilmente anche considerando la portata di tale attività.

Le motivazioni sottostanti l'interesse verso Red Hat, come presentato precedentemente (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 3.4.1.), sono state insite nella volontà di migliorare la posizione di IBM rispetto le attività di *cloud computing* e di offerta di *software open source*.

Con riferimento alle attività di *cloud computing*, in primo luogo, l'acquisizione ha velocizzato la necessità di sfruttare i *cloud* quali mezzi principali per l'archiviazione e la gestione di dati informatici. Nonostante il concetto di *cloud* fosse divenuto noto al pubblico già negli anni precedenti, il rispettivo utilizzo risultava ancora fortemente limitato rispetto il potenziale preventivato: risulta, a tal proposito, che rispetto i processi aziendali circa lo 80,0% delle aziende negli ultimi anni stava compiendo un percorso di migrazione in spazi *cloud* informatici, differentemente dal quantitativo inferiore al 50% sviluppatosi sino al momento dell'acquisizione. Tale fenomeno è giustificato dal trend generale del mercato, verso cui, tuttavia, la significativa offerta dell'entità risultante dall'operazione di aggregazione in oggetto produce effetti di influenza.<sup>152</sup>

L'attività di *cloud computing* svolta dalla società *target* dell'operazione in oggetto prevede principalmente lo sfruttamento di *cloud* ibridi, intesi come un ambiente di *computing* misto in cui le applicazioni vengono eseguite utilizzando una combinazione di archiviazione in diversi ambienti, quali *cloud* pubblici e *cloud* privati, compresi i data *center on-premise* nonché località perimetrali.<sup>153</sup> Dalla combinazione dell'offerta di servizi innovativi targati Red Hat distribuiti mediante i numerosi canali targati IBM, difatti, la notorietà di tale tipologia di servizio è andata a crescere significativamente, catturando l'attenzione posta sino a quel momento a servizi di *cloud* pubblici e privati, la cui quota di mercato in pochi anni è andata a diminuire di circa il 20% a fronte dell'incremento dell'utilizzo di *cloud* ibridi; nel futuro più a lungo termine si prevede che il seguente

---

<sup>152</sup> <https://www.criticalcase.com/it/blog/6-trend-sul-cloud-per-prepararsi-al-2019.html>.

<sup>153</sup> Google Cloud: <https://cloud.google.com/learn/what-is-hybrid->

[cloud?hl=it#:~:text=Un%20cloud%20ibrido%20C3%A8%20un,on%2Dpremise%20o%20localit%C3%A0%20perimetrali.](https://cloud.google.com/learn/what-is-hybrid-cloud?hl=it#:~:text=Un%20cloud%20ibrido%20C3%A8%20un,on%2Dpremise%20o%20localit%C3%A0%20perimetrali.)

trend continui, seppur assestandosi ad una forma prossima all'equilibrio di utilizzo delle suddette tipologie di spazi telematici (si veda, a tal proposito, la Figura 13).<sup>154</sup>

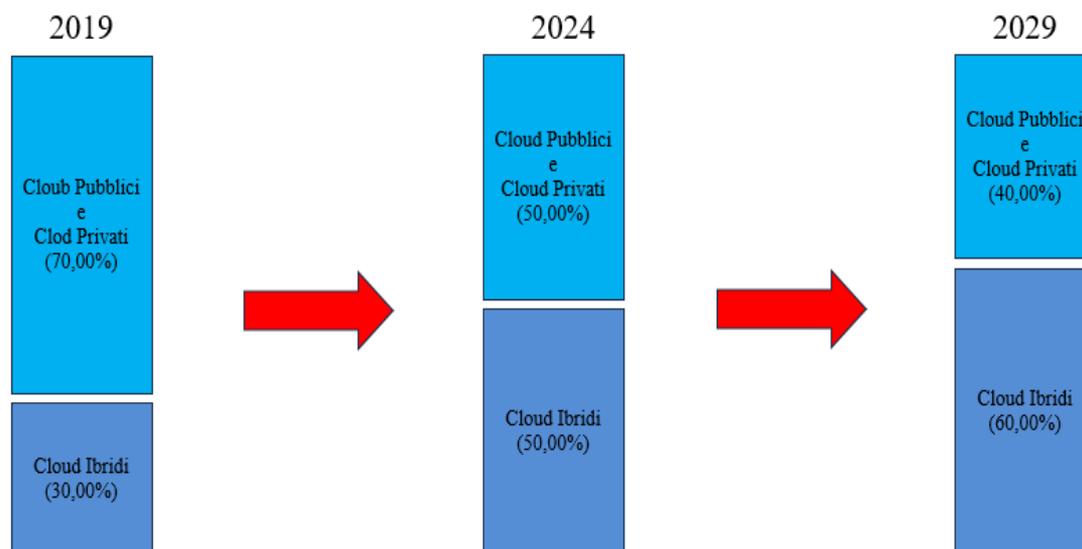


Figura 13 – Andamento nel tempo e previsioni future dell'utilizzo delle principali tipologie di cloud. Dati aggiornati a Dicembre 2023. Fonte: Red Hat.

Con riferimento alle attività di servizi *open source*, in secondo luogo, l'acquisizione ha velocizzato il trend di crescita caratterizzante l'adozione di *software open source* in tutti i settori, con un numero crescente di aziende che si affidano a strumenti e piattaforme *open source*: tale fenomeno è determinato da fattori quali flessibilità, risparmio sui costi, sicurezza e accesso a una comunità globale di sviluppatori, che, tra le altre cose, sta ampliando sempre di più superando i 100 milioni di sviluppatori a fine 2023.<sup>155</sup> La crescita dell'adozione nonché dell'utilizzo di piattaforme aperte ha accompagnato l'aumento dei ricavi dell'industria, che al 2021 hanno registrato un risultato di 25,6 miliardi di dollari, in aumento di oltre il 20,0% rispetto a soli due anni prima, e che si prospetta continuino a crescere sino ad un valore di 54,1 miliardi di dollari nel solo 2027; il tasso di crescita annuale composto del 16,2% del periodo considerato, a tal proposito, non si è dimostrato equivalente per tutti i settori considerati, segnando, anzi, mercati la cui crescita si è dimostrata e continuerà ad essere più significativa: l'industria dei servizi aziendali, a titolo esemplificativo, viene presentata come il mercato con alti tassi di crescita negli ultimi anni e nel prossimo futuro, anche grazie alla specifica offerta dell'entità risultante l'operazione in oggetto per mezzo, a titolo esemplificativo, del software Red Hat Enterprise Linux (si veda, a tal proposito, la Figura 14).<sup>156</sup>

<sup>154</sup> Red Hat: <https://www.redhat.com/rhdc/managed-files/rh-2024-global-tech-trends-overview-999450-202402-a4-.pdf>.

<sup>155</sup> OSS Software.org: <https://osssoftware.org/blog/open-source-software-news-2024-trends/#:~:text=Summary%20of%20Major%20Trends&text=Continued%20growth%20in%20adoption%20of,a%20global%20community%20of%20developers.>

<sup>156</sup> Markets and Markets: <https://www.marketsandmarkets.com/Market-Reports/open-source-services-market-27852275.html>.

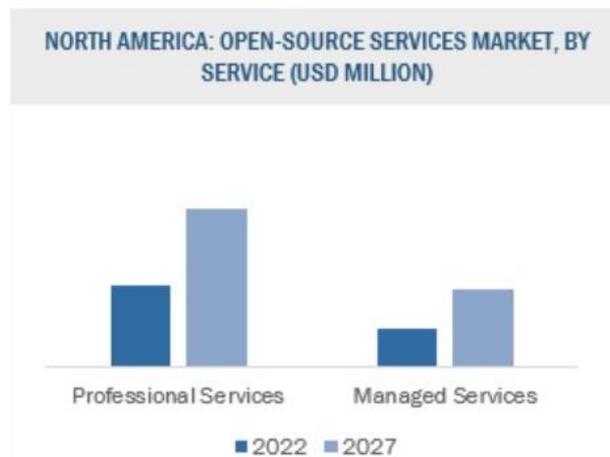


Figura 14 –Previsioni future dell’adozione di software open source.  
Dati aggiornati a Dicembre 2023. Fonte: Markets and Markets.

Ulteriore conseguenza prodotta dall’operazione di M&A in oggetto è rappresentata dall’aumento in termini di volume d’affari gestito delle operazioni di acquisizione e fusione nel settore di riferimento. Sebbene, difatti, sino a quel momento il mercato era stato caratterizzato solamente da due attività di aggregazione di importo vicino o simile a quello in oggetto (si veda, a tal proposito, il paragrafo 3.4.), a seguito dell’acquisizione di Red Hat la frequenza di operazioni di elevato valore è aumentato nel tempo: basti pensare che a distanza di un solo anno dalla conclusione dell’operazione in oggetto si sono concluse tre operazioni di M&A nell’industria di riferimento dal valore medio di circa 40 miliardi di dollari (AMD acquisisce l’azienda Xilinx per un valore totale di 50 miliardi di dollari, Salesforce acquisisce l’azienda Slack per 28 miliardi di dollari, e NVIDIA acquisisce ARM Holdings per 40 miliardi di dollari).<sup>157</sup>

L’operazione di M&A intercorsa tra la società *target* Red Hat e la società *buyer* IBM, in sintesi, ha prodotto delle esternalità tali da influenzare l’intera industria informatica, individuando trend che hanno contribuito a sviluppi innovativi, specie nelle attività di *cloud computing* e di *software open source*, degli anni più recenti e futuri. In un quadro così delineato, IBM, grazie all’attività di aggregazione, è riuscita ad assumere una posizione di leadership indiscussa.

### 3.6.2. L’impatto dell’Operazione di M&A sulla Performance di IBM

L’operazione di M&A intercorsa tra la società *target* Red Hat e la società *buyer* IBM ha prodotto delle esternalità tali da influenzare i risultati conseguiti dall’attività economica della azienda acquirente, probabilmente anche considerando la portata di tale attività.

<sup>157</sup> CXO Today.com: <https://cxotoday.com/specials/the-biggest-enterprise-tech-ma-deals-of-2020/>.

Le motivazioni sottostanti l'interesse verso Red Hat, come presentato precedentemente (si veda, a tal proposito, il Paragrafo 3.4.1.), sono state insite nella volontà di migliorare le performance di IBM rispetto la capacità di aumentare i propri ricavi e, di conseguenza, il rispettivo valore azionario.

Con riferimento ad i ricavi da vendite e prestazioni successivi al momento dell'acquisizione, viene evidenziato lo sviluppo di una situazione peculiare: i ricavi individuati al termine dell'anno fiscale 2020, primo esercizio posteriore all'operazione di acquisizione, risultano pari a 73,6 miliardi di dollari, segnando una lieve diminuzione del 5% circa rispetto il medesimo risultato conseguito nell'anno precedente (pari a 77,1 miliardi di dollari); tenendo in considerazione, tuttavia, la sussistenza di un fenomeno macroeconomico esterno quale la crisi mondiale conseguente lo scoppio della pandemia Covid-19, viene difficile giustificare la perdita di profittabilità per mezzo dei soli impatti conseguenti l'operazione di aggregazione: la pandemia da Covid-19, a tal proposito, ha provocato l'arresto di numerose attività produttive, portando, nei casi più estremi, molteplici soggetti economici vicini al fallimento; affianco a tale momento di complessità economica IBM aveva deciso di attuare una ristrutturazione aziendale atta alla transizione verso modelli di business differenti che, per le relative peculiarità, aveva comportato una diminuzione temporanea dei ricavi: la contemporaneità dei suddetti eventi, dunque, è tale da giustificare i risultati deludenti riscontrati al termine dell'esercizio del 2020. Gli effetti conseguenti i suddetti eventi, specie le problematiche annesse alla crisi globale da pandemia Covid-19, si sono sviluppati progressivamente in un arco temporale caratterizzato da più anni fiscali, da cui deriva la motivazione sottostante per cui tutti i ricavi degli anni successivi l'operazione di aggregazione individuano risultati inferiori rispetto all'anno subito antecedente l'annuncio dell'attività in oggetto, arrivando al 2023 ad un risultato inferiore di circa il 20% rispetto il medesimo dell'anno subito antecedente l'attività in oggetto. Viene, tuttavia, individuato un trend crescente che si sviluppa tra i ricavi del periodo analizzato post-acquisizione, che segna un miglioramento di circa lo 8% tra i risultati compresi tra il 2021 e la fine dell'esercizio fiscale 2023, nonché le prospettive future che stimano la crescita dei ricavi di IBM di almeno altri quattro punti percentuale entro la fine del prossimo anno fiscale.<sup>158</sup> Il risultato che ne consegue, dunque, individua un trend di ripresa dell'attività economica di IBM, possibile per mezzo dell'aumento progressivo dei ricavi da vendite e prestazioni nel lungo futuro.

Con riferimento all'andamento del prezzo azionario, si evidenzia un andamento relativamente in crescita del titolo (si veda, a tal proposito, il Grafico 2), in cui la valorizzazione aziendale si sposta in un *range* che va da un minimo di 106,05 dollari / azione, sviluppato nella prima parte post-acquisizione, ad un massimo di 190,96 dollari / azione, sviluppato nella seconda parte più recente post-acquisizione, seppur comunque in generale viene tenuto un valore medio piuttosto stabile nei vari anni di riferimento: calcolando la media dell'importo assunto dal prezzo / azione su base giornaliera di ogni anno di riferimento si individua una crescita progressiva che si esaurisce alla fine del 2023 con una crescita del prezzo / azione pari al 17,0% rispetto il medesimo rapporto assunto a fine 2020, per poi aumentare di oltre venticinque punti percentuale sulla base del importo

---

<sup>158</sup> Simply Wall Street: <https://simplywall.st/stocks/us/software/nyse-ibm/international-business-machines/future#:~:text=International%20Business%20Machines%20is%20forecast,be%2031.1%25%20in%203%20years>.

medio su base giornaliera sino ai primi giorni del mese di giugno 2024. Il risultato che ne consegue, dunque, individua un trend di crescita del prezzo / azione di IBM, possibile per mezzo del miglioramento progressivo della performance economica; anche se risulta complesso stimare quanto tale andamento sia dovuto alle conseguenze dirette dell'operazione in oggetto piuttosto che ad altri fattori.<sup>159</sup>

I risultati dati dai ricavi da vendite e prestazioni e dal prezzo / azione, in sintesi, individuano una tendenza generale di crescita. Il limite della seguente analisi sugli impatti prodotti dall'attività di IBM, tuttavia, è dimostrato dalla difficoltà di stima del peso dell'operazione sul miglioramento della performance aziendale: gli incrementi dei ricavi, a titolo esemplificativo, potrebbero derivare da innovazioni slegate dai reparti di Red Hat, per cui il miglioramento della performance risulterebbe indipendente dai risultati prodotti dall'acquisizione. L'assenza nei prospetti contabili e nelle note integrative di IBM di specifiche circa la divisione dei risultati sulla base di società acquisite e controllate, dunque, implica l'impossibilità di asserire con certezza che le conseguenze positive esposte nel seguente paragrafo derivano dai risultati prodotti dallo sfruttamento delle sinergie.

L'unico aspetto sul quale far affidamento nel tentativo di spiegazione dell'impatto dell'operazione sulla performance di IBM, al fine di confermare le esternalità positive conseguenti l'operazione di M&A in oggetto, è rappresentato dalla posizione di leader indiscusso nell'ambito del *cloud computing* assunta dall'entità risultante l'attività di aggregazione, per mezzo di cui IBM ha rafforzato la rispettiva offerta di servizi di *hybrid cloud*: i ricavi riferiti alla seguente attività sono passati da 16,84 miliardi di dollari nel 2019,<sup>160</sup> momento antecedente l'operazione di M&A, a 22,38 miliardi di dollari alla fine dell'anno fiscale 2022 (si è preso il 2022 come anno di riferimento in quanto manca il medesimo dato aggiornato al 2023), segnando un incremento di oltre il 30,0% in solamente tre esercizi consecutivi, ed andando ad individuare un risultato nettamente superiore al tasso di crescita tendenziale di una sola cifra sino a quel momento registrato.<sup>161</sup>

Al fine di fornire giudizi accurati nonché basati su fatti quanto più oggettivi è stata analizzata la documentazione relativa agli *Annual Report* IBM per quanto concerne la voce afferente ad i ricavi derivanti dall'offerta di servizi *hybrid cloud*: la seguente funzione, che rappresenta l'elemento chiave che ha motivato l'acquisizione della società *target* Red Hat, ha permesso a IBM nel tempo di incrementare i rispettivi ricavi di riferimento di un importo pari al 30,9% rispetto il medesimo risultato conseguito nell'esercizio antecedente la conclusione dell'operazione di aggregazione, da cui vengono sottolineati, dunque, gli effetti positivi assorbiti dall'operazione di M&A in oggetto.

Dalla seguente analisi, in conclusione, vengono evidenziati gli impatti positivi per IBM derivanti dall'acquisizione di Red Hat, che hanno determinato un aumento dei ricavi da servizi *hybrid cloud* e, dunque, ad incrementare la capacità di generare ricchezza nel tempo, che ragionevolmente dovrebbero aver comportato

---

<sup>159</sup> Yahoo Finance: <https://it.finance.yahoo.com/quote/IBM/history>.

<sup>160</sup> IBM: <https://www.ibm.com/investor/att/pdf/IBM-4Q19-Earnings-Press-Release.pdf>.

<sup>161</sup> IBM: [https://www.ibm.com/annualreport/assets/downloads/IBM\\_Annual\\_Report\\_2022.pdf](https://www.ibm.com/annualreport/assets/downloads/IBM_Annual_Report_2022.pdf).

un miglioramento dell'utile per azione (indicato dal termine EPS) (si veda, a tal proposito, il paragrafo 3.5.3).

Per quanto sia complesso definire il peso delle conseguenze dell'operazione di M&A in oggetto sul miglioramento generico della performance aziendale dei tempi più attuali, l'analisi condotta sulla voce dei ricavi da *hybrid cloud* testimonia l'impatto positivo sviluppatosi a seguito dell'operazione.



## CONCLUSIONI

---

Il presente lavoro ha dimostrato, in generale, come la necessità di crescita al fine della sopravvivenza in un ambiente competitivo in evoluzione possa essere soddisfatta dalla strutturazione di operazioni di M&A, acronimo anglosassone utilizzato per indicare le attività finanziarie di fusione e acquisizione con aziende terze indipendenti.

Dalla prima parte dell'Elaborato è stato definito un quadro panoramico teorico delle operazioni di M&A e dei relativi metodi di valutazione, utile alla comprensione approfondita del tema centrale trattato.

Nell'insieme di strategie di crescita perseguibili dalle aziende, le operazioni di fusione e acquisizione segnano l'attività con il più alto potenziale prospettico in materia di sviluppo dimensionale nel lungo termine, tanto da giustificare la tendenza sempre più frequente delle aziende di strutturare operazioni di aggregazioni al solo fine di crescere. Tale fenomeno viene ulteriormente dimostrato dal trend storico positivo in termini di aumento della frequenza nonché del volume di affari gestito per mezzo delle operazioni in oggetto, superiore ad un valore prossimo attuale di 3.000 miliardi di dollari; i picchi di attività sviluppatasi in determinati momenti storici, riconosciuti con la terminologia di *merger waves periods*, hanno contribuito a rendere sempre più nota e popolare l'attività in oggetto.

L'elevato potenziale di successo, tuttavia, è logicamente contrapposto a rischi significativi tali da compromettere l'intera gestione aziendale nel caso in cui la trattativa non producesse i risultati sperati; ne consegue, dunque, la necessità di individuare solidi razionali per l'attuazione della strategia di crescita, quali lo sfruttamento di potenziali sinergie, siano esse di ricavo, di costo, finanziarie o fiscali, atte a migliorare ed incrementare le performance aziendali. Nel corso dell'intero procedimento di fusione e acquisizione, a tal proposito, viene evidenziata la necessità di effettuare valutazioni utili alla determinazione delle azioni finanziariamente corrette da eseguire e, dunque, utili alla determinazione di un corretto prezzo per azione da offrire che rispecchi effettivamente il potenziale economico preventivato, evitando così il conseguimento di risultati negativi inaspettati. La stima aziendale, a tal proposito, avviene mediante molteplici metodi di valutazione finanziaria, quali il metodo del *Discounted Cash Flow* ed il metodo dei multipli; al fine di fornire un quadro più generale e chiaro, viene dimostrata l'utilità di accostare alle suddette misure quantitative analisi di natura relativamente qualitativa, quali il settore di riferimento nonché la performance passata ed i *future outlook* della società *target*.

Dalla seconda parte dell'Elaborato è stato definito un quadro specifico pratico dell'operazione intercorsa tra la società *buyer* IBM e la società *target* Red Hat.

L'annuncio che esterna le intenzioni di Big Blue di acquisire Red Hat è arrivato ad ottobre 2018, seppur l'acquisizione è stata effettivamente conclusa nel luglio 2019 con l'effettivo pagamento di un prezzo per azione di 190 dollari sulla totalità delle azioni in circolazione della società *target*.

Al fine di fornire un giudizio di sintesi circa i dettagli finanziari dell'operazione in oggetto, sono state eseguite delle stime di valorizzazione del prezzo per azione di Red Hat. Per mezzo della costruzione del *business plan*, è stata condotta un'analisi finalizzata all'individuazione del corretto prezzo per azione della società *target*. Per condurre un'analisi quanto più precisa ed accurata, sono stati utilizzati i due modelli finanziari più utilizzati dagli analisti finanziari, rappresentati dal metodo del *Discounted Cash Flow* e dal metodo dei Multipli, utilizzati rispettivamente quali strumenti analitici e di controllo sulla base delle rispettive peculiarità.

Entrambe le metodologie hanno portato a risultati prospettici perfettamente in linea tra loro (la variazione tra i due valori risulta di circa dieci punti percentuale), individuando per mezzo del Metodo *del Discounted Cash Flow* un prezzo per azione pari a 173,20 dollari ed individuando per mezzo del Metodo dei Multipli un prezzo per azione pari a 155,15 dollari, sulla base dei multipli di mercato, e pari a 159,19, sulla base dei multipli di transazioni comparabili. Tale importo, tuttavia, risulta inferiore rispetto il prezzo pagato, pari rispettivamente a 190 dollari; la seguente dinamica risulta giustificata se si considera che la valorizzazione di Red Hat è stata effettuata considerando il solo valore *stand alone* della società: secondo il modello della stratificazione del valore, difatti, il valore di acquisizione di un'operazione di M&A è dato da una moltitudine di variabili finanziarie, tra cui il valore indipendente della società acquisita ed il valore di sinergia stimato.

Al fine di fornire un giudizio completo e corretto, dunque, è stato stimato il valore derivante dallo sfruttamento delle sinergie post-acquisizione sulla base di quanto comunicato da IBM al momento dell'operazione; partendo dai risultati stimati, calcolati sulla base delle suddette informazioni nonché sulla base dei dati di bilancio delle due parti coinvolte nell'operazione, è stato possibile individuare il valore aggiuntivo derivante dalle sinergie preventivate, pari ad un valore di oltre 10 miliardi di dollari. Dalla somma tra il valore di *equity* risultante dalla valorizzazione *stand alone* di Red Hat e il valore risultante dalla valorizzazione degli effetti futuri delle sinergie dell'operazione viene stimato un valore *equity* totale pari a 40,89 miliardi di dollari che, diviso per il numero di azioni in circolazione della società *target*, restituisce un prezzo per azione pari a 229,58 dollari.

<b>Stima del Prezzo / Azione Sinergie</b>	
VAN	10.042
Numero azioni	178.093
Equity Value Pre-Sinergie	30.846
Equity Value Post-Sinergie	40.887
Prezzo / azione Pre-Sinergie	173,20
<b>Prezzo / azione Post-Sinergie</b>	<b>229,58</b>

*Tabella 23 - Stima del prezzo per azione consolidato..*

*Fonte: Elaborazione personale su dati Damodaran & Investing.com*

Il valore teorico che include l'impatto totale derivanti dalle sinergie porta ad un prezzo per azione superiore di oltre il 30% rispetto alla valorizzazione *stand alone* della società *target*, con un incremento di oltre 55 dollari per azione. La società *buyer*, a tal proposito, si è dimostrata disposta a riconoscere nel prezzo offerto per l'acquisizione di Red Hat il 35% circa del valore complessivo delle sinergie, equivalente ad un valore totale di 16,80 dollari per azione in circolazione, come forma di premio per la fiducia e la buona gestione passata del management aziendale che ha portato Red Hat a conseguire i risultati più recenti nonché le risorse di interesse per la visione futura di IBM.

Al fine di fornire una rappresentazione completa dell'operazione in oggetto, sono state condotte valutazioni quantitative e qualitative con riferimento alle conseguenze sviluppatasi dall'operazione di M&A. Gli impatti principali, a tal proposito, si rifanno all'industria informatica, con riferimento alla focalizzazione verso l'offerta di servizi *hybrid cloud* nonché di *software open source*, ed alle performance economiche di IBM, che hanno segnato dei tassi di ripresa successivi la crisi mondiale causata dalla pandemia da Covid-19 promettenti. Nonostante le analisi preliminari quantitative e qualitative svolte, tuttavia, rimane difficile capire quanti dei suddetti effetti siano prodotti realisticamente ed esclusivamente dall'operazione. Nel tentativo di fornire giudizi accurati nonché basati su fatti quanto più oggettivi, e considerando l'assenza in bilancio di voci afferenti la sola attività di Red Hat, è stata analizzata la documentazione relativa ai bilanci di IBM con riferimento alla voce dei ricavi derivanti dall'offerta di servizi *hybrid cloud*: la seguente area, che rappresenta l'elemento chiave che ha motivato l'acquisizione della società *target* Red Hat, ha permesso a IBM di incrementare nel tempo i rispettivi ricavi di riferimento da un importo pari a circa 17 miliardi di dollari nel 2019 ad un importo totale di 22,4 miliardi di dollari nel 2022 (il medesimo risultato per il 2023 non è stato pubblicato), segnando un miglioramento del 30,9% rispetto al medesimo risultato conseguito nell'esercizio antecedente la conclusione dell'operazione di aggregazione: ne consegue, dunque, che l'attività centrale che ha motivato l'operazione di aggregazione sta producendo risultati positivi.

Il quadro generale che viene rappresentato dal presente lavoro, in sintesi, è caratterizzato dal pagamento da parte della società *buyer* IBM alla società *target* Red Hat di un prezzo per azione dal valore di 190 dollari, che risulta in linea con i risultati stimati; inoltre, l'attività di M&A sta producendo impatti positivi rispetto ai risultati di IBM, implicando principalmente l'incremento della voce dei ricavi, in coerenza con le stime del mercato al momento dell'offerta.



## BIBLIOGRAFIA

---

- Agnihotri, A. (2014). Corporate reputation based theory of choice between organic, hybrid and inorganic growth strategies. Leeds, Inghilterra: Corporate Communications: An International Journal.
- Alexandridis, G. & Al. (2012). How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave. Londra, Inghilterra: The European Journal of Finance, 663–688.
- Ambrosetti, S. (2002). Best practices nei metodi di valutazione d'impresa e di stima del costo del capitale. Milano, Italia: AIAF Formazione e cultura, n. 41, dicembre 2001/gennaio 2002.
- Angwin, D. N. & Meadows, M. (2015). New integration strategies for post-acquisition management. Oxford, Inghilterra: Long Range Planning, 48(4), 235-251.
- Arcuri, A. & Van Den Bergh, R. (2001). Metodologie di valutazione dell'impatto della regolamentazione: il ruolo dell'analisi costi-benefici. Bologna, Italia: Mercato concorrenza regole, 223-256.
- Berk, J. & DeMarzo, P. (2018). Finanza Aziendale (Quarta Edizione), Vol 1. USA: Pearson.
- Berk, J. & DeMarzo, P. (2018). Finanza Aziendale (Quarta Edizione), Vol 2. USA: Pearson.
- Blume, M. E. (1975). Betas and their regression tendencies. Philadelphia, USA: The Journal of Finance.
- Boccardelli, P. & Brunetta, F. (2014). Istituzioni, mercati e imprese: il ruolo delle istituzioni nelle strategie di crescita. Milano, Italia: McGraw-Hill Education.
- Brealey, R. & Al. (2020). Principi di finanza aziendale. Milano, Italia: McGraw-Hill Education.
- Buttignon, F. (1991). Modelli finanziari di valutazione delle strategie. Milano, Italia: Etaslibri.
- Conca, V. (2010). Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita. Bologna, Italia: EGEA.
- Dalocchio, M. & Salvi, A. (2011). Finanza aziendale. V.2, Finanza straordinaria. Milano, Italia: Egea.
- Damodaran, A. (2005). The value of synergy. New York, USA: Leonard N. Stern School of Business.
- Damodaran, A. (2010). Corporate Finance: Theory and Practice. Hoboken, USA: John Wiley & Sons.
- Di Gianni, F. & Jerusalem, R. (2014). Acquisizioni e fusioni: Valutazione, strutturazione e negoziazione. Milano, Italia: Il Sole 24 Ore.
- Di Lazzaro, F. & Musco, G. (2015). Analisi aziendale. Torino, Italia: Giappichelli.

- DiFucci, J. & Karl, J. (2018). Hold on to your Hat: RHT Getting Acquired for \$190/share by IBM. USA: Jefferies Americas.
- Duan, Y. & Jin, Y. (2019). Financial constraints and synergy gains from mergers and acquisitions. New Jersey, USA: *Journal of International Financial Management & Accounting*, 60-82.
- Fernandez, P. (2010). WACC: definition, misconceptions, and errors. Portland, USA: *Business Valuation Review*, 29(4), 138-144.
- Fidrmuc, J. P. & Xia, C. (2019). M&A deal initiation and managerial motivation. Amsterdam, Paesi Bassi: *Journal of Corporate Finance*, 320-343.
- Franceschi, L. F. & Comi, L. (2015). *Modelli finanziari per la valutazione d'azienda*. Milano, Italia: EDUCatt.
- Gagliardi, G. (2018). L'importanza della data room. Italia: *Rivista Amministrazione e Finanza* 7/2018.
- Guatri, L. & Bini, M. (2009). *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*. Milano, Italia: Egea.
- Guatri, L. & Bini, M. (2021). *La valutazione delle aziende*. Milano, Italia: Egea.
- Hammer, B. (2017). Inorganic growth strategies and the evolution of the private equity business model. Amsterdam, Paesi Bassi: *Journal of Corporate Finance*.
- Kleinert, J. & Klodt, H. (2002). Causes and consequences of merger waves (No. 1092). Kiel, Germania: Kiel Working Paper.
- Krishnakumar, D. & Sethi, M. (2012). Methodologies used to determine mergers and acquisitions' performance. USA: *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 75-91.
- Kruschwitz, L. & Löffler, A. (2006). *Discounted cash flow: a theory of the valuation of firms*. Hoboken, USA: John Wiley & Sons.
- Massari, M. & Zanetti, L. (2008). *Valutazione finanziaria: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*. Milano, Italia: McGraw-Hill.
- Massari, M. (1998). *Finanzia aziendale. Valutazione*. Milano, Italia: McGraw-Hill Education.
- Mishkin, F. & Al. (2020). *Istituzioni e mercati finanziari*. Milano, Roma: Pearson.
- Nath, H. K. & Liu, L. (2017). Information and communications technology (ICT) and services trade. USA: *Information Economics and Policy*, 41, 81-87.
- Opoku-Mensah, E. & Al. (2019). Mergers and acquisitions antecedents in BRICS. USA: *Global Journal of Emerging Market Economies*, 202-214.

- Rangan, K & Beliov, N. (2018). IBM to acquire RHT for \$190/share moving to No Rating. USA: Bank of America Merrill Lynch.
- Regalli, M. & Al. (2018). *Analisi finanziaria*. Milano, Italia: McGraw-Hill Education.
- Rubaltelli, E. (2014). Emozioni e comportamento degli investitori. *Bologna, Italia: Sistemi intelligenti*, 26(2), 345-360.
- Săcui, V. & Maticiuc, M. D. (2020). The Sources of Revenue Synergies in Mergers & Acquisitions. *Bucarest, Romania: EDITURA ASE*, 592-602.
- Serena, G. (2022). *Private equity and venture capital: theory, evolution and valuation*. Cham, Svizzera: Springer Nature Switzerland AG.
- Snichelotto, M. & Pegoraro, A. (2009). *Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo*. Italia: RiViSta.
- Sudharsan, D. (2019). *Organic Growth Disciplines*. Bingley, Inghilterra: Emerald Publishing Limited.
- Tedeschi, G. & Salvadeo, S. (2012). *Le operazioni straordinarie e la gestione dei processi di acquisizione*. Italia: Ipsoa.
- Terence, C. M. (2017). *Corporate finance: The Basics*. Londra, Inghilterra: Routledge.
- Van Binsbergen, J. H. & Al. (2010). The cost of debt. *Philadelphia, USA: The Journal of Finance*, 65(6), 2089-2136.
- Wangerin, D. (2019). *M&A due diligence, post-acquisition performance, and financial reporting for business combinations*. Ontario, Canada: *Contemporary Accounting Research*, 36(4), 2344-2378.
- Zatti, A. & Romano, S. (2019). *Le acquisizioni di impresa*. Milano, Italia: Egea.
- Zhou, L. (2016). *Mergers and Acquisitions Deal Initiation and Motivation*. Montréal, Canada: Doctoral dissertation, Concordia University.
- Zhu, Z. & Huang, H. (2007). The cultural integration in the process of cross-border mergers and acquisitions. *San Diego, California: International management review*, 3(2).

## SITOGRAFIA

---

Aicpa & Cima: <https://www.aicpa-cima.com/resources/download/statement-on-standards-for-valuation-services-vs-section-100>

Altalex: <https://www.altalex.com/documents/altalexpedia/2013/01/10/franchising>.

Ansa: [https://www.ansa.it/canale\\_tecnologia/notizie/tecnologia/2024/01/22/quarantanni-fa-il-mac-con-mouse-e-grafica-apple-rivoluziona-pc\\_d7a62462-6ffd-420c-8fbc-b3f4dac66c67.html](https://www.ansa.it/canale_tecnologia/notizie/tecnologia/2024/01/22/quarantanni-fa-il-mac-con-mouse-e-grafica-apple-rivoluziona-pc_d7a62462-6ffd-420c-8fbc-b3f4dac66c67.html).

Bain. Looking Back at M&A in 2023: Who Wins in a Down Year?: <https://www.bain.com/insights/looking-back-m-and-a-report-2024/>.

Bloomber: <https://www.bloomberg.com/profile/company/RHT:US>.

Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/tasso-risk-free.html>.

Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/leveragebuyout.htm>.

Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/capm.htm>.

Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/indici-concentrazione-settore.htm>.

Boston Consulting Group. The Regional Perspective of 2023 M&A Report: <https://www.bcg.com/publications/2023/regional-perspective-on-m-and-a-market-trends>.

Britannica: <https://www.britannica.com/money/Lou-Gerstner>.

Bulls and Bears: <http://www.bullsandbears.it/analisi/il-vantaggio-competitivo/il-ciclo-di-vita-competitivo/>.

Camera.it: [https://leg15.camera.it/cartellecomuni/leg14/RapportoAttivitaCommissioni/testi/10/10\\_cp17.htm](https://leg15.camera.it/cartellecomuni/leg14/RapportoAttivitaCommissioni/testi/10/10_cp17.htm).

Cleverism: <https://cleverism.com/how-to-create-and-shorten-long-list-mergers-acquisitions/>.

CNBC: <https://www.cnbc.com/2018/11/01/before-sale-to-ibm-for-billions-red-hat-started-in-cofounders-closet.html>.

CNET: <https://www.cnet.com/tech/tech-industry/red-hat-shares-triple-in-ipo/>.

Corporate Finance Institute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/takeover-premium/>.

Corporate Finance Institute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/cost-of-equity-guide/>.

Corporate Finance Institute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/types-of-valuation->

Corriere della Sera: [https://dizionari.corriere.it/dizionario\\_italiano/P/personal\\_computer.shtml](https://dizionari.corriere.it/dizionario_italiano/P/personal_computer.shtml).

Corriere della Sera: [https://dizionari.corriere.it/dizionario\\_italiano/S/software.shtml](https://dizionari.corriere.it/dizionario_italiano/S/software.shtml).

Corriere della Sera: [https://dizionari.corriere.it/dizionario\\_italiano/H/hardware.shtml](https://dizionari.corriere.it/dizionario_italiano/H/hardware.shtml).

CXO Today.com: <https://cxotoday.com/specials/the-biggest-enterprise-tech-ma-deals-of-2020/>.

Deal Room: <https://dealroom.net/blog/software-mergers-and-acquisitions>.

Diritto.it: [https://www.diritto.it/la-fusione-di-azienda-definizione-e-caratteri/#:~:text=Attraverso%20fusione%20per%20unione%2C%20cio%3%A8,tipo%20diverso%20\(fusione%20eterogenea\)](https://www.diritto.it/la-fusione-di-azienda-definizione-e-caratteri/#:~:text=Attraverso%20fusione%20per%20unione%2C%20cio%3%A8,tipo%20diverso%20(fusione%20eterogenea)).

Enciclopedia Treccani: <https://www.treccani.it/enciclopedia/globalizzazione/>.

Enciclopedia Treccani: [https://www.treccani.it/enciclopedia/industria-informatica\\_\(Enciclopedia-Italiana\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/industria-informatica_(Enciclopedia-Italiana)/).

Enciclopedia Treccani: <https://www.treccani.it/enciclopedia/open-source/>.

Enciclopedia Treccani: [https://www.treccani.it/enciclopedia/operazioni-straordinarie-su-societa\\_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](https://www.treccani.it/enciclopedia/operazioni-straordinarie-su-societa_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/).

Enciclopedia Treccani: <https://www.treccani.it/vocabolario/web/>.

Ernst & Young. M&A activity remains resilient in 2022, but further shocks could derail outlook: [https://www.ey.com/en\\_vn/news/2022/09/m-and-a-activity-remains-resilient-in-2022-but-further-shocks-could-derail-outlook](https://www.ey.com/en_vn/news/2022/09/m-and-a-activity-remains-resilient-in-2022-but-further-shocks-could-derail-outlook).

Federal Trade Commission: <https://www.ftc.gov/advice-guidance/competition-guidance/guide-antitrust-laws/antitrust-laws>.

First Online: <http://www.firstonline.info/a/2013/06/05/bocconi-e-goldman-sachs-ma-con-la-crisi-rende-piu-/ef8406d8-8595-4a84-80e3-7957bb362dc4>.

Forbes: <https://forbes.it/eccellenza/ibm/>.

Fortune 500: <https://fortune.com/tag/ibm-2/>.

Geopop: <https://www.geopop.it/cosa-sono-e-che-caratteristiche-hanno-le-smart-city-le-citta-intelligenti-del-futuro/>.

Glossario Marketing: <https://www.glossariomarketing.it/significato/cross-selling/>.

Google Cloud: <https://cloud.google.com/learn/what-is-hybrid-cloud?hl=it#:~:text=Un%20cloud%20ibrido%20%C3%A8%20un,on%2Dpremise%20o%20localit%C3%A0%20perimetrali.>

Hardware Upgrade: [https://www.hwupgrade.it/news/mercato/ibm-stanziati-20-miliardi-di-dollari-per-acquisizioni\\_32571.html](https://www.hwupgrade.it/news/mercato/ibm-stanziati-20-miliardi-di-dollari-per-acquisizioni_32571.html).

Harvard Business Review: <https://www.hbritalia.it/homepage/2023/10/16/news/facciamo-entrare-piu-giovani-nei-gruppi-dirigenti-15682/>.

Critical Case: <https://www.criticalcase.com/it/blog/6-trend-sul-cloud-per-prepararsi-al-2019.html>.

Hudson's Bay Company: <https://www.hbcheritage.ca/history/acquisitions/the-north-west-company>.

IBM: <https://it.newsroom.ibm.com/2019-07-09-ibm-perfeziona-la-storica-acquisizione-di-red-hat-per-34-miliardi-di-dollari-e-ridefinisce-il-panorama-del-cloud-ibrido-e-aperto>.

IBM: <https://newsroom.ibm.com/IBM-acquires-Manta-Software-Inc-to-complement-data-and-AI-governance-capabilities>.

IBM: [https://www.ibm.com/annualreport/assets/downloads/IBM\\_Annual\\_Report\\_2022.pdf](https://www.ibm.com/annualreport/assets/downloads/IBM_Annual_Report_2022.pdf).

IBM: <https://www.ibm.com/docs/en/zos-basic-skills?topic=now-history-ims-beginnings-nasa>.

IBM: <https://www.ibm.com/history/ctr-and-ibm>.

IBM: <https://www.ibm.com/investor/articles/ibm-and-red-hat-better-together>.

IBM: <https://www.ibm.com/investor/att/pdf/IBM-4Q19-Earnings-Press-Release.pdf>.

IBM: <https://www.ibm.com/it-it/about>.

Ig.com: <https://www.ig.com/au/news-and-trade-ideas/shares-news/up-in-the-clouds--where-next-for-ibm-stock-after-red-hat-acquisi-181119>.

Il Sole 24Ore: <https://www.ilsole24ore.com/art/ibm-si-spezza-due-nasce-kyndryl-societa-servizi-i-big-AEoEdYu>.

Innovation Post: <https://www.innovationpost.it/attualita/mercati/il-mondo-del-cloud-in-subbuglio-ibm-acquisisce-red-hat/>.

Investing.com: <https://it.investing.com/economic-calendar/cpi-733>.

Investing.com: <https://it.investing.com/equities/ibm>.

Investing.com: <https://it.investing.com/equities/red-hat-inc>.

Investopedia: <https://www.investopedia.com/articles/financial-analysis/062716/gAAP-vs-nongAAP-which-should-you-consider-evaluation.asp>.

Investopedia: <https://www.investopedia.com/ask/answers/043015/what-difference-between-accretive-and-dilutive-merger.asp>.

Investopedia: <https://www.investopedia.com/ask/answers/111714/whats-difference-between-levered-and-unlevered-free-cash-flow.asp#:~:text=The%20difference%20between%20levered%20and,before%20paying%20its%20financial%20obligations.>

Investopedia: [https://www.investopedia.com/terms/c/confidentiality\\_agreement.asp](https://www.investopedia.com/terms/c/confidentiality_agreement.asp).

Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/h/hostiletakeover.asp>.

Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/t/terminalvalue.asp>.

Key4Biz: <https://www.key4biz.it/News-2004-12-09-Internet-IBM-cede-la-divisione-Pc-a-Lenovo-per-125-mld-di-dollari-147922/64951/>.

KPMG. Global M&A review and forecast: <https://kpmg.com/xx/en/home/insights/2021/12/global-m-and-a-review-and-forecast.html>.

Markets and Markets: <https://www.marketsandmarkets.com/Market-Reports/open-source-services-market-27852275.html>.

Morgan Stanley. A Big Move into Hybrid Cloud: <file:///C:/Users/niccolo/Downloads/20181029%20-%20Morgan%20Stanley%20Research%20-%20IBM%20-%20IBM%20A%20Big%20Move%20-%2010%20pages.pdf>.

Orbis: <https://login.bvdinfo.com/R0/Orbis>.

OSS Software.org: <https://osssoftware.org/blog/open-source-software-news-2024-trends/#:~:text=Summary%20of%20Major%20Trends&text=Continued%20growth%20in%20adoption%20of,a%20global%20community%20of%20developers.>

PWC. The M&A starting bell has rung. Are you ready?: <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.l>.

Red Hat: <https://www.redhat.com/en/about/press-releases/ibm-closes-landmark-acquisition-red-hat-34-billion-defines-open-hybrid-cloud-future>.

Red Hat: <https://www.redhat.com/en/about/press-releases/red-hat-acquire-coreos-expanding-its-kubernetes-and-containers-leadership>.

Red Hat: <https://www.redhat.com/en/blog/faq-red-hat-acquires-noobaa>.

Red Hat: <https://www.redhat.com/it/about/brand/standards/history>.

Red Hat: <https://www.redhat.com/it/about/company>.

Red Hat: <https://www.redhat.com/it/technologies/linux-platforms/enterprise-linux>.

Red Hat: <https://www.redhat.com/it/topics/cloud-computing/public-cloud-vs-private-cloud-and-hybrid-cloud>.

Red Hat: <https://www.redhat.com/rhdc/managed-files/rh-2024-global-tech-trends-overview-999450-202402-a4-.pdf>.

Rivista di Diritto Tributario: <https://www.rivistadirittotributario.it/2023/09/20/prospettive-di-revisione-delle-condizioni-e-delle-limitazioni-al-riporto-delle-perdite-nellambito-dei-trasferimenti-infragruppo/>.

SAS: [https://www.sas.com/it\\_it/insights/analytics/what-is-artificial-intelligence.html](https://www.sas.com/it_it/insights/analytics/what-is-artificial-intelligence.html).

SEC: [https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1087423/000115752319000688/a51958812ex99\\_1.htm](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1087423/000115752319000688/a51958812ex99_1.htm).

Simply Wall Street: <https://simplywall.st/stocks/us/software/nyse-ibm/international-business-machines/future#:~:text=International%20Business%20Machines%20is%20forecast,be%2031.1%25%20in%203%20years>.

Sito web Professore Damodaran: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datarchived.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datarchived.html).

Social Security Administration: <https://www.ssa.gov/history/briefhistory3.html>.

Starting Finance: <https://startingfinance.com/approfondimenti/beta-costo-del-capitale/>.

Statista: <https://www.statista.com/statistics/265003/ibms-revenue-since-1999/>.

Statista: <https://www.statista.com/statistics/277430/largest-global-mergers-and-aquisitions-based-on-transaction-volum/>.

Techopedia: <https://www.techopedia.com/definition/30332/informatics>.

The Register: <https://www.theregister.com/2023/04/14/column/>.

The Washington Post: <https://www.washingtonpost.com/archive/business/2002/07/31/ibm-to-pay-35-billion-for-pwc-consulting/9873ea49-fc6a-470e-bad9-8cf0c393fd8c/>.

Yahoo Finance: [https://it.finance.yahoo.com/quote/IBM/?guccounter=1&guce\\_](https://it.finance.yahoo.com/quote/IBM/?guccounter=1&guce_).

Yahoo Finance: <https://it.finance.yahoo.com/quote/IBM/history>.