

UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA "GIORGIO FUÀ"

Corso di Laurea Magistrale o Specialistica in Economia e Management

Curriculum Amministrazione, Finanza e Controllo

IMPATTI STRATEGICI DELLE OPERAZIONI DI M&A: UNO STUDIO SU 140 AZIENDE ITALIANE

Strategic impacts of M&A transactions: A study on 140 Italian companies

Relatore: Chiar.mo
Prof. Marco Cucculelli

Tesi di Laurea di:
Emanuele Carnevalini

Anno Accademico 2023 – 2024

INDICE

INTRODUZIONE **1**

CAPITOLO 1: LA RILEVANZA DEL FENOMENO M&A OGGI **3**

LE OPERAZIONI DI M&A 3

Fusioni e acquisizioni come progetti di investimento *5*

COME SI SVILUPPANO LE OPERAZIONI DI M&A 9

La figura dell'Advisor *11*

Il processo di vendita *13*

Il processo di acquisizione *23*

Cross Border M&A *26*

Le Fee *28*

La due diligence *30*

La valutazione dell'azienda *32*

COME FINANZIARE UN OPERAZIONE DI M&A 37

CAPITOLO 2: LE MOTIVAZIONI DELLE M&A **41**

VANTAGGI DELLE M&A 41

Colmare lacune critiche nell'offerta di servizi o nell'elenco dei clienti *43*

Acquisire talenti *43*

Sfruttare le sinergie *44*

Aggiungere un nuovo modello di business *51*

Risparmiare tempo e denaro nella strategia di crescita *52*

VALORE DELLE SINERGIE 53

Valutazione delle sinergie operative *53*

Valutazione delle sinergie finanziarie *57*

CAPITOLO 3: DATI E METODOLOGIE 59

INTRODUZIONE 59

RACCOLTA DEI DATI 59

DESCRIZIONE DEI DATI 60

Motivi dell'operazione di M&A *61*

Dati generali *64*

Dati finanziari *69*

CONCLUSIONE 69

CAPITOLO 4: M&A STRATEGICHE MA NON FINALIZZATE ALLA MERA CRESCITA 70

INTRODUZIONE 70

TREND GENERALE DELLE M&A 71

CASI SPECIFICI 75

ANALISI DEL CASO ATTRIBUIBILE AL MOTIVO "CREARE NUOVI MODELLI DI BUSINESS" 76

Caso: Develer s.r.l. *76*

ANALISI DEI 4 CASI ATTRIBUIBILI AL MOTIVO "ACQUISIZIONE DI TALENTI" 82

Caso 1: IT software S.p.a. *82*

Caso 2: Mondora S.r.l. Società benefit *86*

Caso 3: Openknowledge S.r.l. *92*

Caso 4: Tecla.it S.r.l. *96*

SINTESI E ANALISI COMPARATIVA 101

Analisi comparativa *101*

CONCLUSIONE **105**

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA **107**

INTRODUZIONE

La seguente tesi è incentrata sul tema delle M&A (Mergers and Acquisitions) anche dette fusioni e acquisizioni. L'obbiettivo di questo elaborato è analizzare queste operazioni di finanza straordinaria, per capire le motivazioni che spingono le imprese ad attuarle e quando sono strategiche per la crescita e il consolidamento aziendale. Nell'attuale contesto economico caratterizzato da rapidi cambiamenti e crescenti competizioni globali, le aziende utilizzano le M&A non solo per espandersi ma anche per acquisire nuove competenze, accedere a nuovi mercati e realizzare sinergie.

La tesi è struttura in quattro capitoli, i primi due riguardano la parte teorica, e i restanti due invece sono relativi all'analisi empirica. In particolare, nel primo capitolo vengono definite le operazioni di M&A, spiegando la differenza tra le acquisizioni e le fusioni. Successivamente viene approfondito il processo di sviluppo di queste operazioni attraverso l'analisi delle diverse fasi, dalla valutazione iniziale, alla negoziazione e l'integrazione post-acquisizione, ed infine vengono analizzate le metodologie di finanziamento.

Nel secondo capitolo vengono analizzare le motivazioni principali che spingono le imprese ad effettuare le M&A, ed in particolare mi focalizzo sulle sinergie e sulla relativa classificazione in operative, finanziarie e manageriali; ma ci sono anche

altre motivazioni, ovvero, la diversificazione del rischio, l'acquisizione di talenti e la creazione di nuove opportunità di business.

Nel terzo capitolo si entra all'interno della parte pratica e vengono definite le metodologie di ricerca e i dati utilizzati per l'analisi empirica. In particolare, i dati provengono dall'Associazione Italiana del Private Equity Venture Capital e Private Debt (AIFI) e ulteriori ricerche online. Grazie alla seguente raccolta ho costruito un dataset molto dettagliato contenente informazioni su 140 aziende italiane.

Infine, nel quarto capitolo ho sviluppato un analisi approfondita sul dataset per comprendere le motivazioni prevalenti tra le aziende esaminate che le hanno spinte ad effettuare acquisizioni o fusioni. Qui mi sono focalizzato sui casi in cui le M&A non sono finalizzate alla sola crescita ma ad altre strategie, come l'acquisizione di talenti o la creazione di nuovi modelli di business.

In sintesi, la seguente tesi vuole fornire una visione dettagliata relativa al tema dell'M&A individuando le motivazioni principali per la loro esecuzione, contribuendo così alla letteratura accademica e offrendo spunti pratici per i professionisti del settore.

CAPITOLO 1: LA RILEVANZA DEL FENOMENO M&A OGGI

LE OPERAZIONI DI M&A

Le operazioni di M&A, anche dette in inglese "mergers and acquisitions", cioè fusioni e acquisizioni, rientrano tra le operazioni di finanza straordinaria, e sono spesso utilizzate in maniera indistinta in letteratura, ma nella pratica sono due operazioni differenti. La fusione è un'operazione che coinvolge due aziende e porta alla loro unione in una nuova società, previo consenso da parte di entrambi i gruppi di comando. Solitamente le fusioni avvengono tra società simili dal punto di vista dimensionale e ciò comporta una riduzione della probabilità che una domini sull'altra. Le acquisizioni, invece, sono operazioni attraverso cui un'impresa acquista il pacchetto azionario di controllo di un'altra impresa, e ciò può avvenire tramite pagamento in contanti, emissione di titoli o un mix tra le due modalità appena citate. Solitamente nelle operazioni di acquisizione, la società acquirente è più grande della società da acquistare. Le acquisizioni possono essere classificate in 3 tipologie:

- *Acquisizioni orizzontali* = avvengono tra due società che appartengono allo stesso settore e fase del ciclo di produzione;

- *Acquisizioni verticali* = avvengono tra imprese dello stesso settore ma che appartengono a fasi produttive differenti;
- *Acquisizione conglomerate* = avviene tra imprese appartenenti a diversi settori di attività.

Attraverso le operazioni di M&A le imprese riescono a conseguire una crescita di tipo esterno che si contrappone alla tradizionale crescita interna. Un'impresa sceglie di entrare in un'operazione di M&A piuttosto che cercare di crescere in modo autonomo sulla base di alcuni elementi, quali[1]:

- *tempistica delle soluzioni* = la crescita esterna permette una crescita più rapida rispetto alla crescita interna;
- *natura dell'investimento* = la crescita esterna è un processo irreversibile e costoso a differenza della crescita interna che risulta più flessibile;
- *offerta del settore* = è preferibile la crescita interna nei settori con una domanda più elevata rispetto all'offerta;
- *differenze di produttività* = la crescita interna implica l'aumento della capacità produttiva attraverso investimenti in nuove attività e tecnologie, invece, nella crescita esterna si investe in attività esistenti a cui spesso si affiancano ristrutturazioni.

[1] WATSON DENZIL. *Finanza aziendale: principi e pratica*. Pearson, 2017.

Ci sono anche altri aspetti da considerare, infatti la scelta di procedere con una fusione o una acquisizione rappresenta una scelta strategica, vista come il "sistema di scelte e di azioni che determina il posizionamento strutturale dell'impresa nell'ambiente di riferimento"[2]. Ci sono 3 tipologie di strategie:

- *Strategie corporate* (a livello aziendale) = possono essere ulteriormente classificate in strategia sociale, organizzativa, economico-finanziaria, e di portafoglio;
- *Strategie di business* = volte ad ottenere un vantaggio competitivo in una determinata ASA[3];
- *Strategie a livello funzionale* (functional strategy) = definiscono le modalità operative in ogni singola funzione interna a ciascuna ASA e a livello d'intera impresa;

Fusioni e acquisizioni come progetti di investimento

Questo tipo di operazioni va visto nell'ottica di investimento, infatti i manager finanziari dedicano molto tempo alla ricerca di imprese da acquisire o con cui fondersi. Si tratta di operazioni complesse legate alla crescita dimensionale che vengono solitamente gestite da un Advisor specializzato. Sebbene queste operazioni esistano da molto tempo, è solo negli ultimi dieci anni che il loro

[2] ALESSANDRO CORTESI. *La gestione del processo di integrazione nelle fusioni e nelle acquisizioni*. Pearson, 2008.
[3] Combinazione prodotto-mercato-tecnologia.

settore ha subito un'evoluzione significativa a causa dell'internazionalizzazione e dell'apertura dei mercati. In generale, più una azienda cresce, più crescono le sue possibilità competitive, infatti maggiori dimensioni consentono di:

- Acquisire una quota di mercato più elevata;
- Ampliare le possibilità di ricerca ed innovazione;
- Accedere a nuovi canali di distribuzione;
- Sviluppare delle economie di scala nel processo produttivo ed in quello commerciale;
- Avere un accesso facilitato alle fonti finanziarie.

Per un'azienda che vuole sopravvivere sul mercato, crescere diventa un obiettivo obbligato e fondamentale. L'azienda che non si sviluppa è destinata a non espandersi ed uscire dal mercato. L'azienda ha a disposizione due modalità di crescita:

- *La crescita interna*;
- *La crescita esterna*.

Sono due modalità differenti, in quanto, la crescita interna significa fare ricorso alle risorse e competenze accumulate nel tempo, reinvestendole in crescita della capacità produttiva e commerciale dell'impresa, aumentando le dimensioni originarie o creando nuove imprese. Invece la crescita esterna si basa sulle

operazioni di M&A, ed è sicuramente il percorso più rapido per far crescere l'impresa, motivo che ha portato alla sua importante diffusione nel tempo. C'è però un aspetto fondamentale da considerare, cioè che questo tipo di operazioni va a buon fine solo se si genera valore. In particolare, nelle acquisizioni, si deve verificare un aumento di valore per gli azionisti e ciò avviene se il valore attuale della nuova impresa è maggiore della somma del valore pre-acquisizione dell'acquirente e del costo di acquisizione. Invece le fusioni creano valore se le società dopo l'operazione valgono di più insieme rispetto a quanto valevano prima separatamente.

Algebricamente:

$$VA_{A+B} > (VA_A + VA_B)$$

VA rappresenta il valore attuale, invece A e B rappresentano le due società coinvolte.

Da ricordare che, il motivo per cui due società valgono di più insieme piuttosto che separatamente, deriva dai benefici economici come, ad esempio, vantaggi concorrenziali o benefici che il manager della società acquisita non riesce a raggiungere da solo.

Il beneficio economico può essere espresso in questo modo:

$$Valore\ combinato > (valore\ acquirente + valore\ stand\ alone\ target)$$

Il maggiore valore che contribuisce al valore combinato è la sinergia. Le sinergie possono essere diverse: risparmio sui costi, aumento sui flussi di cassa, opportunità di crescita… Quini riassumendo si crea valore con le operazioni di M&A quando si investe ad un tasso di rendimento superiore al costo del capitale. Il passo successivo è calcolare i costi di acquisizione (detti anche premio di acquisizione) che corrispondono a ciò che viene versato oltre al valore di mercato della società target e inserirli in una formula con il VAN:

$$VAN = Sinergia - Premio\ di\ acquisizione$$

Nell'ottica dell'acquirente il premio di acquisizione è un costo non recuperabile perché, se l'operazione non ha successo e quindi non si creano le sinergie attese, non si riesce a recuperare il costo di acquisizione. Questo rappresenta il carattere irreversibile della crescita esterna. Quindi il premio di acquisizione (costo non recuperabile) per acquistare B sarà pari al prezzo di acquisto complessivo meno il valore attuale di B, considerato in maniera separata.

$$Costo\ non\ recuperabile\ =\ prezzo\ di\ acquisizione - VA_B$$

In conclusione, il VAN (valore attuale netto) di un M&A è dato dalla differenza tra il valore della sinergia meno il premio di acquisizione:

$$VAN = sinergia\ (guadagno) - premio\ di\ acquisizione\ (costo)$$

Quindi va effettuata una operazione di M&A solo nel caso in cui il VAN è positivo, perché così vi è creazione di valore per gli azionisti dell'acquirente.

COME SI SVILUPPANO LE OPERAZIONI DI M&A

Dopo aver presentato le principali definizioni delle operazioni di fusione e acquisizione, descriveremo le diverse fasi attraverso cui si sviluppano queste operazioni. Successivamente, analizzeremo il ruolo dell'Advisor, il processo dal punto di vista della vendita e quello dell'acquisizione.

Considerando la complessità del processo e la numerosità delle variabili che entrano in gioco, non è semplice delineare caratteristiche standard sui contenuti e sulla durata delle diverse fasi. Tuttavia, è possibile, almeno in linea teorica, tracciare una distinzione tra 3 macrofasi che rappresentano l'iter normalmente riscontrabile nella maggior parte delle situazioni: *l'analisi e la valutazione strategica*, *la negoziazione*, ed infine *l'integrazione*.

La prima macrofase, cioè l'analisi e la valutazione strategica, si può dividere in tre sottofasi:

1. *Impostazione strategica del problema* = Riguarda la valutazione del quadro strategico complessivo di riferimento, all'interno del quale

l'operazione di fusione o di acquisizione deve trovare una collocazione precisa e coerente. Gli step per una buona analisi sono i seguenti:

   a. l'analisi del settore, della concorrenza, e delle variabili competitive;
   b. riconoscimento delle aree di debolezza dell'impresa (fabbisogno di sviluppo);
   c. identificazione delle possibili economie e sinergie conseguibili volte a colmare il fabbisogno di sviluppo;
   d. verifica della coerenza dell'operazione con il disegno strategico complessivo.

2. *Definizione del profilo ideale dell'impresa target* = in questa sottofase bisogna definire una serie di aspetti quali: le caratteristiche dell'impresa target, il timing dell'operazione, il livello dell'investimento complessivo, il prezzo limite dell'offerta e infine le implicazioni sul piano economico-finanziario;
3. *Selezione e valutazione del target* = l'azienda target va selezionata sulla base del grado di compatibilità strategica complessiva, il grado di compatibilità organizzativa, la presenza dei requisiti sostanziali richiesti, la fattibilità organizzativa, e infine la possibilità di contatto.

La seconda macrofase, la negoziazione, riguarda l'avvio, la gestione e la conclusione definitiva della trattativa. La negoziazione può essere scomposta in 2 sottofasi: la valutazione finanziaria e la formalizzazione contrattuale dell'accordo. Infine, abbiamo la terza macrofase, quella dell'integrazione, che si scompone in 3 attività: la definizione dei fabbisogni d'integrazione, la pianificazione del processo d'integrazione per fasi, tempi e attori, e per concludere la predisposizione di strutture "ad hoc" per la gestione del processo.

La figura dell'Advisor

Le operazioni di M&A sono caratterizzate da un elevata complessità, per cui è opportuno e utile individuare delle fasi per la buona riuscita dell'operazione. Tali fasi devono essere sequenziali. Normalmente, il processo segue una logica top-down, in cui la decisione parte dal vertice aziendale. Tuttavia, in alcuni casi può verificarsi l'opposto, seguendo una logica bottom-up, dove la decisione è influenzata da informazioni provenienti dai livelli operativi, come ad esempio l'intenzione di una società di fondersi. Una figura di elevata importanza a cui rivolgersi in questi casi è sicuramente l'Advisor, ovvero una società di consulenza esterna che ha le competenze necessarie tali da sostenere la società acquirente durante tutto l'arco dell'operazione grazie ad una serie di attività quali:

- Supporto nella valutazione aziendale;
- Supporto nella ricerca dell'impresa target;

- Supporto nella contrattazione.

Secondo l'AIFI (Associazione italiana del private equity e del venture capital)[4] nella realtà italiana dominata dalle PMI (piccole e medie imprese) è presente una maggiore diffidenza nei confronti degli Advisor, e ciò avviene per due motivi: le imprese sono tipicamente a conduzione familiare, e inoltre sottovalutano le criticità e complessità di questo tipo di operazioni. L'Advisor fornisce alcuni vantaggi:

- evitare che aspetti emozionali infieriscano sugli aspetti tecnici dell'operazione condizionando negativamente il risultato del processo;
- fornisce competenze tecniche specifiche;
- analizza i vari scenari possibili, e considera i vari rischi e opportunità connessi a tali decisioni.

Ecco l'elenco di tutte le attività nel dettaglio svolte dall'Advisor:

- verifica la capacità di acquisizione da parte del Buyer;
- ricerca dell'azienda "target" da acquisire;
- completamento di tutte le attività identificate nella due diligence;
- effettuare l'eventuale ricerca di risorse finanziarie;
- supportare la predisposizione e la stipula del contratto di acquisizione;

[4] AIFI, Guida M&A: come valutare, acquistare e cedere un'azienda, (2012).

- espletare tutte le pratiche relative.

Il processo di vendita

Il processo di vendita o cessione è un'operazione lunga e costosa che può nascere per diverse ragioni:

- Ragioni *strategiche* = sono presenti soprattutto in caso di cessione di rami d'azienda o società controllate;
- Ragioni *economiche e finanziarie* = necessità di denaro, opportunità di investimento, l'inizio di una situazione di crisi aziendale…
- Ragioni *personali* = mancanza di eredi in grado di gestire l'azienda o altro;
- *Situazioni di conflitto tra i soci o presenza di contrasti e divergenze sulla gestione della società*;

Questa operazione è caratterizzata da riservatezza a tutti i livelli, cioè sia per i lavoratori dell'azienda, sia per il mercato e sia per i competitors. Come detto, inizialmente tale operazione ha solitamente una lunga durata che può variare in base alle diverse situazioni che si possono presentare; infatti, un allungamento della stessa può provocare alcune problematiche:

- È più difficile garantire la riservatezza, perché le persone iniziano a parlare di tale operazione;
- Si ha meno concentrazione sull'attività aziendale;

- Maggior stress per le persone coinvolte;
- Scoraggia tutti i professionisti coinvolti.

La durata media di una vendita varia tra i 9 e i 12 mesi.

In generale possiamo classificare i compratori in alcune categorie[5]:

- Concorrenti diretti;
- Aziende che ricercano un'integrazione verticale, a monte o a valle;
- Multinazionali, interessate ad integrare l'offerta sul mercato;
- Investitori istituzionali;
- Fondo di private equity;
- Un componente della famiglia, che liquida i parenti con un'operazione di family buy out;
- Un socio che rileva le quote degli altri con un'operazione di leveraged buy out;
- Il management aziendale che rileva l'impresa con un'operazione di management buy out.

Il processo di vendita si può attuare in 3 modi diversi:

- *La vendita privata;*
- *L'asta competitiva;*

[5] SGM & Partners. *Strategie per l'impresa*: Merger and acquisitions.

- *L'asta informale.*

Tutte queste modalità hanno delle parti in comune:

1. Definizione della strategia di vendita;
2. Preparazione dell'information memorandum;
3. Firma della lettera di intenti e stipula del contratto di compravendita.

1) La definizione della strategia di vendita

Nella strategia aziendale di vendita vengono svolte una serie di attività come la ricerca di una controparte che vuole acquistare l'azienda, la valutazione della società e la definizione di una proposta di prezzo. Si inizia selezionando i potenziali acquirenti sulla base di determinati parametri, quali la coerenza strategica con l'azienda target, la compatibilità organizzativa e le possibilità finanziarie. Bisogna stilare una lista di potenziali acquirenti e qui il ruolo dell'Advisor è fondamentale perché è specializzato in questo tipo di attività e ha un proprio network di conoscenze. Grazie ai criteri di selezione, possiamo distinguere gli acquirenti in 2 tipologie:

- *Acquirente industriale* = si intende un competitor o una società che opera nello stesso settore o in segmenti complementari. Questa è considerata un'acquisizione strategica perché permette di acquisire nuove quote di mercato o fare un'integrazione verticale o anche orizzontale, grazie alle

sinergie industriali che si instaurano con tale operazione e che comportano un prezzo di acquisto maggiore rispetto al prezzo offerto dal mercato finanziario. Vendere l'azienda ad un acquirente industriale è un'operazione che ha anche degli svantaggi; infatti, se gli azionisti dell'azienda alienata continuano a partecipare all'attività aziendale dovranno sottostare alle regole di governance della nuova gestione. Un altro svantaggio si ha se si sceglie di vendere ad un acquirente estero perché avremo un maggiore sforzo in termini economici e di tempo nella ricerca;

- *Acquirente finanziario* = si intende un fondo di venture capital o di private equity, che investe acquistando un'azienda per poi rivenderla dopo circa tre o cinque anni ottenendo un capital gain (profitto). Si ricorre ad un acquirente finanziario in 3 situazioni, quando si necessita di apporti di risorse finanziarie dall'esterno, in caso di leverage buy out[6], e quando l'azienda viene affidata a dei manager operativi (management buy out) o nuovi manager scelti dal fondo (management buy in). In caso di acquisizione da parte di un acquirente finanziario, abbiamo comunque dei limiti, che sono il rispetto da parte del venditore e della società di private equity delle regole impartite dagli investitori che hanno sottoscritto il fondo.

[6] Caso in cui la proprietà desideri rimanere in azienda con ampio ruolo operativo anche dopo la cessione.

Il passo successivo è contattare i potenziali acquirenti attraverso la *approach letter* (lettera di avvicinamento) in modo da ricevere poi dei feedback. In caso di feedback positivo, il venditore manda ulteriori informazioni come il settore di riferimento, l'attività svolta, e altri dati finanziari. Si arriva quindi ad una situazione in cui l'azienda venditrice contatta una lista selezionata di potenziali acquirenti e che viene gestita tramite un *accordo di riservatezza* (confidentiality agreement). Questo accordo definisce il divieto di diffondere tali informazioni sull'azienda cedente ai soggetti terzi, e quindi tali informazioni possono essere utilizzate solo per valutare l'acquisto dell'azienda target. Nei processi piò complessi e strutturati l'azienda cedente invia anche una *procedure letter* che indica tempi e le modalità del processo.

2) La preparazione dell'information memorandum

L'information memorandum è un documento che fornisce informazioni dettagliate sull'azienda cedente ed è composto da varie sezioni: il profilo dell'azienda, i cenni storici e le strategie, i dettagli dei principali dati sensibili, i prodotti, la distribuzione e il marketing, l'organizzazione e le risorse umane, gli impianti e la logistica, e infine i dati finanziari.

3) Firma della lettera di intenti e stipula del contratto di compravendita

Questa fase inizia con la firma della lettera di intenti, cioè un documento che vincola le parti stipulanti, cioè l'azienda cedente e l'acquirente, a impegnarsi nel

rispettare i propri obblighi generati dall'operazione. Questo è un documento precontrattuale, che vincola le parti stipulanti solo per 3 condizioni: la clausola di riservatezza, l'obbligo di esclusiva[7], e le clausole di standstill[8].

Tale lettera è composta da queste informazioni: parti contraenti, oggetto della transazione, metodo di valutazione per determinare il prezzo di acquisto, prezzo d'acquisto, modalità di pagamento, eventuali ulteriori modalità di compenso, condizioni essenziali per la transazione. Inoltre, questo documento definisce il tempo che ha a disposizione il compratore per realizzare la due diligence. Firmata la lettera di intenti si passa alla conclusione del contratto di compravendita, che garantisce la regolarità dell'operazione secondo l'articolo 2556 del Codice civile. Andando più nel dettaglio questo contratto può avere come oggetto la società o un suo ramo. Il contratto di compravendita è composto dai seguenti elementi: dati anagrafici dei contraenti, struttura dell'operazione, meccanismo contrattuale relativo al prezzo[9] e modalità di pagamento, elementi patrimoniali attivi e passivi trasferiti, divieto del venditore di fare modifiche sostanziali prima della chiusura dell'operazione, divieto di concorrenza per il venditore, condizioni sospensive e risolutive del contratto, eventuali opzioni di acquisto e/o vendita, garanzie e infine pattuizioni accessorie. In particolare, le garanzie e le pattuizioni accessorie sono due elementi più critici in caso di cessione di aziende di piccole e medie

[7] Divieto per il venditore a procedere con altre trattative per un dato periodo di tempo prestabilito.
[8] Divieto per il venditore di svolgere operazioni rientranti nell'attività straordinaria dell'azienda.
[9] Condizioni, tempi, enti paganti e riceventi.

dimensioni a conduzione familiare, perché solitamente questo tipo di imprenditori non accettano facilmente tali patti, ed è quindi conveniente affidarsi a consulenti finanziari e legali specializzati. Andando ad analizzare le garanzie, esse servono a tutelare il compratore in caso di perdite economiche causate dalla gestione prima del termine dell'operazione. Tali perdite derivano soprattutto da rischi di natura: fiscale, patrimoniale, previdenziale, giuslavoristica, ecologico-ambientale, e di responsabilità civile legata al prodotto. Esempi di garanzie sono le *escrow account*, cioè depositi vincolati composti dal venditore che vengono affidati a soggetti terzi per la custodia e che vengono utilizzati in caso di contratti che prevedono la dilazione del pagamento, in cui se sopraggiunge una sopravvenienza passiva, il compratore può trattenere del tutto o in parte il pagamento non ancora corrisposto. Riguardo ai patti parasociali, essi vanno ad attenuare i rischi post acquisizione che si verificano nelle situazioni in cui il socio cedente continua ad avere un ruolo nella gestione dell'azienda ceduta, soprattutto se parliamo di istituzioni finanziarie. I patti parasociali sono degli accordi che regolamentano la governance della società e i rapporti tra i soci, al fine di favorire una maggiore stabilità, e vincolano solamente le parti stipulanti. Questi patti sono formati da convenzioni di voto[10], di blocco[11] e di controllo[12].

[10] Disciplinano l'esercizio del diritto di voto in assemblea.
[11] Si riferiscono agli accordi tra soci finalizzati a limitare l'alienazione delle partecipazioni, con l'obbligo, in caso contrario, di offrire le azioni in prelazione agli altri soci aderenti al sindacato di blocco in proporzione alle azioni detenute da ciascuno.

La strutturazione del processo di vendita

Ora andrò ad analizzare il processo di vendita, che, come detto in precedenza, può avvenire in 3 modalità distinte: la vendita privata, l'asta competitiva e l'asta informale.

La vendita privata si sviluppa in 7 fasi:

1) Ricerca e selezione dell'acquirente potenziale;
2) Primo contatto e invio del profilo anonimo;
3) Se l'acquirente è interessato si manda l'accordo di riservatezza e l'information memorandum;
4) Si discute e si firma la lettera di intenti;
5) Pianificazione e svolgimento della due diligence, che solitamente dura 30/45 giorni;
6) Negoziazione e firma del contratto di compravendita;
7) Closing, cioè cessione delle quote sociali e passaggio della proprietà tra le controparti.

La vendita privata è la metodologia più utilizzata in Europa dalle imprese di piccole e medie dimensioni e ha una durata tra i 6 e i 9 mesi.

Riguardo l'asta competitiva, essa si sviluppa nelle seguenti fasi:

[12] Disciplinano l'esercizio di un'influenza dominante sulla società.

1) Annuncio;
2) Invio dell'*accordo di riservatezza* e delle *procedure letter* agli acquirenti che rispondono positivamente, in cui si spiega lo svolgimento delle varie fasi;
3) Invio dell'*information memorandum*, documento informativo sulla società cedente;
4) Offerta preliminare da parte dei potenziali acquirenti;
5) Rilascio di ulteriori informazioni ad una lista sempre più ristretta di acquirenti, solitamente 4 o 5 che hanno fatto una buona proposta di prezzo;
6) Si stabilisce un *management meeting* con i potenziali compratori, cioè una visita in azienda;
7) I potenziali acquirenti propongono un'offerta vincolante;
8) Scelta dell'acquirente finale;
9) Lettura di intenti;
10) Due diligence, cioè un insieme di attività svolte dall'investitore, necessarie per giungere ad una valutazione finale dell'azienda;
11) Negoziazione e firma del contratto di compravendita;
12) Closing.

L’asta competitiva rispetto alla vendita privata ha il vantaggio di garantire una massimizzazione del prezzo per l’azienda cedente, grazie alla competizione delle varie offerte di acquisto. D’altro canto, ci sono anche due svantaggi, il costo della pubblicità e la condivisione di dati sensibili a più aziende. Date queste informazioni, questo metodo di vendita è sconsigliato per le aziende di piccole e medie dimensioni, ed è in contropartita consigliato se l’azienda cedente vuole massimizzare il prezzo. Infine, analizziamo l’asta informale. Tale asta ha le stesse fasi dell’asta competitiva, ma in questo caso è presente una maggior selezione degli acquirenti già dalle prime fasi, e inoltre c’è la possibilità di anticipare il meeting in azienda prima della definizione della offerta preliminare da parte dell’acquirente. Questa metodologia concilia i vantaggi sia della vendita privata sia dell’asta competitiva riducendo gli svantaggi di entrambe. In particolare, adottandola possiamo ottenere una maggior riservatezza rispetto all’asta competitiva grazie alla maggiore selezione dei compratori, ma otteniamo anche un prezzo maggiore rispetto alla trattativa privata e anche la possibilità di monitorare la trattativa stessa. Tale metodologia ha l’unico svantaggio della complessità di gestione, per cui è opportuno rivolgersi ad un advisor con adeguata esperienza e in grado di gestire tale processo.

Il processo di acquisizione

Contrapposto al mercato delle vendite aziendali è quello delle acquisizioni d'azienda. Il processo di acquisizione è un ottimo modo per accelerare i tempi di crescita di un'azienda, ma deve essere svolto in maniera attenta e pianificata per evitare e/o ridurre i rischi di tale operazione.

Per avere successo nelle acquisizioni è necessario che queste operazioni rientrino all'interno di un progetto strategico orientato alla creazione di valore e che vengano pianificati interventi per la fase di post-acquisizione. In sostanza l'azienda da acquisire deve essere selezionata da un ampio campione di possibili aziende, e deve avere caratteristiche coerenti con i bisogni e gli obbiettivi dell'impresa acquirente. Tra le tecniche di acquisizione più utilizzate abbiamo il *leveraged buy out* e si sviluppa nel seguente modo: inizialmente viene individuato il target dell'operazione, poi si crea una newco[13] che contrae un finanziamento pari all'importo necessario per l'acquisizione allo scopo di utilizzarla per l'acquisizione del target dell'operazione. Il finanziamento viene estinto grazie al cash flow e alla dismissione di assets per il rimborso del finanziamento, e infine si procede alla fusione della newco con l'impresa acquisita.

Questo processo si divide in 4 fasi principali:

1) L'analisi strategica preventiva;

[13] New company.

2) La negoziazione;
3) La due diligence e la stipula del contratto di acquisizione;
4) L'assistenza post-acquisizione.

Fase 1: l'analisi strategica preventiva

Questo è il primo step del processo di acquisizione, e qui si svolgono 3 attività: l'*impostazione strategica*, la *definizione degli obbiettivi dell'acquisizione e l'identificazione del profilo ideale dell'impresa target*, e infine la *ricerca delle alternative*. Si inizia con l'impostazione strategica, e si vanno ad analizzare alcuni elementi dell'impresa da acquisire, ovvero il settore di riferimento, i punti di forza e di debolezza, per poi passare alla verifica della coerenza con il business aziendale e infine si identificano le sinergie possibili derivanti da questa operazione. Successivamente vanno definiti gli obbiettivi di acquisizione e identificazione del profilo ideale dell'impresa target, e ciò significa definire le caratteristiche ideali target[14] dell'impresa da acquisire, il timing dell'operazione, le modalità di finanziamento, un limite massimo di prezzo, e le possibili conseguenze in termini economico-finanziari. Infine, abbiamo la ricerca delle alternative, cioè, individuare altre potenziali aziende target in base alla coerenza con i requisiti target, la compatibilità organizzativa, la fattibilità finanziaria e la possibilità di contatto.

[14] Dimensione, settore di appartenenza, mercato geografico di riferimento.

Fase 2: La negoziazione

Il secondo step del processo di acquisto è la negoziazione e vengono svolte 3 tipologie di attività: la *selezione delle imprese target*, la *valutazione finanziaria*, e la *conclusione e formalizzazione dell'accordo*. Questa fase è solitamente affidata a una società di consulenza esterna per evitare reazioni da parte dei competitor che si avrebbero in caso di esposizione diretta dell'impresa acquirente, e inoltre permette di dimostrare la determinatezza dell'intenzione di acquisto. Dopo aver selezionato e contattato le imprese target, si procede firmando una lettera di confidenzialità che permette alle parti di tutelarsi dall'utilizzo distorto delle informazioni. Poi si procede definendo un range di prezzo per la trattativa, stimando il valore della società target attraverso vari metodi come, il discounted cash flow, il metodo dei multipli di borsa o le transazioni comparabili, al quale si aggiunge l'ipotetico valore aggiunto dato dalle sinergie post-acquisizione. Infine, si formula un piano finanziario del progetto per verificare la convenienza dell'investimento, e si redige la lettera di intenti, cioè un documento che indica tutte le informazioni sulla trattativa come le modalità di determinazione del prezzo, i criteri utilizzati per la due diligence, un data entro la quale concludere l'operazione e così via.

Fase 3: La due diligence e la stipula del contratto di acquisizione

La due diligence è un processo utilizzato per valutare il valore e le condizioni dell'azienda, inclusi i rischi e le possibilità di fallimento dell'operazione. In particolare, si valutano le criticità contabili, fiscali e legali, e ci si accerta che non ci siano valori nascosti che impattino negativamente sulla trattativa. Completata la due diligence, l'Advisor stipula il contratto di acquisizione e dando importanza alle garanzie per l'acquirente, alle pattuizioni accessorie e i patti parasociali.

Fase 4: Assistenza post-acquisizione

Questa è l'ultima fase del processo di acquisizione, ed è una fase molto importante perché è volta a verificare che l'operazione sia avvenuta in modo efficace, e si basa principalmente nello sviluppo di piani operativi per tutti i soggetti responsabili delle diverse aree oggetto di integrazione e nel valutare conseguenze finanziarie e fiscali derivanti dalla riallocazione delle attività operative e del personale.

Cross Border M&A

Grazie alla globalizzazione abbiamo sempre più operazioni di M&A che coinvolgono aziende di stati diversi, e questo tipo di operazioni prendono il nome di Cross Border M&A. Questo fenomeno già avveniva tra imprese di grandi dimensioni, ma attualmente si sta diffondendo anche tra le imprese di medie dimensioni. Ciò avviene perché si possono ottenere diversi vantaggi, infatti un'operazione di questo tipo permette di creare valore grazie ad una maggiore

penetrazione nei mercati sia per l'acquirente sia per l'azienda target. In questo tipo di operazioni abbiamo delle considerazioni da fare sia lato buy-side sia sell-side. Il lato buy-side rappresenta le operazione di M&A dal lato di chi acquista, e solitamente, sia nelle grandi che nelle medie imprese, c'è il coinvolgimento e la collaborazione di tre figure, un manager specializzato in M&A, il CFO (Chief financial officer) e il CEO (Chief executive officer) aziendale. Il lato Sell-side invece, riguarda il lato vendita di queste operazioni ed è di fondamentale importanza scegliere un Advisor internazionale che ha maggiori contatti con compratori esteri. Le transazioni Cross Border non sono esenti da criticità, in quanto ci sono 4 problematiche: le differenze culturali, le differenze sistemiche, la lingua, e infine la distanza. In materia di differenze culturali molto spesso gli stereotipi nazionali impattano nelle interazioni tra gli individui, come ad esempio stereotipi relativi al livello di formalità, alla trasparenza o al processo decisionale. Un altro aspetto rilevante sono le differenze sistemiche, che riguardano i seguenti aspetti:

- Normativa societaria;
- Normativa fiscale;
- Leggi sul lavoro e sulla previdenza sociale;
- Presenza e forza sindacale;
- Manodopera qualificata.

In questo ambito è fondamentale la collaborazione tra il fiscalista, il legale, il revisore e ovviamente l'Advisor.

Le Fee

Fee è una parola inglese che indica la remunerazione da offrire a tutti gli operatori coinvolti nell'operazione ed in particolare l'Advisor. Questa remunerazione dipende dall'EV (entreprise value), cioè dal valore dell'operazione, che comprende il valore economico di tutte le attività aziendali. L'EV è composto da una remunerazione fissa e una remunerazione variabile collegata al successo dell'operazione.

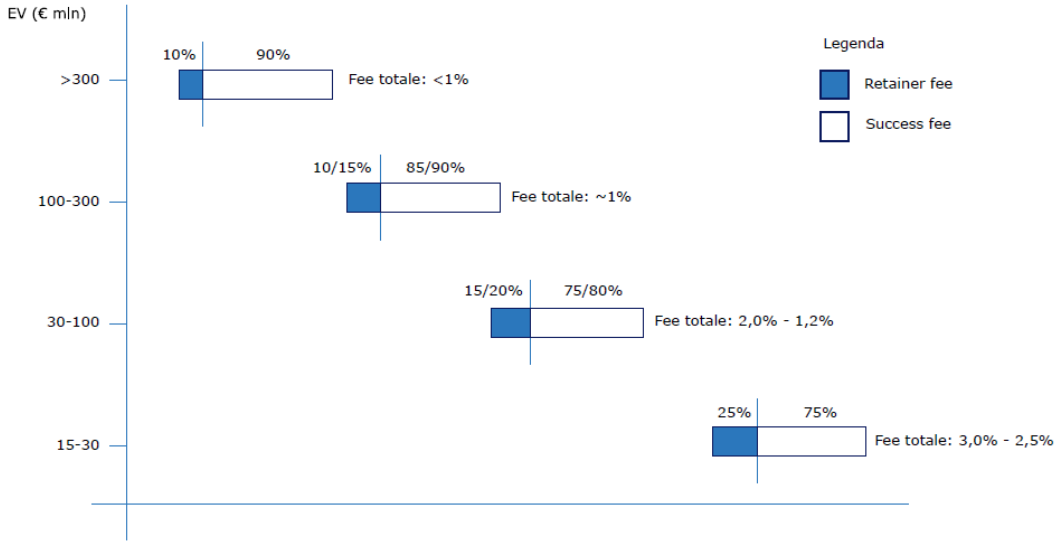


Figura 1: (FONTE AIFI) Struttura della Fee in funzione dell'EV

Analizzando la figura 1 notiamo che entrambe le componenti della Fee, cioè, sia la fissa (retainer fee) sia la variabile (success fee) aumentano proporzionalmente

all’aumentare di EV. Generalmente l’Advisor riceve un compenso che varia tra il 10% e il 25% per la retainer fee, che costituisce la parte minore della sua retribuzione e poi abbiamo la parte restante, cioè la success fee, che è la più rilevante. Analizzando più dettagliatamente il compenso, la retainer fee serve a compensare i costi sostenuti dall’Advisor e viene definita sulla base dei seguenti fattori:

- Caratteristiche dell’operazione e probabilità di successo;
- Durata del processo;
- Complessità dell’operazione;
- Contenuto professionale e attività richieste dal cliente;
- Dimensioni dell’operazione.

In aggiunta a questi fattori, abbiamo una spesa che varia tra i 1500 e i 4000 euro al giorno per remunerare il team che mette a disposizione l’Advisor per il proprio cliente; somma che varia in base alla seniority del team. La retainer fee viene corrisposta al cliente in determinate scadenze temporali o al verificarsi di determinati eventi intermedi di progetto. Questa parte fissa di retribuzione dell’Advisor ha lo scopo di garantire un compenso minimo all’Advisor anche nel caso in cui l’operazione non vada a buon fine, ma serve anche per evitare una situazione di ripensamento del cliente, e quindi uno scopo cautelativo. Invece in riferimento alla success fee, come detto in precedenza è la parte principale della

retribuzione dell'Advisor ma anche la più rischiosa, infatti viene percepita solamente quando l'operazione si conclude positivamente. Cliente e Advisor possono pattuire una *success fee variabile*, *fissa* o *fissa con meccanismo incentivante a scaglioni*. Nel primo caso, cioè una *success fee variabile*, questa viene applicata in caso di mandato di vendita, e viene determinata in percentuale sul valore della transazione sulla base di uno schema incentivante, cioè con un compenso proporzionale al prezzo di cessione. Nel secondo caso, la *success fee fissa*, viene generalmente applicata in caso di mandato di acquisto, e viene determinato un compenso forfettario indipendente dal valore dell'operazione. Infine, la *success fee fissa con meccanismo incentivante a scaglioni* si definisce un importo minimo di corrispettivo che aumenta in maniera percentuale in base al valore della transazione, e questo schema prevede una scaletta premiante crescente di corrispettivi direttamente proporzionali al valore della transazione in caso di mandato di vendita o inversamente proporzionale in caso di mandato di acquisto. In merito al valore della success fee, esso varia dall'1 al 3% del valore totale della transazione, e solitamente è inferiore per le operazioni di più grande dimensione e maggiore per le operazioni di minore dimensione.

La due diligence

La due diligence è un processo investigativo che viene attuato per analizzare il valore e le condizioni di un'azienda, per la quale vi siano all'orizzonte

acquisizioni o fusioni. Questo processo è volto a individuare potenzialità future e rischi dell'azienda da valutare ed in particolare si analizzano le seguenti aree:

- *Il mercato* = analisi dei prodotti, quote di mercato, posizionamento competitivo…
- *L'area industriale* = processi industriali e costi di produzione, grado di innovazione della tecnologia e degli impianti…
- *L'area economico–finanziaria* = analisi della contabilità, analisi delle redditività storiche e prospettiche…
- *L'area legale* = analisi dei contratti e del contesto normativo di settore;
- *L'area fiscale* = analisi della situazione fiscale dell'azienda;
- *L'area ambientale* = analisi del rispetto della normativa vigente;
- *Il sistema informativo aziendale* = analisi di efficacia e di efficienza del sistema informativo aziendale;
- *Le risorse umane* = analisi degli aspetti giuslavoristici, organizzativi e delle politiche retributive.

L'attività di due diligence potrebbe avere degli effetti sull'operazione, infatti nel caso in cui emergono passività nascoste o problematiche impreviste o anche rischi eccessivi, ciò potrebbe provocare una revisione del prezzo o l'interruzione della trattativa nelle situazioni peggiori, e infine la rescissione del contratto per giusta causa se la due diligence viene svolta dopo l'operazione di acquisto. In linea

generale è consigliato procedere con l'attività di due diligence preventivamente proprio per evitare che si verifichino contestazioni dopo la firma del contratto, ma ciò non sempre avviene perché in alcuni casi non sempre è possibile avere accesso completo alle informazioni dell'azienda. La Due diligence ha dei costi che dipendono principalmente dall'aspetto negoziale, e vengono sostenuti da chi li ha commissionati.

La valutazione dell'azienda

Il processo di valutazione d'azienda porta alla stima di un valore che non è assoluto, e che può variare in base all'analista che svolge la valutazione, al metodo adottato e alle informazioni a disposizione. L'obbiettivo è ottenere un range di valori al cui interno rientra la stima del prezzo utile nella definizione della trattativa.

Il valore di un'azienda è dato dall'attualizzazione ad oggi di tutti i flussi di reddito che sarà in grado di generare in futuro. L'attualizzazione permette di ponderare il rischio e l'incertezza derivante dai flussi futuri che aumenta proporzionalmente con l'orizzonte temporale. Da questa considerazione ne deriva che paragonando la valutazione di due aziende, l'azienda con flussi futuri meno prevedibili quindi più rischiosa, vale meno rispetto ad un'azienda che ha una stima più certa dei flussi futuri. Ci sono vari criteri di valutazione che possono essere utilizzati a seconda

delle caratteristiche dell'azienda, in base al contesto in cui opera o in base alle finalità della valutazione:

- *Valutazioni assolute* = metodo patrimoniale, modello reddituale, modello misto patrimoniale-reddituale, modello finanziario;
- *Valutazioni relative* = sono metodi che si basano sui multipli.

Il metodo patrimoniale si basa sull'analisi patrimoniale, ed è il modello più storico, ma attualmente è in disuso. Poi abbiamo il modello reddituale, che calcola il valore dell'impresa come sommatoria dei valori attuali dei flussi reddituali attesi; ed è questo un modello molto utilizzato in Europa. Andando avanti troviamo, il modello misto patrimoniale-reddituale che definisce il valore di capitale economico dell'impresa attraverso l'unione di due aspetti, cioè il capitale netto rettificato che deriva dall'analisi patrimoniale, e l'avviamento (goodwill) o se negativo, il badwill. Poi abbiamo il modello finanziario definito anche come discounted cash flow, un modello anglosassone, ad oggi è il più diffuso e utilizzato, soprattutto nel settore delle banche d'affari. Quest'ultimo modello ha un processo di calcolo un po' più complesso che inizia sommando due valori: i flussi di cassa operativi (free cash flow al lordo degli interessi finanziari) che verranno generati dall'attività economico aziendale sulla base dell'orizzonte temporale previsto dal business plan (di solito 3-5 anni), e poi abbiamo il valore residuo, cioè il valore dell'azienda alla fine del periodo temporale preso in

considerazione, calcolato come capitalizzazione del free cash flow. A questo valore così determinato va aggiunto un altro valore che deriva dalla stima autonoma del valore degli altri elementi patrimoniali e/o attività non strumentali alla gestione caratteristica (es. titoli non quotati), così da ottenere l'EV (Enterprise value), al quale va successivamente tolto il valore della posizione finanziaria netta (Net financial position), che è calcolato come differenza tra debiti finanziari e attività finanziarie liquide. Completando tutto questo calcolo otteniamo il cosiddetto equity value, cioè il valore di mercato della società.

In formule:

$$Equity\ value = enterprise\ value - net\ financial\ position$$

Infine, abbiamo il metodo dei multipli di mercato, che è basato sulle valutazioni relative, ed è molto diffuso oggi grazie alla sua comprensibilità e il suo facile utilizzo. Di frequente viene utilizzato anche come metodologia di controllo, dopo aver prima applicato altri metodi di valutazione assoluta. Un'altra modalità di utilizzo si ha nei casi in cui non si detengono informazioni sufficienti per utilizzare gli altri metodi di valutazione assoluta, e quindi si può utilizzare il metodo dei multipli di mercato per fare una valutazione sintetica. Questo metodo va applicato quando siamo in presenza di alcune caratteristiche nel processo valutativo:

- Sussistenza di un nesso causale tra prezzo e parametro preso in considerazione;
- Il nesso sia spiegabile sulla base di una formula di valutazione assoluta;
- Il multiplo sia ragionevolmente stabile nel tempo;
- Possibilità di identificare gli elementi in grado di spiegare le differenze nei multipli fra imprese comparabili.

Il processo di calcolo utilizzato dal metodo dei multipli di mercato si basa sull'analisi delle quotazioni borsistiche (stock prices) o dei prezzi di transazioni comparabili (deal prices) di un campione selezionato di società comparabili che operano nel settore di riferimento. Quindi la base di partenza è la selezione del campione delle società, ed è di fondamentale importanza svolgere attentamente questa fase. Il passo seguente è quello di applicare i multipli alle grandezze economico-reddituali della società che è soggetto di valutazione, in modo tale da ottenere l'EV (Enterprise value) che poi però deve essere rettificato con la posizione finanziaria netta per ottenere l'equity value. Una volta determinato il valore dell'impresa con uno dei metodi precedentemente elencati, non è detto che tale valore rispecchi il prezzo di vendita perché, in primis, i potenziali acquirenti non hanno tutti le stesse informazioni e quindi si basano su stime diverse dei flussi di reddito e della rischiosità dell'azienda, oltre ciò, i potenziali acquirenti definiscono il prezzo di acquisto dell'azienda considerando anche altri elementi

che possono influire positivamente e o negativamente su di esso. Un altro importante aspetto di cui vale la pena discutere in tema di valutazione d'azienda è che i potenziali acquirenti possono offrire prezzi diversi per la stessa società, e le motivazioni derivano proprio dalla tipologia dell'acquirente. L'acquirente può essere di due tipi: un'acquirente industriale e un'acquirente finanziario. L'acquirente industriale è solitamente un concorrente o un'azienda che lavora nello stesso settore commerciale, ed è intenzionata all'acquisto per motivi strategici o di business:

- Aumentare le quote di mercato;
- Ottenere economie di scala;
- Ottenere integrazione orizzontale/verticale;
- Ottenere sinergie commerciali;
- Sinergie derivabili dalla combinazione o integrazione di risorse tra le due aziende;
- Riduzione delle inefficienze.

L'acquirente finanziario invece è solitamente rappresentato da fondi di private equity o holding finanziarie d'investimento, ed effettua questo tipo di operazioni unicamente per motivi di profitto, ma con una durata dell'investimento che è solitamente minore rispetto all'acquirente industriale. L'acquirente finanziario grazie alle sue competenze e risorse supporta il management dell'azienda

acquisita, ottimizzando la struttura finanziaria della società e ristrutturando e/o sviluppando l'impresa. Ora veniamo al prezzo di vendita finale che, come detto in precedenza, si colloca tra il valore dell'azienda indipendente e il valore dell'azienda considerando anche i benefici per l'acquirente. Una variabile che sicuramente influisce nella determinazione del prezzo di vendita è la forza contrattuale dell'acquirente e del venditore. Spesso il venditore ha un minor potere contrattuale nei confronti dell'acquirente per motivi finanziari[15], e per via della presenza di una situazione con pochi acquirenti. Nel caso opposto, il venditore ha un elevato potere contrattuale quando l'azienda possiede caratteristiche esclusive, come ad esempio, la tecnologia, il marchio, il know-how, cioè qualità difficilmente rintracciabili sul mercato.

COME FINANZIARE UN OPERAZIONE DI M&A

Un aspetto fondamentale che va considerato nelle operazioni di M&A è la scelta ed il reperimento delle risorse finanziare necessarie all'operazione. Questa problematica rappresenta una delle attività più delicate da risolvere, e il mercato finanziario mette a disposizione diversi strumenti per coprire il fabbisogno finanziario dell'impresa interessata, ma non sono tutti uguali e sempre idonei. L'impresa deve cercare la migliore soluzione possibile per lei in base:

- Al successo dell'operazione;

[15] Necessità di vendere l'azienda in tempi brevi.

- Alla conservazione dei requisiti minimi patrimoniali e di un livello di liquidità minimo;
- Alla capacità di rimborso per eventuali prestiti;
- Alla diversa flessibilità prevista dalle varie forme di finanziamento;
- All'entità e qualità di eventuali garanzie previste per i finanziamenti;
- All'eventualità di dover fronteggiare un evento imprevisto;
- Alla necessità di mantenere una quota di controllo da parte del gruppo maggioritario;
- Alla creazione di fattori di appetibilità (o attrattività) rivolti verso gli investitori finanziari;
- All'opportunità di disciplinare le modalità di way out (uscita) in caso di intervento di fondi equity;
- Alla detraibilità fiscale degli interessi passivi dei finanziamenti.

L'impresa può ricorrere a due strumenti finanziari per coprire il fabbisogno derivante dalle operazioni di M&A[16]: l'*equity* (anche detto capitale di rischio) e il *lending* (cioè, il finanziamento). Questi strumenti appena citati sono differenti, e adesso li andrò a descrivere brevemente. Iniziando con l'*equity*, si fa riferimento al private equity, cioè un investitore esterno che investe apportando nuovi capitali in una società dotata di una elevata capacità di generare flussi di cassa costanti e

[16] SGM & Partners; *Strategie per l'impresa*: Merger and acquisitions.

altamente prevedibili. L'apporto di capitale può avvenire presso gli stessi soci o soci terzi, nel secondo caso viene effettuato versando capitale a fondo sovrapprezzo azioni. Le nuove azioni create attraverso l'aumento di capitale possono essere ordinarie o con voto limitato, o anche prive del diritto di voto. Al fine di aumentare l'attrattività da parte degli investitori finanziari, può essere prevista una quota partecipativa proporzionale più elevata rispetto a quella effettivamente versata. È possibile, sempre con riferimento agli investitori terzi all'impresa, abbinare alla nuova azione un "warrant" da utilizzare nell'ipotesi di futuri nuovi aumenti di capitale. Oltre al classico aumento di capitale è possibile invece effettuare un prestito obbligazionario convertibile e sottoscrivibile da parte dei soci o di terzi, oppure emettere un prestito partecipativo. Il vantaggio che hanno tutte le forme di finanziamento relative all'equity è quello di non appesantire l'assetto patrimoniale dell'acquirente. In ambito equity, negli ultimi anni stanno prendendo sempre più piede i fondi di private equity, che forniscono assistenza finanziaria e contribuiscono all'ottenimento di un assetto aziendale efficiente ed orientato alla creazione di valore. Ora passiamo al *lending*, che è considerato il classico strumento di finanziamento, ed è un prestito che viene erogato da un istituto di credito o da un gruppo di banche (prestito sindacato), e che successivamente verrà rimborsato attraverso i risultati dell'investimento. Il lending può essere strutturato in diverse forme: bridge loan, senior, e infine mezzanino. Il bridge loan è un prestito di breve durata finalizzato alla fase

dell'acquisizione, e che poi deve essere convertito in un prestito di media durata. Il prestito senior è un prestito a medio termine, e viene a volte affiancato ad un finanziamento definito "mezzanino", cioè un prestito con un livello di rischiosità simile a quella del capitale proprio e caratterizzato da una maggiore onerosità e dal fatto che è postergato rispetto al finanziamento principale. Il mezzanino viene utilizzato per integrare il senior quando è necessario un maggior fabbisogno finanziario. Altri importanti aspetti da considerare, sono la presenza di vincoli e di eventuali garanzie presenti all'interno dei contratti di finanziamento, che l'impresa beneficiaria del finanziamento deve rispettare. I vincoli, chiamati anche "covenants", se non vengono rispettati, determinano una maggiore onerosità del prestito o la sua risoluzione. Invece le garanzie, spesso richieste dai finanziatori a supporto del finanziamento stesso, di solito sono costituite da pegni sulle azioni dell'impresa target dell'operazione di acquisizione.

CAPITOLO 2: LE MOTIVAZIONI DELLE M&A

L'obbiettivo del secondo capitolo è quello di spiegare le motivazioni che stanno alla base delle operazioni di M&A, cioè perché le imprese attuano le fusioni e/o le acquisizioni.

VANTAGGI DELLE M&A

Le operazioni di M&A sono diventate una strategia sempre più diffusa per le aziende che vogliono crescere rapidamente, e vengono attuate per ottenere diversi vantaggi[1]:

- Sinergie;
- Economie di scala;
- Diversificazione;
- Accesso a nuovi mercati;
- Aumento del potere contrattuale;
- Vantaggi fiscali;

Le *sinergie* sono il principale vantaggio ottenibile con fusioni e/o acquisizioni; infatti, grazie a queste operazioni le aziende combinano i loro punti di forza e le proprie risorse provocando un aumento delle entrate, un risparmio sui costi e una migliore redditività. Invece, riguardo alle *economie di scala*, si intende quel

[1]FRANCESCO, DE PAOLIS. *Le operazioni di finanza straordinaria*. 2010.

fenomeno di riduzione dei costi e aumento di efficienza legato ad un maggiore volume di produzione. Le M&A possono anche essere un'opportunità di *diversificazione*, permettendo di avviare la propria attività in un settore o un mercato diverso, o anche espandere la propria offerta di prodotti e servizi. Se l'operazione riguarda l'acquisto di una società che ha un importante presenza in un determinato mercato, ciò permette di ottenere l'*accesso in un nuovo mercato* e una rapida espansione. Ancora, le M&A possono fornire in alcuni casi un *maggiore potere contrattuale* e quindi permettono di ottenere accordi migliori con i fornitori e clienti. Infine, potremmo beneficiare dei *vantaggi fiscali*, con i quali intendiamo la possibilità di incrementare l'indebitamento ed avere una maggiore deducibilità degli interessi passivi, oppure utilizzare le perdite pregresse della società acquisita per ridurre l'onere tributario complessivo della società acquisita.

Oltre a questi vantaggi generali, le imprese attuano le operazioni di M&A per specifiche ragioni strategiche che rispondono a necessità concrete. In particolare, ci sono cinque motivi[2] chiave che spingono le aziende a intraprendere queste operazioni:

1. *Colmare lacune critiche nell'offerta di servizi o nell'elenco dei clienti*
2. *Acquisire talenti*

[2] Hinge Marketing. "Mergers and acquisitions as part of your growth strategy." Hinge Marketing, https://hingemarketing.com/blog/story/mergers-and-acquisitions-as-part-of-your-growth-strategy. 1/7/2024.

3. *Sfruttare le sinergie*
4. *Aggiungere un nuovo modello di business*
5. *Risparmiare tempo e denaro nella strategia di crescita.*

Colmare lacune critiche nell'offerta di servizi o nell'elenco dei clienti

Cambiamenti del mercato in risposta ad eventi esterni o all'ingresso di nuove leggi che possono creare una lacuna nei servizi offerti da una impresa. Le operazioni di M&A consentono di acquisire competenze o risorse specifiche necessarie per colmare queste lacune, permettendo all'azienda di rispondere più rapidamente ed efficacemente alle nuove esigenze del mercato.

Ad esempio, una azienda informatica che sviluppa software può decidere di acquisire un azienda che si occupa di cybersecurity, con l'obbiettivo di migliorare la sicurezza dei suoi prodotti e rispondere alle nuove normative del mercato in materia di protezione dei dati, mantenendo così la propria competitività.

Acquisire talenti

Il secondo motivo che spinge le imprese ad intraprendere le operazioni di M&A è relativo all'acquisizione di talenti. Infatti, le acquisizioni e/o le fusioni possono essere un modo efficace per incorporare team già formati e con esperienza all'interno dell'azienda. Spesso, le aziende target possiedono competenze e conoscenze che possono essere di grande valore per l'azienda acquirente. In

particolare, ci sono molti settori in cui si registra una forte carenza di personale professionale esperto. Il settore informatico, e l'ingegneria sono solo alcuni esempi che vengono subito in mente. Quindi per molte aziende, l'acquisizione di un'impresa e della sua proprietà intellettuale è la strada più rapida per raggiungere il dominio del mercato, o almeno per ostacolare la concorrenza.

Un esempio pratico potrebbe essere quello di una società di consulenza che acquisisce una startup innovativa che è composta all'interno da un team di esperti sviluppatori e innovatori, in modo tale da favorire l'innovazione e l'acceleramento dello sviluppo di nuovi prodotti o servizi.

Sfruttare le sinergie

Come precedentemente discusso, le sinergie derivanti dalle operazioni di M&A permettono di ottenere significativi risparmi sui costi e miglioramenti operativi. Le aziende possono combinare le loro risorse e capacità per generare valore aggiunto. Molte acquisizioni e alcuni grandi investimenti sono spesso giustificati dal potenziale valore aggiunto derivante dall'operazione, meglio noto come sinergia. Il concetto di sinergia è stato sviluppato da Igor Ansoff, padre della gestione strategica d'impresa. Egli descrive due tipi di sinergie, le sinergie positive e le sinergie negative; le prime indicano le imprese che generano valore grazie all'unione di due attività; invece, le seconde portano ad una riduzione del valore della società. Le sinergie hanno un carattere di incertezza perché si

riferiscono ad una performance futura dell'azienda che nasce dall'operazione di M&A. Le sinergie positive fanno riferimento ai risparmi sui costi, alle opportunità di crescita e ad altri vantaggi attesi, di conseguenza, la stima e la valutazione è più importante per le transazioni in cui un'acquirente strategico sta acquistando un'impresa target in un settore correlato, con un'acquisizione orizzontale o verticale. Le sinergie sono un valore aggiunto sotto forma di flussi di cassa o utili futuri; quindi, riuscendo a comprendere le dimensioni e il livello di probabilità delle potenziali sinergie, un'acquirente può inquadrare il prezzo di acquisizione per un'impresa target. Per tali motivi, sinergie superiori possono tradursi in un prezzo più elevato, o in un premio di acquisizione che l'acquirente può permettersi di pagare. Molto dipenderà dalle sinergie che altri potenziali acquirenti possono ottenere dall'unione con la stessa impresa target. Per esempio, se un concorrente è in grado di replicare sinergie simili a quelle dell'acquirente cosiddetto "best fit", ci si può aspettare che, in un mercato delle M&A competitivo, il premio di acquisizione aumenta di molto fino ad un prezzo che superi l'offerta del secondo migliore offerente. Al contrario, ci si può aspettare un premio di acquisizione inferiore se non esiste una forte concorrenza da parte di altri acquirenti, perché questi non sono in grado di generare altro che un modesto potenziale di sinergia. Questo è il motivo per cui alcuni analisti ed esperti di M&A suggeriscono di classificare le sinergie in *sinergie replicabili* e *sinergie uniche* o *speciali*. Le prime sono le sinergie che possono essere riprodotte da altri potenziali

acquirenti nel mercato per il controllo aziendale, che tendono così a essere più facilmente trasferite nel premio di acquisizione, versato dall'acquirente che risulterà vincitore; le seconde sono sinergie speciali, non replicabili, che possono derivare solo dalla combinazione del migliore offerente con la società target, e che ci si aspetta possano essere più facilmente catturate dagli azionisti dell'impresa acquirente. Sulla base di questa logica, risulta importante per le decisioni di crescita esterna, l'analisi dei potenziali acquirenti e la valutazione della natura e della dimensione delle rispettive sinergie. Come già definito in precedenza, le sinergie vengono misurate in base alla differenza tra il valore della società risultante e la somma dei valori ante acquisizione delle due singole società. Alcuni autori propongono di identificare le possibili sinergie attivabili grazie un operazione di M&A, attraverso il *modello della catena del valore di Porter*[3] . Questo è uno strumento di analisi strategica che si basa sulla classificazione delle attività dell'impresa in due tipologie: le attività primarie, e le attività di supporto. Le prime riguardano la gestione caratteristica, e sono rivolte alla trasformazione fisico-tecnica dei fattori produttivi, al trasferimento fisico del prodotto, al servizio finale e di assistenza post-vendita; invece le attività di supporto sono attività a sostegno delle attività primarie. Secondo Porter l'unione di tutte le attività porta alla creazione del margine di valore dell'impresa.

[3]MARCO, SNICHELOTTO. "*Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo*." Rivista, no. 3, 2009.

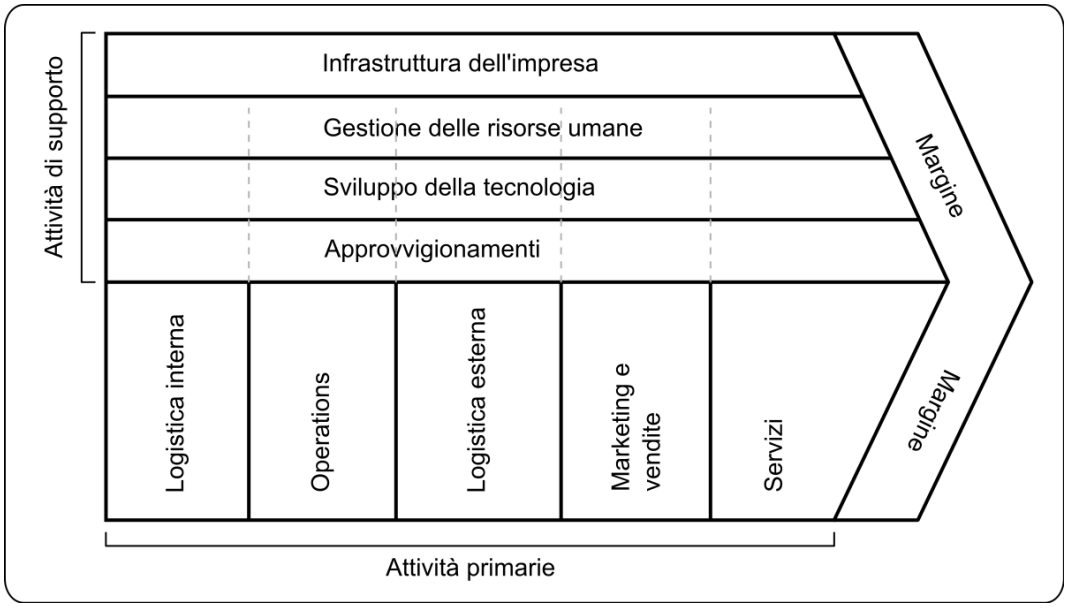


Figura 2: (FONTE WIKIPEDIA) Catena del valore di Porter

Per attuare questa attività di analisi bisogna individuare e scomporre tutte le attività delle due imprese e comporre per ognuna una propria catena del valore. Successivamente si confrontano le due catene del valore, e si analizzano le sinergie che derivano dalle attività tangibili o che possono derivare dal coordinamento di attività tangibili, grazie alla condivisione di conoscenze (anche nuove) tra le due imprese, tali da generare uno sviluppo.

Tipologia di sinergie

Le sinergie non sono tutte uguali, ma possiamo classificarle in 3 tipologie[4]:

- *Sinergie operative;*
- *Sinergie finanziarie;*

[4] ASWATH DAMODARAN. "*The value of synergy*." Stern School of Business, 10/2005.

- *Sinergie manageriali.*

Le *sinergie operative* si manifestano principalmente in caso di operazioni fra aziende che operano nello stesso settore e che sono simili dal punto di vista tecnologico e produttivo. Sono quelle sinergie che consentono alle imprese di incrementare la propria redditività operativa grazie alle attività esistenti, o alla loro crescita. Esse sono riconducibili a due classi di fattori:

- Fattori di differenziazione = riguardano il miglioramento dell'immagine, l'assistenza post-vendita, la qualità produttiva e l'ampliamento della gamma dei servizi o prodotti;
- Cost driving factor = riguardano le economie di integrazione, di scala e di scopo.

Vi sono 4 tipi di sinergie operative:

- Le sinergie di ricavo = con esse si fa riferimento alla crescita delle vendite derivante dall'integrazione delle attività della società acquirente e della società target, ma anche dal maggior potere di determinazione dei prezzi derivante dalla riduzione della concorrenza e dall'aumento della quota di mercato. Le sinergie di questo tipo possono derivare dalla condivisione di risorse complementari. Per esempio, la società combinata può essere in grado di espandere le vendite sfruttando nuovi canali di vendita, e

aumentare in tal modo la sua efficacia organizzativa e di marketing. Inoltre, una migliorata capacità di innovazione potrebbe produrre vendite addizionali, per esempio facendo leva su nuovi prodotti;

- Le sinergie di costo = derivano dalla razionalizzazione delle funzioni di supporto, dall'ottimizzazione delle operazioni di rete e dalla massimizzazione della leva sulle forniture di materie prime e componenti. Questo tipo di sinergie possono essere ottenute specialmente da economie di scala e di scopo (risparmi derivanti dalla produzione di prodotti diversi con gli stessi fattori produttivi). In generale ci aspettiamo di vedere le economie di scala e di scopo nelle fusioni orizzontali, cioè di imprese dello stesso settore, ad esempio due aziende siderurgiche che si uniscono per creare un'azienda siderurgica più grande. Questi efficientamenti diventano evidenti, per esempio, con il consolidamento degli impianti di produzione, i risparmi nei canali di distribuzione, la riduzione delle duplicazioni a livello amministrativo e così via;
- Le sinergie di investimento = provengono da tagli negli investimenti che risultano in un utilizzo più efficiente dei beni strumentali. Quando due imprese si uniscono, possono effettivamente migliorare il rendimento dei propri investimenti condividendo particolari attività, come un edificio occupato da uffici, una fabbrica o una linea di produzione. Inoltre, è possibile ottenere efficienze nel capitale circolante netto migliorando la

gestione dei flussi di cassa (riduzione dei crediti verso clienti) o riducendo le scorte. Inoltre, un maggior potere contrattuale post-acquisizione nei confronti dei fornitori può portare finanziamenti extra all'attività commerciale (tramite l'aumento di debiti verso fornitori);

- Maggiore crescita nei mercati nuovi o esistenti, derivante dalla combinazione delle due aziende.

La seconda tipologie di sinergie sono le *sinergie finanziarie* con le quali si fa riferimento al miglioramento del profilo di rischio delle aggregazioni aziendali, e può derivare da:

- Una maggiore capacità di indebitamento = perché, quando due imprese si uniscono, i loro utili e la loro liquidità aumentano ed i flussi potrebbero diventare più stabili e prevedibili. Ciò, a sua volta, consente loro di prendere in prestito più di quanto potrebbero avere come singole aziende, il che crea un vantaggio fiscale per l'azienda combinata. Questo vantaggio fiscale si manifesta solitamente come un minor costo del capitale per l'impresa combinata;
- Diversificazione = riduzione della variabilità dei risultati diversificando in altri settori;
- Utilizzo di liquidità = un'azienda con eccedenza di cassa e poche opportunità può essere portata ad incorporare aziende con poca cassa e

buone opportunità di investimento, o il contrario. Le risorse derivano dal valore attuale dei progetti che non avrebbero potuto essere finanziati senza l'operazione;

- Vantaggi fiscali = questi possono derivare dal fatto che l'acquisizione consente di approfittare delle normative fiscali per rivalutare le attività della società target, o dall'utilizzo delle perdite di esercizio riportabili a nuovo. Così, un'impresa con elevati redditi imponibili che acquista una società in perdita potrebbe essere in grado di utilizzare le perdite di esercizio di quest'ultima per ridurre l'onere fiscale complessivo.

Il terzo tipo di sinergie sono le *sinergie manageriali*, e derivano dalla capacità e dalle conoscenze del management di modificare le prospettive reddituali di un'impresa. Queste sinergie vengono conseguite quando il management dell'impresa acquirente riesce a gestire l'insieme delle attività dell'azienda acquisita in maniera più efficiente rispetto ai precedenti manager della stessa, e ciò presuppone avere superiori capacità di pianificazione, coordinamento e controllo.

Aggiungere un nuovo modello di business

Il quarto principale motivo che spinge le imprese a fare acquisizioni e/o fusioni è l'introduzione di un nuovo modello di business, in modo tale da rafforzare o completare le attività esistenti. Questo può includere l'acquisizione di imprese che

operano in settori diversi, permettendo alla società acquirente di diversificare le proprie attività e ridurre i rischi associati alla dipendenza da un unico mercato o prodotto.

Ad esempio, un'azienda manifatturiera può decidere di acquisire una società di e-commerce per espandere il proprio canale di vendita online, diversificando così le proprie fonti di reddito e riducendo la dipendenza dalle vendite tradizionali.

Risparmiare tempo e denaro nella strategia di crescita

Il quinto motivo che spinge le imprese ad intraprendere le operazioni di M&A è quello più comune ovvero crescere rapidamente risparmiando tempo e denaro. Questa metodologia di crescita è detta crescita esterna e si contrappone alla tradizionale crescita interna, in cui l'impresa cerca di sviluppare internamente nuove capacità o di penetrare nuovi mercati. Grazie alla crescita esterna un'azienda può acquisire un'altra società che possiede già queste competenze o accesso a tali mercati evitando i costi e i rischi associati all'avvio di nuove operazioni da zero.

Ad esempio, un azienda che produce alimenti che vuole espandere la sua linea di prodotti per includere alimenti biologici. Anziché sviluppare nuove linee di produzione e approvvigionamento, acquisisce un'azienda locale specializzata in prodotti biologici già presenti sugli scaffali dei principali supermercati.

VALORE DELLE SINERGIE

Come detto in precedenza, le sinergie hanno un valore che determina il prezzo di un'acquisizione o di una fusione, ed è quindi fondamentale capire come stimarle e valorizzarle. La stima e la valutazione possono essere svolte per le sinergie operative e finanziarie, ma invece non è possibile farlo per le sinergie manageriali, che sono difficilmente predeterminabili.

Valutazione delle sinergie operative

Esiste qualche disaccordo relativo alla valutazione della sinergia, ed in merito abbiamo due scuole di pensiero. Una scuola di pensiero sostiene che la sinergia è qualcosa di incerto e difficile da valorizzare e che ogni tentativo sistematico in tal senso richiede così tanti presupposti da rendere inutile la stima. Se questo fosse vero, allora un'impresa non dovrebbe essere disposta a pagare cifre elevate per le sinergie se non riesce ad attribuirgli un valore. L'altra scuola di pensiero si basa sul fare la migliore stima possibile del valore che la sinergia creerà grazie all'operazione di M&A prima di decidere quanto pagare, anche se richiede delle ipotesi su un futuro incerto. Io mi baserò sulla seconda scuola di pensiero. Per capire il valore della sinergia è necessario inizialmente porsi 2 domande fondamentali:

1) *Che forma dovrebbe assumere la sinergia?* Ad esempio, ridurrà i costi e permetterà di aumentare i margini di profitto? Permetterà di aumentare la

crescita futura grazie, ad esempio, ad un aumento della quota di mercato?...

2) *Quando la sinergia inizierà a influenzare i flussi di cassa?* Raramente le sinergie si manifestano istantaneamente, ma è più probabile che si manifestino nel tempo.

Una volta che abbiamo risposto a queste domande, possiamo stimare il valore della sinergia in tre passaggi: in primo luogo, valutiamo le imprese coinvolte nella fusione in modo indipendente, mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi per ciascuna impresa al costo medio ponderato del capitale; in secondo luogo, stimiamo il valore dell'impresa combinata, senza sinergia, aggiungendo i valori ottenuti per ciascuna impresa nella prima fase; ed infine nell'ultimo passaggio, integriamo gli effetti della sinergia nei tassi di crescita attesi e nei flussi di cassa previsti e rivalutiamo l'azienda combinata con le sinergie. La differenza tra il valore dell'azienda combinata considerando la sinergia e il valore dell'azienda combinata senza considerare la sinergia ci fornisce il valore della sinergia stessa. A questo punto è importante distinguere il valore della sinergia dal valore del controllo. Il valore del controllo è il valore incrementale che un acquirente ritiene di poter creare gestendo l'azienda target in modo più efficiente rispetto al precedente gruppo di management. Per valutare il controllo, non facciamo altro che rivalutare l'azienda target con un management diverso e presumibilmente

migliore e confrontare questo valore con quello ottenuto con il management esistente. Separando il valore del controllo da quello della sinergia, raggiungiamo due obiettivi. In primo luogo, assicuriamo che non ci siano doppi conteggi. Se, ad esempio, un'azienda ha un basso rendimento del capitale perché le sue attività sono impiegate in modo inefficiente, mostriamo l'aumento di valore che deriva dalla riallocazione delle attività e dall'aumento del rendimento del capitale come parte del valore del controllo. In secondo luogo, possiamo elaborare strategie di offerta per le acquisizioni in grado di differenziare il valore del controllo da quello delle sinergie. Potremmo essere disposti a pagare quasi il 100% del valore del controllo (sostenendo che l'impresa target avrebbe potuto realizzare il valore del controllo e della sinergia), ma solo una parte del valore di sinergia (poiché non avrebbe potuto essere creato senza l'impresa acquirente).

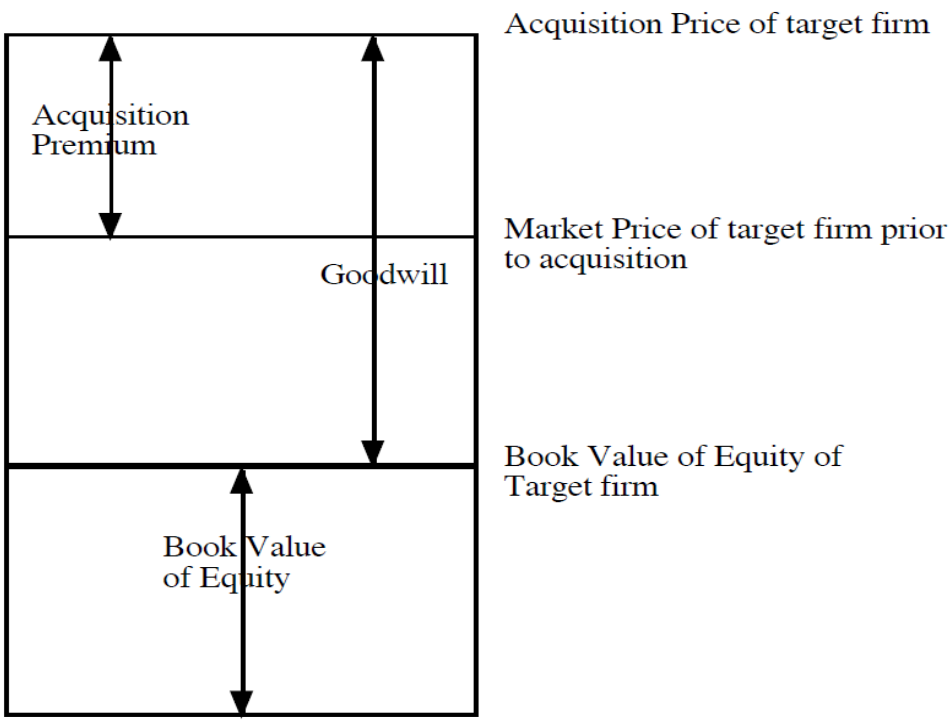


Figura 3:(FONTE: STERN SCHOOL OF BUSINESS, THE VALUE OF SYNERGY) Scomposizione del prezzo di acquisizione

Nella figura 3, troviamo il prezzo pagato per un'acquisizione che viene suddiviso in 3 componenti: il *prezzo di mercato (market price)*, il *premio (acquisition premium)* rispetto a tale prezzo, ed il *valore contabile (book value)*. Si noti l'irrilevanza della stima dell'avviamento, anche detto *goodwill* (che è la differenza tra il valore di mercato e il valore contabile) ai fini di questa discussione. Il prezzo di acquisizione determinerà se un'acquisizione aumenta o distrugge il valore per gli azionisti della società acquirente.

Valutazione delle sinergie finanziarie

La sinergia può essere creata anche da fattori puramente finanziari. Prenderemo in considerazione tre fonti legittime di sinergia finanziaria:

- un *maggiore "beneficio fiscale"* derivante dalle perdite accumulate o dalle maggiori deduzioni fiscali;
- un *aumento della capacità di indebitamento* e quindi del valore dell'azienda;
- un *migliore utilizzo della liquidità "in eccesso" (cash slack)*.

Relativamente alla liquidità in eccesso, anche detta cash slack, è facile calcolarne la dimensione; nella sua variante più semplice, calcoliamo il valore attuale netto dei progetti che l'impresa povera di liquidità sarebbe costretta a rifiutare a causa del suo vincolo di cassa e lo aggiungiamo al valore dell'impresa combinata. Passando invece ai vantaggi fiscali, consideriamo tre esempi:

- Se una delle imprese ha deduzioni fiscali che non può utilizzare perché è in perdita, mentre l'altra impresa ha un reddito su cui paga imposte significative, l'unione delle due imprese può portare a benefici fiscali che possono essere condivisi da entrambe. Il valore di questa sinergia è il valore attuale dei risparmi fiscali che derivano dalla fusione;
- Un secondo potenziale vantaggio deriva dalla possibilità di ammortizzare i beni ammortizzabili di un'azienda target in un'acquisizione. Ciò si tradurrà

in un maggiore risparmio fiscale derivante dall'ammortamento negli anni futuri;

- In alcuni Paesi, gli acquirenti ottengono ulteriori benefici in relazione al valore contabile rideterminato del patrimonio netto dell'impresa combinata.

CAPITOLO 3: DATI E METODOLOGIE

INTRODUZIONE

Il terzo e il quarto capitolo riguardano la parte principale della tesi, ovvero la parte pratica. L'obbiettivo è analizzare un determinato numero di imprese italiane che negli ultimi anni hanno effettuato operazioni di M&A, in modo tale da capire il motivo per cui queste imprese hanno svolto tali operazioni.

In particolare, nel presente capitolo vengono descritti dettagliatamente i dati utilizzati e i metodi impiegati nella conduzione di questa ricerca sperimentale.

RACCOLTA DEI DATI

La raccolta di dati è un elemento chiave di questo studio. I dati utilizzati nella ricerca provengono principalmente dall'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI) e da ulteriori fonti integrate attraverso ricerche online.

Inizialmente, ho utilizzato il dataset di AIFI[1], contenente informazioni finanziarie dettagliate su 140 aziende italiane coinvolte in operazioni di M&A. Questo documento include dati quali la forma giuridica, l'anno di costituzione, i ricavi e altre metriche finanziarie rilevanti. Successivamente, ho arricchito il dataset con ulteriori dati riguardanti le motivazioni che hanno spinto queste aziende a

[1] AIFI "Altri Studi" AIFI, https://www.aifi.it/it/altri-studi.

effettuare le operazioni di M&A. Queste informazioni sono state raccolte attraverso ricerche online:

- *Ricerca su siti web ufficiali delle imprese* = i siti web delle imprese coinvolte sono stati consultati per trovare comunicati stampa, report annuali e sezioni dedicate agli investitori. Questi documenti spesso contenevano dichiarazioni ufficiali sulle motivazioni strategiche e operative delle operazioni di M&A;
- *Articoli e pubblicazioni* = sono stati esaminati articoli di riviste finanziarie e pubblicazioni accademiche che trattano delle imprese e delle loro operazioni di M&A. Questi articoli spesso offrono approfondimenti sulle motivazioni e sugli obiettivi delle operazioni.

Tutti i dati raccolti sono stati successivamente inseriti in un file Excel. Le informazioni aggiunte sono state verificate per garantirne la precisione, confrontandole con diverse fonti e confermando così la coerenza dei dati.

DESCRIZIONE DEI DATI

Il dataset è rappresentato da un file Excel con all'interno una tabella contenente dati su operazioni di acquisizione e fusione fatte da 140 aziende italiane.

Possiamo classificare i dati in queste tre categorie:

- Motivi dell'operazione di M&A

- Dati generali
- Dati finanziari

Motivi dell'operazione di M&A

Partiamo descrivendo le prime colonne del dataset, che rappresentano i motivi dell'M&A.

Ho raccolto informazioni sulle 140 imprese presenti all'interno del dataset, riguardanti le motivazioni per cui sono state svolte tali operazioni. Sono partito da un articolo[2] di riferimento di un importante società americana (Hinge), che tratta le motivazioni per cui un'impresa effettua un'acquisizione o una fusione. Secondo questo articolo, le imprese attuano queste operazioni come strategia di crescita per i seguenti 5 motivi:

1) Colmare lacune critiche nell'offerta di servizi o nell'elenco dei clienti
2) Acquisire talenti
3) Sfruttare le sinergie
4) Aggiungere un nuovo modello di business
5) Risparmiare tempo e denaro nella strategia di crescita

Riguardo al primo motivo, ci riferiamo a cambiamenti del mercato in risposta ad eventi esterni o all'ingresso di nuove leggi che possono creare una lacuna nei

[2] Hinge Marketing. "Mergers and acquisitions as part of your growth strategy." Hinge Marketing, https://hingemarketing.com/blog/story/mergers-and-acquisitions-as-part-of-your-growth-strategy. 1/7/2024.

servizi offerti da una impresa. Si tratta di un'opportunità privilegiata per una fusione o un'acquisizione strategica.

In merito al secondo punto, in molti settori si registra una forte carenza di personale professionale esperto. La sicurezza informatica, la contabilità e l'ingegneria sono solo alcuni esempi che vengono subito in mente. Quindi per molte aziende, l'acquisizione di un'impresa e della sua proprietà intellettuale è la strada più rapida per raggiungere il dominio del mercato, o almeno per ostacolare le incursioni della concorrenza.

Il terzo motivo, lo sfruttamento di sinergie, risulta un punto molto importante; infatti, una fusione è strategica se genera sinergie sia per chi acquisisce e sia per l'acquirente. Fondamentalmente esistono 3 tipi di sinergie, le sinergie operative, finanziarie, manageriali. In particolare, le sinergie più diffuse sono quelle operative, e si dividono in sinergie di costo e di ricavo. Le sinergie di costo consistono nel ridurre i costi sfruttando le sovrapposizioni di operazioni o risorse consolidandole in un'unica entità. In un'operazione strategica di fusione e acquisizione, diverse aree sono adatte alla riduzione dei costi, come strutture ridondanti, forza lavoro, unità aziendali e aree operative. Ma le sinergie di costo possono anche tradursi in un aumento del potere di acquisto e di negoziazione, grazie all'aumento del bilancio combinato. Invece le sinergie sui ricavi alterano l'equilibrio competitivo e creano opportunità per modificare le dinamiche di

mercato, vendere più prodotti o aumentare i prezzi. Le aziende possono trarre vantaggio dalle sinergie sui ricavi e guadagnare di più in molti modi, tra cui i seguenti:

- Ridurre la concorrenza
- Aprire nuovi territori
- Accedere a nuovi mercati (grazie a competenze, prodotti, servizi o capacità acquisiti di recente)
- Espandere la base clienti per ottenere opportunità di cross-selling
- Sviluppare opportunità di vendita commercializzando prodotti o servizi complementari

Il quarto motivo riguarda quelle operazioni di M&A svolte per aggiungere all'attuale offerta dell'impresa, un nuovo servizio o business. Il modo più semplice per svilupparlo e testarlo è acquisire un'azienda che lo sta già utilizzando con successo. In questo modo si evitano possibili passi falsi dovuti all'inesperienza.

Infine, abbiamo il quinto motivo. Una fusione e/o acquisizione strategica può aiutare l'impresa a risparmiare tempo e denaro nella sua strategia di crescita, grazie al fatto che queste operazioni permettono di acquisire risorse, e clienti delle società acquisite.

Dall'analisi dei dati si evidenzia la presenza di alcuni motivi in maniera preponderante e altri invece hanno una minore frequenza. I risultati verranno illustrati nell'ultimo capitolo.

Dati generali

La seconda categoria di informazioni presenti nel dataset sono i dati generali sulle imprese.

Sono stati raccolti i seguenti dati generali per ciascuna impresa:

- Ragione sociale (nome dell'azienda)
- Provincia
- Comune
- Forma giuridica
- Anno di costituzione
- Partita IVA
- ATECO 2007 descrizione
- Anno operazione di M&A

Esaminiamo ora la distribuzione di questi dati.

Sulla base di queste informazioni, risulta che il dataset è composto da aziende di tutta Italia:

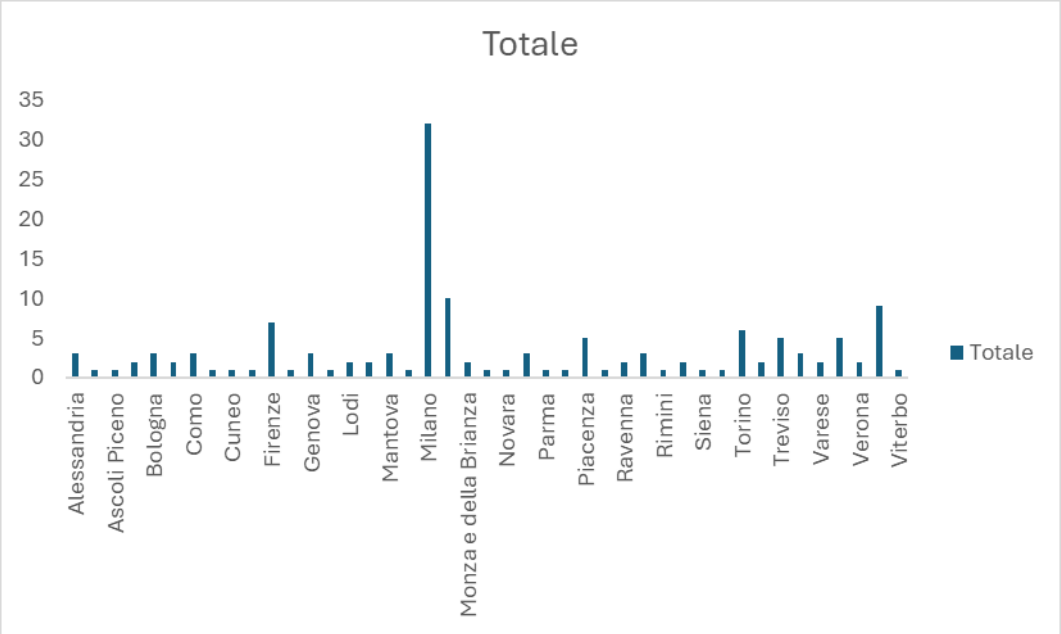


Figura 4: Distribuzione territoriale delle imprese

Questa tabella è stata creata incrociando la provincia dell'azienda con il numero di imprese in esame. Come possiamo vedere abbiamo imprese sia del Nord sia del Sud, ma anche del Centro, in particolare la maggior parte sono di Milano, pari circa a 32 imprese su 140.

Riguardo la forma giuridica, abbiamo quattro tipi di situazione presenti: S.r.l., S.r.l. a socio unico, S.p.a., S.p.a. a socio unico.

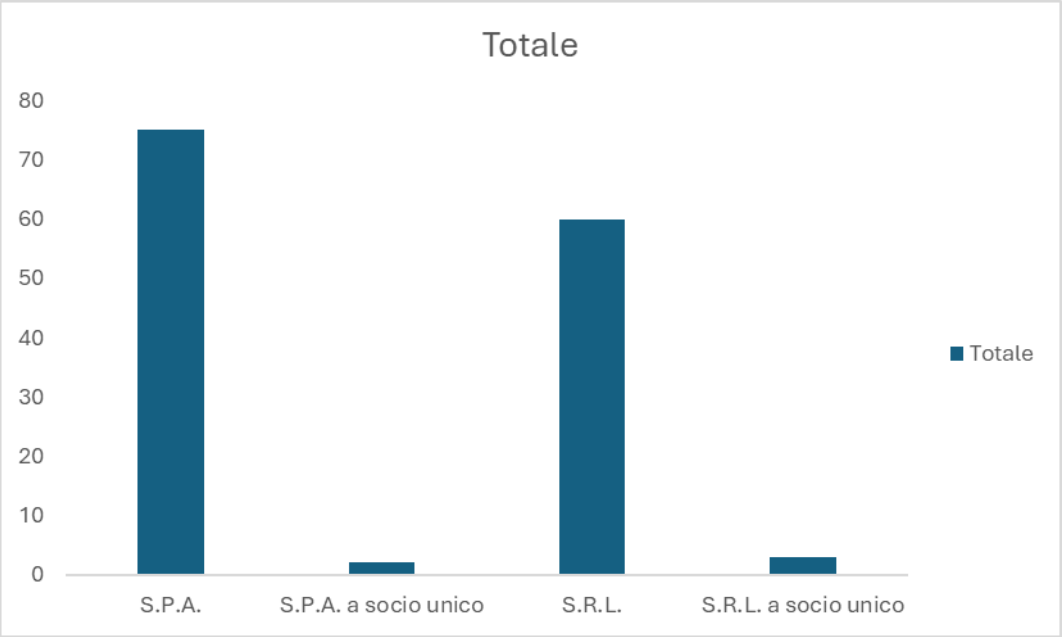


Figura 5: Distribuzione forma giuridica imprese

Come illustrato nella tabella soprastante, la forma giuridica più diffusa è la S.p.a., seguita dalla S.r.l., mentre le altre due tipologie sono meno comuni.

Riguardo l'anno di costituzione è utile analizzare l'andamento.

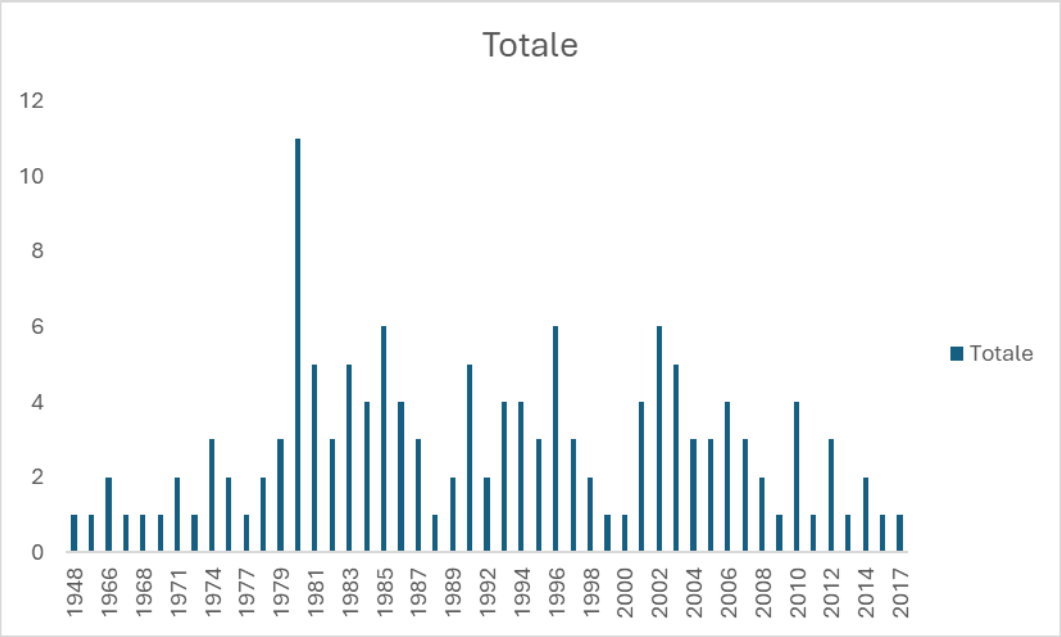


Figura 6: Distribuzione dell'anno di costituzione delle imprese

Come vediamo dalla tabella, le imprese all'interno del dataset considerato sono state costituite nel seguente range di anni,1948 e 2017. In particolare, è presente un picco nel 1980.

Analizzando il tipo di attività dell'impresa in base al codice ATECO 2007, sono presenti numerosi ambiti:

- Produzione di software
- Produzione di prodotti abrasivi
- Produzione dei derivati del latte
- Fabbricazione di mobili

- …

Quindi abbiamo imprese di ogni settore dal ramo alimentare a quello manufatturiero, ecc.

Infine, analizziamo gli anni in cui sono avvenute le operazioni.

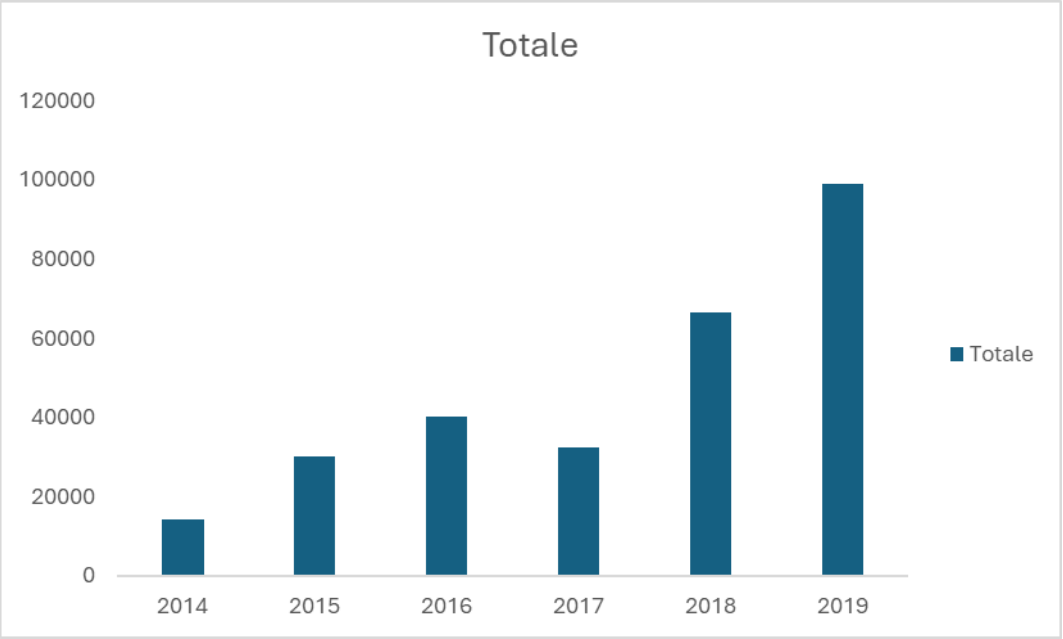


Figura 7: Anni in cui sono avvenute le operazioni di M&A

Dal grafico si osserva che le operazioni di M&A nel dataset considerato si sono verificate tra il 2014 e il 2019. In particolare, si nota un aumento graduale della frequenza delle operazioni con il passare degli anni, con l'eccezione di un lieve calo nel 2017. Il numero massimo di operazioni si registra nel 2019, evidenziando un picco significativo in quell'anno.

Dati finanziari

Il dataset oltre alle informazioni che ho precedentemente definito, comprende anche i dati finanziari delle 140 imprese. In particolare, sono presenti i valori dei ricavi delle vendite in migliaia di euro. Per la maggior parte di esse è presente la variazione dal 2013 al 2022, ma in alcuni casi sono presenti variazioni minori (fino al 2020). Ciò consente un'analisi dettagliata delle tendenze e delle dinamiche economiche nel tempo.

CONCLUSIONE

In questo capitolo ho esaminato nel dettaglio i dati e le metodologie usate per l'analisi. Tutto ciò ha fornito una base solida e dettagliata che mi permetterà di condurre un'analisi accurata e di trarre conclusioni significative sugli effetti delle operazioni di M&A e sulle dinamiche finanziarie delle società coinvolte.

CAPITOLO 4: M&A STRATEGICHE MA NON FINALIZZATE ALLA MERA CRESCITA

INTRODUZIONE

Le operazioni di fusione e acquisizione, o più semplicemente M&A, rappresentano una strategia consolidata nel sistema economico e finanziario del mondo intero, e sono spesso portate avanti per ragioni di crescita aziendale. Tuttavia, esistono tipi di M&A basati su obiettivi diversi dalla mera espansione del business, e che sono rivolti a motivi alternativi come la creazione di nuovi modelli di business, l'acquisizione di talenti e molto altro. In questo capitolo, analizzerò il trend generale delle M&A, esplorando le motivazioni principali che spingono le imprese a intraprendere tali operazioni. Successivamente, esaminerò i casi di M&A relativi a motivazioni meno consuete. In particolare, abbiamo cinque casi specifici suddivisi in due categorie: un solo caso di M&A relativo alla creazione di nuovi modelli di business e quattro casi focalizzati sull'acquisizione di talenti. Attraverso questa analisi, cercheremo di identificare i fattori strategici comuni e le peculiarità di ciascuna operazione, fornendo una visione dettagliata e comparativa di queste pratiche aziendali.

TREND GENERALE DELLE M&A

Grazie al dataset di 140 imprese spiegato dettagliatamente nel precedente capitolo, ho svolto un'analisi approfondita per individuare i motivi principali per cui queste imprese hanno effettuato operazioni di fusione e acquisizione (M&A). Secondo un articolo di Hinge Marketing, che tratta il tema dell'M&A, le imprese effettuano fusioni e/o acquisizioni per cinque motivi principali:

1) Colmare lacune critiche nell'offerta di servizi o nell'elenco dei clienti
2) Acquisire talenti
3) Sfruttare le sinergie
4) Aggiungere un nuovo modello di business
5) Risparmiare tempo e denaro nella strategia di crescita

Basandomi su questi cinque motivi ho deciso di svolgere un'analisi delle imprese presenti all'interno del dataset, da cui è emerso un quadro chiaro delle motivazioni che guidano le M&A.

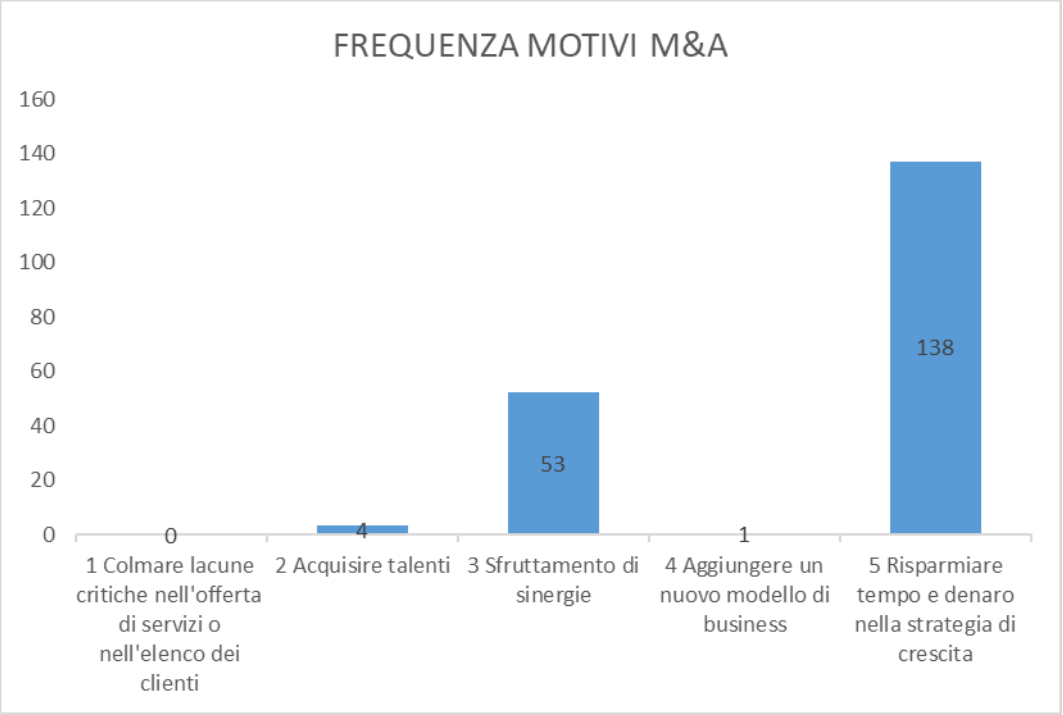


Figura 8: Frequenza motivi M&A

La Figura 8 mostra un grafico a barre che illustra la frequenza delle diverse motivazioni per le quali sono state effettuate le operazioni di M&A. Le motivazioni sono suddivise in cinque categorie, ognuna rappresentata da una barra verticale, con il numero corrispondente di casi riportato sopra ogni barra. Il grafico è stato creato inserendo nell'asse orizzontale le diverse motivazioni delle operazioni di M&A, elencandole da 1 a 5, e nell'asse verticale il numero di casi per ogni motivazione, con valori che vanno da 0 a 138. È importante notare che, delle 140 imprese osservate, in soli 2 casi non sono state trovate informazioni complete.

Dall’analisi dei dati, emerge chiaramente che la maggior parte delle imprese attua operazioni di M&A principalmente per il quinto motivo, ovvero risparmiare tempo e denaro nella strategia di crescita, con un totale di 138 casi. Questo dato suggerisce che le imprese sono fortemente motivate dall’esigenza di ottimizzare le risorse e migliorare l'efficienza operativa. L'ottimizzazione delle risorse è un aspetto cruciale in un contesto economico sempre più competitivo, dove la rapidità di esecuzione e l'efficacia delle strategie di crescita possono determinare il successo o il fallimento di un'azienda.

Il secondo motivo più frequente, con 53 casi, è lo sfruttamento di sinergie. Le sinergie derivanti dalle operazioni di M&A possono manifestarsi in vari modi, tra cui la condivisione di risorse, l'integrazione di processi produttivi, l'accesso a nuove tecnologie e la combinazione di competenze complementari. Lo sfruttamento delle sinergie permette alle imprese di ottenere benefici che non sarebbero possibili operando singolarmente, migliorando così la competitività e la redditività complessiva.

Al contrario, le altre tre motivazioni sono meno comuni. L’acquisizione di talenti, con soli 4 casi, riflette una strategia mirata a rafforzare il capitale umano dell’azienda, accedendo a competenze specialistiche e know-how che non potrebbero essere sviluppati internamente con la stessa rapidità. Questa strategia è

particolarmente rilevante nei settori ad alta intensità tecnologica, dove il talento è una risorsa scarsa e preziosa.

Le operazioni mirate ad aggiungere un nuovo modello di business sono state riscontrate in un solo caso, suggerendo che l'innovazione attraverso l'acquisizione di nuovi modelli di business è una pratica meno diffusa rispetto ad altre motivazioni. Tuttavia, queste operazioni possono essere cruciali per le imprese che cercano di adattarsi rapidamente ai cambiamenti di mercato e alle nuove opportunità emergenti.

Infine, nessuna impresa ha indicato come motivazione la necessità di colmare lacune critiche nell'offerta di servizi o nell'elenco dei clienti. Questo dato è particolarmente interessante, poiché suggerisce che le operazioni di M&A sono raramente utilizzate per correggere carenze esistenti, ma piuttosto per ottimizzare e potenziare l'efficienza e la competitività delle imprese.

In sintesi, il grafico evidenzia che le M&A sono maggiormente guidate da obiettivi di crescita rapida e dall'ottenimento di sinergie. Le motivazioni legate all'acquisizione di talenti e all'introduzione di nuovi modelli di business sono presenti ma meno comuni, mentre il colmare lacune critiche non risulta essere una motivazione significativa. Questa analisi offre una panoramica chiara delle diverse strategie che le imprese adottano nelle operazioni di M&A.

CASI SPECIFICI

Sulla base dell'analisi precedente, riguardante la frequenza delle motivazioni alla base delle operazioni di M&A ora risulta interessante esplorare nel dettaglio i cinque casi specifici di fusioni e acquisizioni, riguardanti le motivazioni di M&A meno frequenti.

Nei seguenti casi, il motivo più frequente è quello riguardante l'acquisizione di nuovi talenti, ed in particolare coinvolge le seguenti aziende: IT software S.p.a., Mondora S.r.l. società benefit, Openknowledge S.r.l., Tecla.it S.r.l. Questi casi saranno esaminati per analizzare come l'acquisizione mirata di talenti possa migliorare le competenze specialistiche dell'organizzazione acquirente, consentendo una crescita e un miglioramento della competitività nel mercato.

Il secondo motivo meno frequente è quello riguardante l'aggiunta di nuovi modelli di business, con particolare attenzione all'azienda Develer S.r.l.

Questi casi saranno esaminati per comprendere come l'acquisizione di nuovi modelli di business possa fungere da catalizzatore per l'innovazione e l'espansione delle capacità aziendali.

Ciascun caso sarà esplorato attraverso una serie di punti chiave, tra cui la storia delle imprese coinvolte, la descrizione dettagliata dell'operazione di M&A, e un'analisi ricavi.

Infine, attraverso questa analisi comparativa dei casi studio, si cercherà di identificare i fattori strategici comuni e le peculiarità di ciascuna operazione, al fine di fornire un quadro completo delle diverse motivazioni e risultati delle M&A non finalizzate alla mera crescita.

ANALISI DEL CASO ATTRIBUIBILE AL MOTIVO "CREARE NUOVI MODELLI DI BUSINESS"

Caso: Develer s.r.l.

Storia dell'impresa acquirente (Comelz S.p.a.)

Comelz S.p.a. è stata fondata nel 1943 a Vigevano[1], un comune in provincia di Pavia. Oggi è una azienda leader nel settore delle macchine per il taglio e la lavorazione di pelli e tessuti.

Fin dalla nascita, l'azienda ha avuto una forte espansione. Negli anni 60' era diventata una delle principali aziende fornitrici di prodotti altamente innovativi. Negli anni 80' è stata una delle prime imprese a integrare sistemi CAD e di controllo numerico (CNC), rivoluzionando la propria identità attraverso una forte integrazione di tecnologie meccaniche, elettroniche e software.

[1] Comelz S.p.A. "The Company" Comelz, www.comelz.com

Una parte fondamentale del successo di Comelz è stata l'internazionalizzazione. L'azienda ha aperto numerose filiali in Europa, India, Cina, Vietnam, Colombia e Brasile, e ha sviluppato partnership locali in oltre 30 paesi.

Nel 2016 l'azienda ha raddoppiato la propria capacità produttiva creando un'unità dedicata interamente alla produzione meccanica, e ciò ha permesso un consolidamento della posizione di leadership tecnologica nel settore.

In merito al servizio che offre, Comelz produce macchine per quattro settori principali: calzature, automotive, prodotti in pelle e abbigliamento.

Infine, una caratteristica distintiva di Comelz è la produzione interna di ogni componente delle sue macchine. Questa integrazione verticale garantisce un controllo di qualità superiore e un miglioramento costante dei prodotti offerti

Storia dell'impresa acquisita (Develer s.r.l.)

Develer è un azienda italiana con sede a Firenze. L'azienda è specializzata nello sviluppo di software e hardware. Fondata nel 2001 da Simone Zinanni, attuale amministratore delegato. L'azienda ha più di 20 anni si storia, circa 75 dipendenti, più di 100 clienti e più di 300 progetti realizzati. È un azienda caratterizzata da dipendenti con una grande passione per le nuove tecnologie e per le loro applicazioni[2]. Inoltre, l'azienda è caratterizzata da un'ambiente di lavoro in stile moderno, modulare e polifunzionale. Lo scopo di Develer è fornire un servizio di

[2] Develer S.r.l. "Chi Siamo." Develer, www.develer.com/chi-siamo/. 10/7/2024.

sviluppo software basato sulle tecnologie più innovative. Attualmente è una delle aziende italiane più ambite dai programmatori e progettisti elettronici.

L'attività dell'azienda è divisa in 3 aree principali:

- Lo sviluppo di software
- La progettazione di sistemi embedded
- L'offerta di corsi di programmazione

Riguardo la prima area di attività, Develer sviluppa software desktop, web e mobile personalizzati per una grande varietà di settori, e prediligendo le tecnologie open source. In particolare, per le piattaforme desktop si offrono ulteriori servizi come: lo sviluppo di GUI (interfacce utente) multipiattaforma, l'ottimizzazione su GPU con CUDA e OpenCL, e l'ottimizzazione software di rete per bandwidth o latenza. Per le piattaforme web viene fornito un servizio full-stack in modo tale da realizzare web app moderne, funzionali e visivamente accattivanti. A questo servizio di sviluppo web se ne aggiungono di ulteriori come: lo sviluppo di applicazioni web, l'installazione e ottimizzazione in cloud, e l'analisi di sicurezza dell'architettura e dei protocolli di rete. Infine, per l'ambito mobile, l'azienda si impegna a sviluppare applicazioni web responsive, native e cross-platform, impegnandosi nelle attività di: consulenza e prototipazione, UI/UX design, integrazione API, migrazione dati e servizi di consolidamento.

Il secondo tipo di attività riguarda la progettazione e produzione di dispositivi elettronici embedded fornendo servizi come: sviluppo di firmware bare metal, progettazione di schede a microcontrollore e microprocessore, scrittura di BSP Linux, produzione in serie e collaudo.

La terza area di attività è relativa all'offerta dei corsi formativi su linguaggi software, framework e tool come C++, Qt Quick, C++ moderno, Linux embedded.

Grazie a queste attività, Develer realizza anche soluzioni integrate per l'industria 4.0 che garantiscono un miglioramento dell'efficienza, della sicurezza e della semplicità dei processi produttivi dell'impresa cliente.

Descrizione dell'operazione di M&A

Nel 2018, il gruppo Comelz ha acquisito la maggioranza del capitale di Develer, dando il via a un'operazione di fusione e acquisizione che ha ridefinito la strategia dell'azienda.

Alex Corsico, Amministratore Delegato di Comelz, ha commentato[3]:
"L'acquisizione di Develer crea le basi per il completamento della strategia di Comelz, che si sta trasformando in una high tech company, con una avanzata piattaforma di automazione nei vari settori delle macchine per il taglio."

[3] "Comunicato Stampa: Acquisizione di Develer da parte di Comelz," Develer, www.develer.com/wp-content/uploads/2019/06/CS-Comelz-Develer-ITA_05-12-2018.pdf

Questa operazione di M&A permetterà a Comelz di creare un nuovo modello di business, ovvero l'offerta di soluzioni avanzate ai clienti che derivano dall'integrazione delle tecnologie usate sia da Develer sia da Comelz.

Nel dettaglio avremo l'integrazione di tecnologie come, l'intelligenza artificiale (AI), i Big data e l'Internet of Things (IoT) con i macchinari da taglio di Comelz e ciò permetterà di offrire soluzioni di taglio end-to-end, rendendo i macchinari pronti per l'Industry 4.0, con applicazioni cloud-based, CAD/CAM e di advanced data analytics.

Possiamo sintetizzare l'operazione di M&A nei seguenti punti:

1) Accelerare lo sviluppo tecnologico
2) Integrazione e soluzioni avanzate
3) Crescita del fatturato
4) Strategia di Trasformazione in High Tech Company
5) Rafforzamento del brand

Analisi dei dati finanziari

In questa sezione verranno analizzati i dati finanziari di Develer con lo scopo di capire l'impatto economico e le performance successive all'acquisizione.

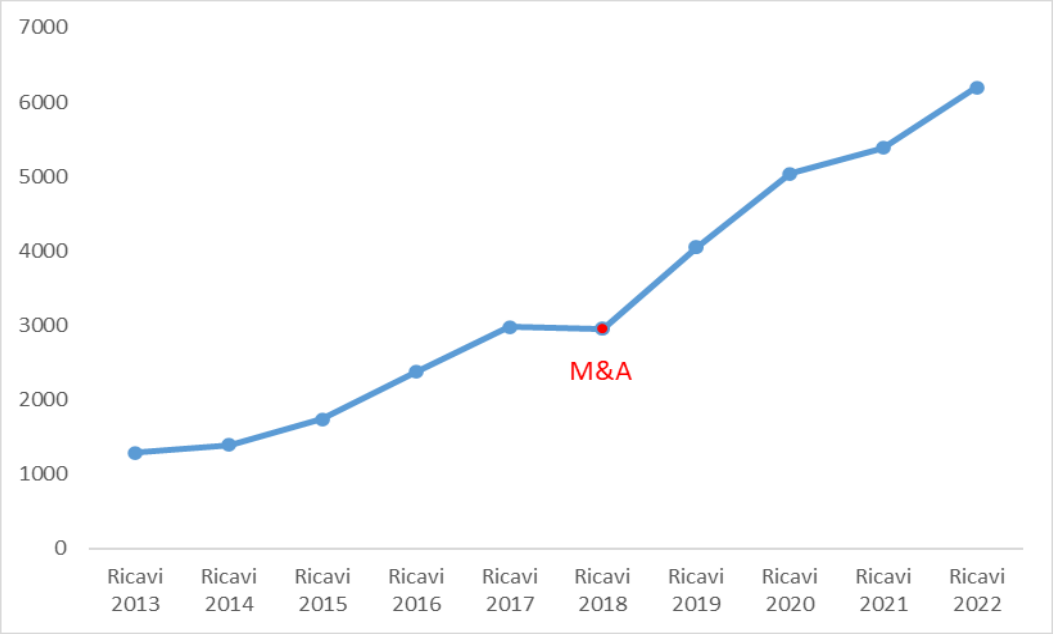


Figura 9: Ricavi Develer

Nel grafico soprastante abbiamo l'andamento dei ricavi, l'indicatore principale per valutare il buon andamento dell'acquisizione.

Nel 2018, l'azienda ha effettuato l'operazione di M&A, evidenziata nel grafico con un punto rosso. In quell'anno, i ricavi ammontavano a circa 2,5 milioni di euro. Dopo l'operazione, nel 2019, i ricavi sono aumentati significativamente, raggiungendo circa 4 milioni di euro. La crescita è continuata negli anni raggiungendo circa 6,5 milioni di euro nel 2022.

In sintesi, dopo l'operazione di M&A nel 2018, l'azienda ha registrato una crescita sostanziale e costante dei ricavi nei quattro anni successivi.

ANALISI DEI 4 CASI ATTRIBUIBILI AL MOTIVO "ACQUISIZIONE DI TALENTI"

Caso 1: IT software S.p.a.

Storia dell'impresa acquirente (LIST S.p.a.)

List è un'azienda costituita nel 1985 a Pisa[4]. È nata da un piccolo gruppo di persone, ma poi nel tempo di si è espansa ed è diventata leader nel mondo dei servizi finanziari. L'azienda si occupa di sviluppare soluzioni software per il settore finanziario.

Con il passare degli anni, List ha ampliato la sua presenza internazionale aprendo uffici e stipulando partnership strategiche nei seguenti paesi: America (Canada e Stati Uniti), Asia (Hong Kong, India, Malaysia), Polonia, Spagna, e Regno Unito.

L'azienda offre i seguenti 5 servizi:

1) LookOut
2) FastTrade
3) Janus
4) Lyra
5) Brain3

[4] LIST S.p.A. "About LIST." List Group, www.list-group.com/about-list/. 9/07/2024.

LookOut è una piattaforma di gestione del rischio e monitoraggio delle operazioni finanziarie, e assicura che le operazioni siano conformi alle normative vigenti.

FastTrade è una piattaforma multi-asset di trading ad alta frequenza progettata per l'esecuzione veloce e precisa delle transazioni.

Janus è una suite di prodotti che permette il monitoraggio e il controllo del rischio in tempo reale e su più asset e mercati.

Lyra è un sistema di gestione della liquidità e dei regolamenti della tesoreria per la BCE. Riunisce tutti gli elementi chiave dei servizi TARGET in un unico sistema, garantendo una gestione finanziaria efficiente e senza soluzione di continuità in linea con gli obiettivi della BCE.

Infine, Brain3 è un modulo aggiuntivo di FastTrade che permette di automatizzare alcune decisioni operative.

Storia dell'impresa acquisita (IT software S.p.a.)

IT Software S.p.A. è una società fintech fondata a Milano nel 1993, specializzata nella fornitura di soluzioni per istituzioni finanziarie globali.

Insieme alle sue filiali[5], The Technancial Company ed Exocet, è riconosciuta come un player di rilievo nel settore fintech, con un particolare focus nel reg-tech, dove ha recentemente ottenuto numerosi premi.

L'azienda progetta e sviluppa soluzioni all'avanguardia per la gestione e la sorveglianza del rischio in tempo reale, la distribuzione dei dati di mercato e il trading.

Tra i suoi prodotti di punta, vi è la piattaforma EasyTrade, che offre una vasta gamma di funzionalità, tra cui Smart Order Routing, gestione degli ordini, Market Making, trading, gestione del rischio e matching elettronico. Inoltre, IT Software propone il software Risk Manager, utilizzato dalle principali banche internazionali per valutare i rischi di ogni posizione presente nel portafoglio in tempo reale. Infine, l'azienda offre anche il programma Radar, che permette di monitorare gli abusi di mercato ed è attualmente utilizzato da diverse istituzioni in Europa.

Descrizione dell'operazione di M&A

Nel 2019 Gruppo LIST ha acquisito la maggioranza del capitale di IT software.

Alvise Insalaco, Amministratore Delegato di LIST S.p.a. afferma[6]: "Riteniamo importante che questa acquisizione consentirà a LIST di migliorare la nostra presenza e capacità internazionali, che svolgeranno un ruolo importante nella

[5] IT Software S.p.A. "Home." IT Software, www.itsoftware.it/. 9/07/2024.
[6] LIST S.p.A. "LIST S.p.A. Invests in IT Software S.p.A." List Group, www.list-group.com/list-spa-invests-in-it-software-spa/. 9/07/2024.

nostra espansione internazionale. Siamo molto lieti di completare questa acquisizione e non vediamo l'ora di integrare il team di talento e i prodotti di alta qualità di IT Software nella nostra strategia".

Secondo quanto dichiarato da LIST S.p.a., questa operazione di M&A è stata effettuata principalmente per acquisire talenti, ottenere sinergie e accelerare la crescita dell'azienda.

Analisi dei dati finanziari

In questa sezione verranno analizzati i dati finanziari di IT software con lo scopo di capire l'impatto economico e le performance successive all'acquisizione.

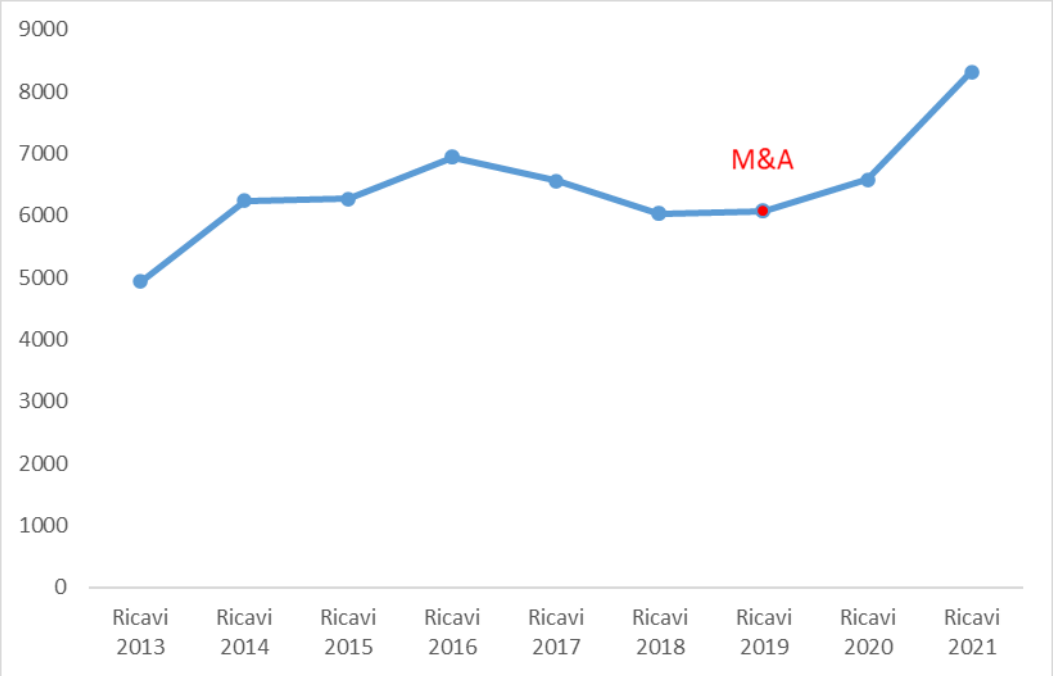


Figura 10: Ricavi IT software

Il grafico mostra l'andamento dei ricavi (in migliaia di euro) di IT software dal 2013 al 2021. Nel 2013 i ricavi erano di 5 milioni e hanno mostrato una tendenza crescente fino al 2016 arrivando a 7 milioni, stabilizzandosi intorno ai 6 milioni fino al 2018. Nel 2019, anno dell'M&A, c'è stato un incremento costante, culminando in un picco di circa 8,5 milioni nel 2021. L'M&A ha quindi segnato un punto di svolta nel trend dei ricavi, garantendo una crescita più sostenuta.

Caso 2: Mondora S.r.l. Società benefit

Storia dell'impresa acquirente (TeamSystem S.p.a.)

TeamSystem S.p.a.[7] è una delle principali aziende italiane specializzate nello sviluppo di software gestionali per il mercato delle piccole e medie imprese (PMI) e dei professionisti. Fondata nel 1979 a Pesaro, inizialmente operava come una piccola software house. Con il tempo, ha iniziato a crescere e diversificare la propria offerta, includendo lo sviluppo di piattaforme e servizi digitali in cloud e soluzioni innovative in ambito fintech.

A partire dagli anni 2000, sotto una nuova gestione manageriale, TeamSystem ha registrato una crescita superiore alla media del mercato IT. Questo sviluppo è stato alimentato da una serie di acquisizioni strategiche che hanno rafforzato la competitività del gruppo nei settori del cloud e della trasformazione digitale. TeamSystem ha costantemente ampliato la propria offerta, entrando nei mercati

[7] TeamSystem. "*Il Gruppo*." TeamSystem, https://www.teamsystem.com/il-gruppo/. 8/7/2024.

dei servizi fintech, dell'e-commerce, del rating per le PMI e dei gestionali per il settore HR.

Attualmente, il gruppo conta più di 4.800 dipendenti, 2 milioni di clienti fidelizzati e un fatturato che negli ultimi anni si avvicina al miliardo di euro. La struttura organizzativa di TeamSystem è suddivisa in business unit specifiche:

- Enterprise Solutions: dedicata alle aziende;
- Professional Solutions: rivolta a commercialisti e consulenti del lavoro;
- Micro and Digital Finance Solutions: per microimprese e il settore fintech;
- Market Specific Solutions: per mercati specifici come pubbliche amministrazioni, CAF, costruzioni, uffici legali, CAD 3D, PDM/PLM CAM, stampa 3D, macchine utensili, e sistemi di identificazione digitale come firma elettronica e SPID;
- HR Solutions: dedicate alle soluzioni HR per le aziende.

Queste business unit sono supportate da una struttura centrale. Riguardo l'internazionalizzazione, l'azienda è presente anche in mercati esteri, come Danimarca, Spagna e Albania.

TeamSystem rappresenta un esempio di successo di un'azienda italiana che ha saputo crescere e adattarsi alle esigenze del mercato attraverso l'innovazione, l'espansione strategica e un'attenzione costante ai propri clienti.

Storia dell'impresa acquisita (Mondora S.r.l.)

Mondora Srl Società di Benefit[8] è un'azienda italiana con sede a Milano, fondata da Michele e Francesco Mondora. È una società di software e consulenza specializzata in soluzioni cloud personalizzate per tutti i tipi di attività.

Mondora è certificata come B Corporation, riconoscimento che attesta il rispetto di rigorosi standard di performance sociale e ambientale, responsabilità e trasparenza. Fondata sull'idea di creare benefici per la comunità e l'ambiente, Mondora integra nel proprio operato progetti di supporto umanitario e ambientale.

L'azienda offre i seguenti servizi:

- Sviluppo software
- Consulenza IT
- Soluzioni Cloud
- Implementazione di metodologie Agile per migliorare la velocità e la qualità del ciclo di sviluppo del software

[8] MONDORA. "*About*." Mondora, https://www.mondora.it/about/. 9/07/2024.

L’azienda promuove una cultura del lavoro flessibile, incoraggiando il remote work e l'autonomia dei dipendenti.

In sintesi, Mondora Srl Società Benefit rappresenta un esempio di come un'azienda tecnologica possa combinare l'innovazione con un forte impegno per la sostenibilità e il benessere sociale. La sua missione di creare valore non solo economico, ma anche sociale e ambientale, la distingue nel panorama delle aziende IT.

Descrizione dell’operazione di M&A

Nel 2016 TeamSystem ha acquisito[9] la maggioranza del capitale sociale di Mondora S.r.l., azienda che è riuscita negli anni a posizionarsi in maniera particolarmente distintiva nel mercato dei servizi innovativi in ambito cloud per aziende e società finanziarie. L’operazione permetterà a TeamSystem di fare leva su una serie di competenze uniche in Italia nel settore dei servizi cloud, grazie all’integrazione di un team di sviluppatori dalla riconosciuta eccellenza tecnologica.

Federico Leproux, amministratore delegato del Gruppo TeamSystem ha commentato così l’operazione di M&A: “Si tratta di un segmento (Cloud) in forte espansione, che prevediamo in ulteriore accelerazione nei prossimi anni, grazie

[9] Data Manager Online. "TeamSystem acquisisce il 51% di mondora: Nascono TeamSystem Cloud Labs." Data Manager Online, 10 Oct. 2016, https://www.datamanager.it/2016/10/teamsystem-acquisisce-51-mondora-nascono-teamsystem-cloud-labs/. 9/7/2024.

all’intensificarsi del processo di trasformazione digitale delle aziende. Ecco perché abbiamo deciso di investire per acquisire la maggioranza di Mondora, società tra le più brillanti nel panorama cloud italiano. L’operazione permette al Gruppo TeamSystem di incrementare notevolmente il proprio know-how in questo ambito strategico”.

Sulla base di quanto detto dall’amministratore delegato di Teamsystem, deduciamo che questa acquisizione è stata effettuata per acquisire i talenti (proprietà intellettuale) dell’azienda Mondora specializzata in servizi Cloud, oltre che per ottenere una crescita più rapida dell’azienda stessa e beneficiare di eventuali sinergie in ambito IT.

Analisi dei dati finanziari

In questa sezione verranno analizzati i dati finanziari di Mondora con lo scopo di capire l'impatto economico e le performance successive all'acquisizione.

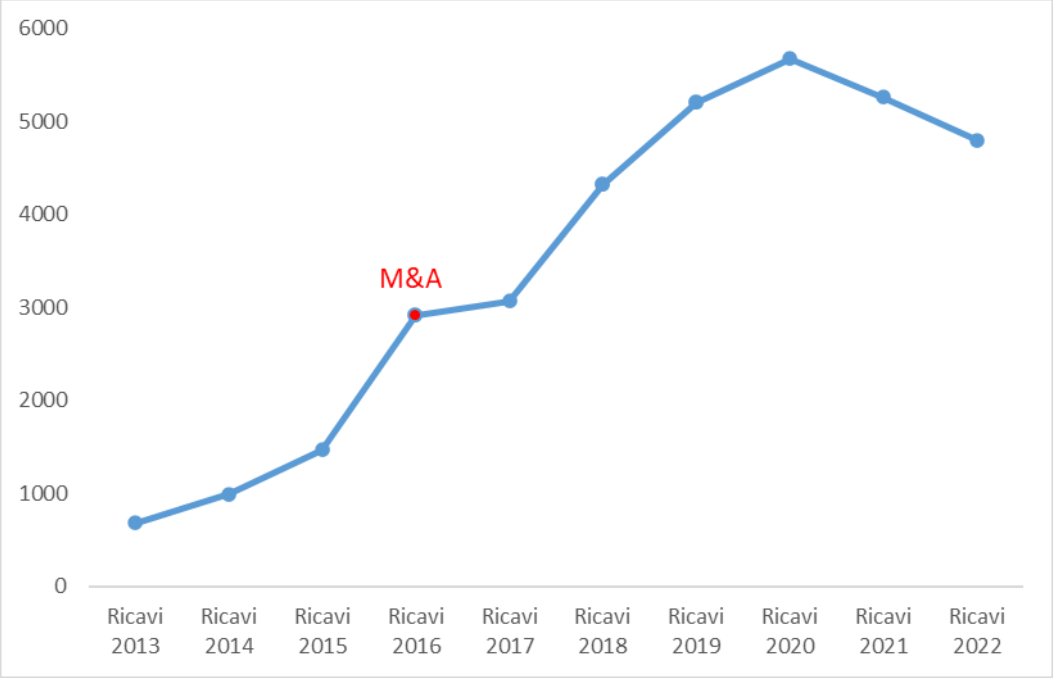


Figura 11: Ricavi Mondora

Il grafico mostra i ricavi di Mondora in migliaia di euro dal 2013 al 2022, con un focus sull'anno dell'M&A, che è il 2016. Prima dell'acquisizione, i ricavi aumentavano gradualmente, raggiungendo circa 3 milioni di euro nel 2016. Dopo l'M&A, i ricavi hanno continuato a crescere rapidamente, raggiungendo il picco di circa 5.7 milioni di euro nel 2020. Tuttavia, si osserva una leggera flessione nei due anni successivi, con i ricavi che scendono a circa 5 milioni di euro nel 2022.

In sintesi, l'M&A ha inizialmente accelerato la crescita dei ricavi, seguita da una stabilizzazione negli ultimi anni.

Caso 3: Openknowledge S.r.l.

Storia dell'impresa acquirente (BIP consulting S.p.a.)

BIP (Business Integration Partners)[10] è una delle più importanti società di consulenza in Italia. Fondata nel 2003 a Roma da un gruppo di professionisti esperti nel settore della consulenza e dell'innovazione, l'azienda ha registrato una crescita costante sin dall'inizio. Inizialmente, BIP collaborava con grandi aziende italiane nei settori dell'energia, dei servizi finanziari, delle telecomunicazioni e dell'industria manifatturiera.

Successivamente, BIP ha intrapreso un percorso di internazionalizzazione, aprendo nuovi uffici in Europa, America Latina, Medio Oriente e Asia, ampliando così il numero dei clienti e la gamma dei servizi offerti. L'azienda ha esteso la sua offerta includendo consulenza strategica, trasformazione digitale e l'uso di tecnologie innovative per fornire soluzioni avanzate ai suoi clienti.

Attualmente, BIP è una delle principali società di consulenza a livello globale, con presenza in 13 paesi, 20 uffici e circa 4500 dipendenti in tutto il mondo.

[10] BIP, "What We Do," BIP, https://www.bip-group.com/it/what-we-do/.

Storia dell'impresa acquisita (Openknowledge S.r.l.)

Openknowledge S.r.l.[11] è una società di consulenza fondata nel 2008 a Milano, rinomata per il suo approccio innovativo e collaborativo nel fornire soluzioni personalizzate ai clienti. L'obbiettivo iniziale era quella di aiutare le aziende a navigare nel complesso panorama della trasformazione digitale.

Nel corso degli anni, Openknowledge ha avuto un forte sviluppo e ha aumentato la sua importanza nel mercato italiano, collaborando con aziende di diversi settori.

Nel tempo, Openknowledge ha ampliato la sua gamma di servizi includendo:

- Consulenza sulla trasformazione digitale: supporto alle aziende nell'adozione di tecnologie digitali per migliorare i processi aziendali;
- Change management: assistenza alle organizzazioni nella gestione del cambiamento e nell'adattamento alle nuove dinamiche di mercato;
- Formazione e sviluppo delle competenze: offerta di programmi di formazione per sviluppare le competenze digitali dei dipendenti.

Oltre a fornire questi servizi, Openknowledge ha intrapreso diverse iniziative significative:

- *Social Business Forum*: Eventi dedicati alla trasformazione digitale.

[11] OPEN KNOWLEDGE. "*Chi Siamo*." Open Knowledge, https://www.open-knowledge.it/chi-siamo/. 9/07/2024.

- *"Purpose in Action"* (in collaborazione con il Politecnico di Milano): un osservatorio che intende creare e diffondere conoscenza, metodi e pratiche a sostegno dell'integrazione del Purpose nelle strategie aziendali.

Attualmente, l'azienda conta più di 100 professionisti altamente qualificati e continua a crescere, espandendo la propria influenza sul mercato.

Descrizione dell'operazione di M&A

Nel 2015 BIP acquisisce[12] Openknowledge.

Fabio Troiani, amministratore delegato di BIP, ha dichiarato: "I partner, il team e le competenze specifiche di Openknowledge sono un tassello fondamentale per completare le capacità di BIP".

Emanuele Scotti, amministratore delegato di Openknowledge, ha aggiunto: "L'ingresso in BIP rappresenta un passaggio cruciale per rafforzare la nostra leadership nella social & digital transformation in un mercato sempre più maturo e competitivo".

Questa acquisizione è stata realizzata per ottenere una serie di vantaggi, tra cui l'acquisizione dei talenti e delle competenze digitali e innovative di Openknowledge. Grazie a questa operazione è stato possibile crescere più rapidamente e conseguire sinergie tra le due aziende.

[12] REDAZIONE CORCOM. "*OpenKnowledge entra nel gruppo Bip*." Corriere Comunicazioni, 19 Oct. 2020, https://www.corrierecomunicazioni.it/digital-economy/cloud/openknowledge-entra-nel-gruppo/. 9/07/2024.

Analisi dei dati finanziari

In questa sezione verranno analizzati i dati finanziari di Openknowledge con lo scopo di capire l'impatto economico e le performance successive all'acquisizione.

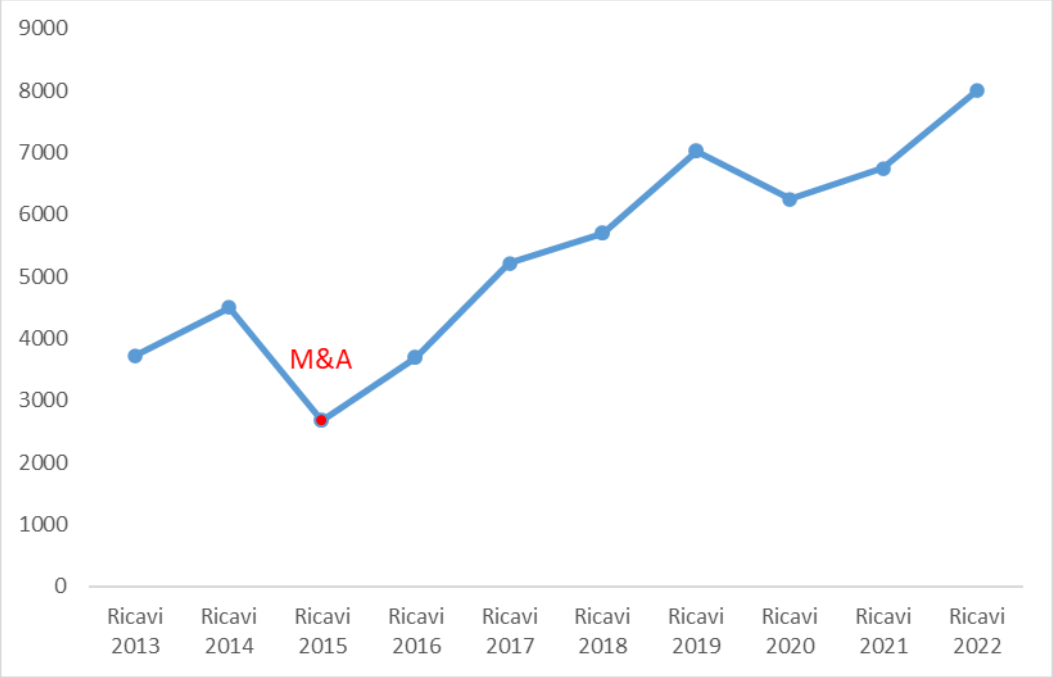


Figura 12: Ricavi Openknowledge

Il grafico illustra l'andamento dei ricavi (in migliaia di euro) di Openknowledge dal 2013 al 2022. I ricavi, inizialmente sopra i 4 milioni, sono scesi sotto i 3 milioni nel 2015, ma hanno poi mostrato una crescita costante, raggiungendo circa 8.2 milioni nel 2022. L'M&A del 2015 ha segnato un punto di svolta, seguito da una ripresa significativa dei ricavi.

Nel grafico soprastante vengono rappresentati i ricavi (in migliaia di euro) di Openknowledge dal 2013 al 2022. Si osserva un andamento positivo nel primo anno, susseguito da una leggera discesa nel 2014, in cui i ricavi raggiungono circa 2,5 milioni di euro. Dopo l'acquisizione nel 2015 abbiamo una costante crescita dei ricavi che sfiorano gli 8 milioni nel 2022. In sintesi, possiamo dire che grazie all'M&A, Openknowledge ha quasi triplicato i suoi ricavi in 7 anni.

Caso 4: Tecla.it S.r.l.

Storia dell'impresa acquirente (Lutech)

Lutech[13] è stata fondata nel 2001 a Torino ed è un'azienda italiana specializzata nel settore della consulenza e della trasformazione digitale. L'azienda offre un servizio completo ai suoi clienti, che copre tutte le fasi, dall'advisory allo sviluppo e implementazione, fino al supporto post-implementazione.

Lutech opera in diversi settori, tra cui: manifatturiero, finanziario, energetico e pubblico. I servizi offerti dall'azienda possono essere suddivisi nelle seguenti categorie:

- Consulting IT: Offerta di soluzioni personalizzate per la gestione delle infrastrutture IT;

[13] Lutech. "Chi Siamo." Lutech, https://lutech.group/it/about/chi-siamo. 9/07/2024.

- Digital Transformation: Assistenza alle aziende nell'adozione di tecnologie digitali per migliorare i processi aziendali,
- Cybersecurity: Fornitura di servizi per la protezione dei dati e delle infrastrutture aziendali;
- Sviluppo Software: Creazione di soluzioni software su misura per rispondere alle esigenze specifiche dei clienti;
- Cloud: Servizi cloud per migliorare l'efficienza e la flessibilità operativa delle aziende.

Nel corso degli anni, Lutech ha effettuato numerose acquisizioni di aziende leader in specifici settori, ampliando le sue competenze in ambito cloud e digitale.

Oggi, il Gruppo Lutech è una realtà consolidata composta da oltre 5.500 professionisti, più di 100 partner e con una presenza in 5 paesi nel mondo.

Storia dell'impresa acquisita (Tecla.it)

Tecla.it[14] è un'azienda italiana fondata a Faenza nel 1998, specializzata nel digital commerce. Da oltre ventanni Tecla.it si è affermata come un partner strategico per molte delle principali aziende nei settori Retail, Fashion e B2B, accompagnandole nel loro percorso di evoluzione digitale.

[14]Lutech. "Lutech Acquisisce Tecla." Lutech, 14 Feb. 2022, https://lutech.group/it/newsroom/lutech-acquisisce-tecla-it. 9/07/2024.

È specializzata in:

- Omnichannel E-commerce: sviluppa e gestisce progetti di e-commerce omnichannel, integrando canali online e offline per offrire un'esperienza di acquisto senza soluzione di continuità. Questo approccio consente ai clienti di interagire con i brand attraverso molteplici touchpoint, migliorando la soddisfazione e la fedeltà del cliente;

- Product Information Management (PIM): fornisce soluzioni di gestione delle informazioni sui prodotti, ottimizzando la raccolta, la gestione e la distribuzione dei dati dei prodotti. Questo è cruciale per garantire la coerenza e l'accuratezza delle informazioni su tutti i canali di vendita e marketing;

- Customer Engagement: si dedica a migliorare il coinvolgimento dei clienti attraverso strategie personalizzate e innovative. Utilizza tecnologie avanzate e approcci creativi per interagire con i consumatori, comprendere le loro esigenze e creare esperienze memorabili che rafforzano il rapporto tra brand e cliente;

Descrizione dell'operazione di M&A

Nel 2018 Lutech[15] group acquisisce Tecla.it.

«L'acquisizione di Tecla.it va a rafforzare significativamente la focalizzazione e il posizionamento di Lutech in mercati di importanza strategica per il Gruppo, – dichiara Tullio Pirovano, CEO Lutech Group. Il know how e l'esperienza dei professionisti di Tecla.it permettono a Lutech di presidiare tutta la catena del valore delle soluzioni integrate di digital commerce con un'offerta unica, innovativa e completa a supporto della trasformazione digitale in mercati in forte trasformazione quali sono il Fashion e il Retail».

Sulla base di quanto commentato dall'amministratore delegato del Gruppo Lutech, si evince che questa operazione di M&A rientra nel piano delle numerose acquisizioni di Lutech, e che in questo caso specifico è stata effettuata per acquisire i talenti dell'azienda Tecla.it che sono caratterizzati da competenze specifiche in ambito digital commerce. Inoltre, l'operazione ha anche permesso una crescita più rapida e il conseguimento di sinergie.

[15]Lutech. "Lutech Acquisisce Tecla." Lutech, 14 Feb. 2022, https://lutech.group/it/newsroom/lutech-acquisisce-tecla-it. 9/07/2024.

Analisi dei dati finanziari

In questa sezione verranno analizzati i dati finanziari di Tecla.it con lo scopo di capire l'impatto economico e le performance successive all'acquisizione.

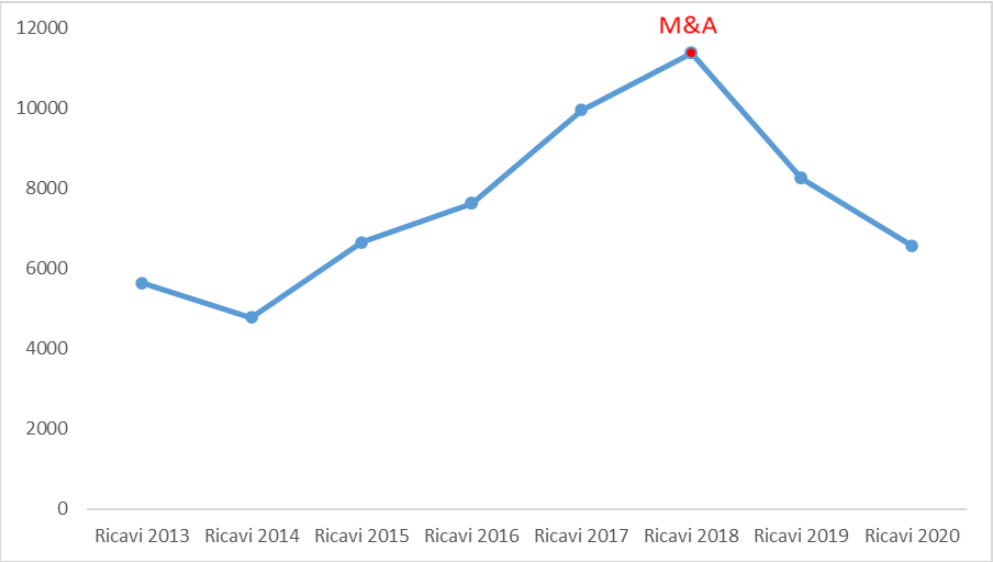


Figura 13: Ricavi Tecla.it

Il grafico mostra l'andamento dei ricavi (in migliaia di euro) di Tecla.it dal 2013 al 2020. I ricavi partono da poco più di 6 milioni nel 2013, con un andamento crescente che raggiunge il picco di circa 11 milioni nel 2018, anno dell'M&A. Dopo il 2018, i ricavi diminuiscono, scendendo sotto i 7 milioni nel 2020. In sintesi, il grafico suggerisce che l'M&A del 2018 ha inizialmente aumentato i ricavi e poi ha creato una marcata diminuzione e ciò potrebbe indicare che ci sono stati problemi nell'integrazione delle aziende per cui si rende necessario affrontare

tali difficoltà attraverso strategie e interventi correttivi per migliorare la performance finanziaria a lungo termine.

SINTESI E ANALISI COMPARATIVA

Le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) analizzate in questo studio, mostrano come le imprese perseguono diverse strategie per migliorare la loro competitività e la loro crescita. Dall'analisi emerge che le motivazioni principali per cui vengono attuate le M&A sono la crescita rapida (risparmiare tempo e costi) e il conseguimento di sinergie. Anche se meno frequenti, l'acquisizione di talenti e l'introduzione di nuovi modelli di business rappresentano comunque strategie significative per alcune aziende.

Analisi comparativa

Per fornire una visione dettagliata e comparativa dei casi studio analizzati, i dati sono stati strutturati in una tabella.

Tabella 1: TABELLA RIASSUNTIVA

Caratteristiche	**Develer**	**IT Software**	**Mondora**	**Openknowledge**	**Tecla.it**
Tipo di operazione	Acquisizione	Acquisizione	Acquisizione	Acquisizione	Acquisizione
Motivo M&A	B	T	T	T	T
Stesso settore	NO	SÌ	SÌ	SÌ	SÌ
Cross-border	NO	NO	NO	NO	NO
Espansione internazionale	SI	SI	SI	SI	SI
Redditività post M&A	+69%	+38%	+194%	+16%	-34%

La tabella sopra riportata riassume le caratteristiche dei cinque casi analizzati in precedenza: Develer, IT software, Mondora, Openknowledge, e Tecla.it. Tutte le aziende hanno effettuato un operazione di M&A sotto forma di acquisizione, ma con diverse motivazioni, in particolare, Develer ha svolto l'M&A per introdurre un nuovo modello di business (motivo indicato con "B"), mentre IT Software, Mondora, Openknowledge e Tecla.it hanno tutte puntato all'acquisizione di talenti (motivo indicato con "T").

In merito al settore di appartenenza, quattro delle cinque acquisizioni riguardano aziende dello stesso settore, ciò dimostra una preferenza per le operazioni intra-settoriali. Tuttavia, nel caso di Develer (acquisita) e Comelz (acquirente), le due aziende appartengono a settori differenti (IT e manifatturiero, rispettivamente). Gli altri casi riguardano tutte aziende nel settore IT, tranne Openknowledge (acquisita) e BIP Consulting (acquirente), che operano nel settore della consulenza.

Tutte le operazioni sono avvenute a livello nazionale e non cross-border, ma hanno contribuito all'espansione internazionale delle aziende acquirenti grazie alla loro consolidata presenza sui mercati esteri.

La redditività post M&A varia notevolmente tra le aziende, ma in generale è presente un aumento dei ricavi post M&A (ottenuto confrontando i ricavi pre e o post acquisizione) delle seguenti aziende acquisite, a parte il singolo caso dell'azienda Tecla.it. Andando nel dettaglio, Develer ha registrato un aumento del 69%, Mondora ha visto una crescita del 38%, Openknowledge ha avuto il miglior incremento con un sorprendente +194%, mentre Tecla.it, al contrario, ha subito una riduzione della redditività del 34%. Dal confronto emerge che Openknowledge ha ottenuto i maggiori benefici in termini di redditività, seguita da Develer e da Mondora. Tecla.it rappresenta un caso particolare, dove

l’operazione di M&A ha avuto un impatto negativo sulla redditività, segnalando possibili difficoltà nell’integrazione o inefficienze operative.

In sintesi, i 5 casi analizzati, confermano inequivocabilmente che queste operazioni di fusione e acquisizione, non sono semplici transazioni finanziarie, ma rappresentano decisioni strategiche cruciali per le imprese del settore IT e della Consulenza. Attraverso il consolidamento di competenze (ottenuto grazie all’acquisizione di talenti) e l'introduzione di nuovi modelli di business, le M&A non solo mirano a migliorare la competitività delle aziende coinvolte, ma anche ad accelerare la loro crescita, favorendo la loro presenza internazionale e consentendogli di posizionarsi in maniera strategica per affrontare sfide future e sfruttare le opportunità emergenti nel mercato globale.

CONCLUSIONE

In conclusione, lo studio delle operazioni di fusione e acquisizione effettuate dalle imprese analizzate, evidenzia come queste operazioni rappresentino una strategia fondamentale per il consolidamento e la crescita aziendale. Attraverso l'analisi di un campione di 140 aziende, è emerso che le M&A sono guidate da cinque motivazioni: l'ottenimento di sinergie, l'acquisizione di talenti, l'introduzione di nuovi modelli di business, conseguire una crescita rapida ed infine colmare lacune critiche nell'offerta dei servizi o nell'elenco dei clienti.

L'analisi dei dati raccolti ha permesso di identificare i principali trend nel settore delle M&A. In particolare, la crescita rapida e le sinergie rappresentano le due principali ragioni per cui le aziende scelgono di intraprendere queste operazioni, permettendo alle imprese coinvolte di ottenere dei vantaggi significativi, come la possibilità di combinare risorse e competenze, la riduzione dei costi operativi e l'accesso a nuove tecnologie e mercati. Tuttavia, non tutte le operazioni di M&A sono guidate dalla crescita. In molti casi, le imprese effettuano M&A per acquisire talenti, o sviluppare nuovi modelli di business, migliorando così la loro posizione competitiva nel mercato.

In sintesi, questa tesi contribuisce alla letteratura accademica fornendo una visione dettagliata delle motivazioni e delle dinamiche delle operazioni di M&A in Italia. Le conclusioni tratte possono essere utili sia per i ricercatori che per i

professionisti del settore, offrendo spunti pratici per la pianificazione e l'esecuzione di operazioni di M&A efficaci. Il futuro delle M&A in Italia appare promettente, con un crescente interesse per operazioni innovative e strategiche che possano sostenere la competitività delle imprese italiane in un contesto globale sempre più dinamico e complesso.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

AIFI, Tavolo di lavoro Merger&Acquisition. *Guida M&A: come valutare, acquistare e cedere un'azienda*. 2012.

AIFI. "*Altri Studi*." AIFI, https://www.aifi.it/it/altri-studi. 2/07/2024.

"*Comunicato Stampa: Acquisizione di Develer da parte di Comelz*." Develer, www.develer.com/wp-content/uploads/2019/06/CS-Comelz-Develer-ITA_05-12-2018.pdf. 8/7/2024.

CORTESI, A. *La gestione del processo di integrazione nelle fusioni e nelle acquisizioni*. Pearson, 2008.

DAMODARAN, A. "*The value of synergy*." Stern School of Business, 10/2005.

Data Manager Online. "*TeamSystem acquisisce il 51% di mondora: Nascono TeamSystem Cloud Labs.*" Data Manager Online, 10 Oct. 2016, https://www.datamanager.it/2016/10/teamsystem-acquisisce-51-mondora-nascono-teamsystem-cloud-labs/. 9/7/2024.

Develer S.r.l. "*Chi Siamo*." Develer, www.develer.com/chi-siamo/. 10/7/2024.

DE PAOLIS, FRANCESCO. *Le operazioni di finanza straordinaria*. 2010.

Hinge Marketing. "*Mergers and acquisitions as part of your growth strategy*." Hinge Marketing, https://hingemarketing.com/blog/story/mergers-and-acquisitions-as-part-of-your-growth-strategy. 1/7/2024.

IT Software S.p.A. "*Home*." IT Software, www.itsoftware.it/. 9/07/2024.

LIST S.p.A. "*About LIST*." List Group, www.list-group.com/about-list/. 9/07/2024.

LIST S.p.A. "*LIST S.p.A. Invests in IT Software S.p.A*." List Group, www.list-group.com/list-spa-invests-in-it-software-spa/. 9/07/2024.

Lutech. "*Chi Siamo*." Lutech, https://lutech.group/it/about/chi-siamo. 9/07/2024.

Lutech. "*Lutech Acquisisce Tecla*." Lutech, 14 Feb. 2022, https://lutech.group/it/newsroom/lutech-acquisisce-tecla-it. 9/07/2024.

MONDORA. "*About.*" Mondora, https://www.mondora.it/about/. 9/07/2024.

OPEN KNOWLEDGE. "*Chi Siamo*." Open Knowledge, https://www.open-knowledge.it/chi-siamo/. 9/07/2024.

REDAZIONE CORCOM. "*OpenKnowledge entra nel gruppo Bip*." Corriere Comunicazioni, 19 Oct. 2020, https://www.corrierecomunicazioni.it/digital-economy/cloud/openknowledge-entra-nel-gruppo/. 9/07/2024.

SGM & PARTNERS. *Strategie per l'impresa: Merger and acquisitions*.

SNICHELOTTO, M. "*Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo*." Rivista, no. 3, 2009.

TeamSystem. "*Il Gruppo*." TeamSystem, https://www.teamsystem.com/il-gruppo/. 8/7/2024.

WATSON D. *Finanza aziendale: principi e pratica*. Pearson, 2017.