



COMITATO LEONARDO ITALIAN QUALITY COMMITTEE

LEO
NAR
DO

Comitato Leonardo – *Italian Quality Committee*

L'apertura del capitale delle imprese italiane a investitori internazionali: la dimensione del fenomeno, le implicazioni per il Paese, le *policy*

26 ottobre 2016





Indice

Executive Summary

1 Introduzione

1.1	Premessa, obiettivi e struttura dello Studio	13
1.2	Accenno metodologico	13
1.2.1	Mappatura del fenomeno	14
1.2.2	Analisi degli impatti	14
1.2.3	Considerazioni conclusive e spunti di riflessione	17

2 Mappatura del fenomeno

2.1	La mappatura: il fenomeno M&A Estero su Italia	19
2.1.1	le operazioni sul mercato italiano di M&A	19
2.1.2	Le operazioni di M&A Estero su Italia	21
2.1.3	Le operazioni di M&A Estero su Italia: <i>focus</i> su settore target	24
2.1.4	Le operazioni di M&A Estero su Italia: <i>focus</i> su macro-aree geografiche	26
2.2	M&A Estero su Italia e <i>performance</i>	29

3 Effetti "macro" e comportamenti "micro": gli impatti

3.1	Gli impatti sulle imprese <i>target</i>	37
3.1.1	La metodologia di valutazione di impatto controfattuale	38
3.1.2	I principali risultati delle stime effettuate	40
3.2	Casi di studio e <i>best practice</i>	41
3.2.1	Le dimensioni rilevanti delle operazioni di M&A	41
3.2.2	I razionali	44
3.2.3	Il <i>panel</i> di operazioni analizzate	46
3.2.4	<i>Case Study</i> : schede di sintesi	46
3.3	Gli impatti sul Sistema Paese	56
3.3.1	Analisi degli impatti sui principali aggregati macro-economici	56

4 Considerazioni conclusive

4.1	Costanti e varianti: spunti di riflessione	59
4.1.1	Le costanti	59
4.1.2	Le varianti	61
4.2	<i>Policy</i> e raccomandazioni	63
4.2.1	La <i>check-list</i> per l'imprenditore M&A Estero su Italia	64

Appendice metodologica

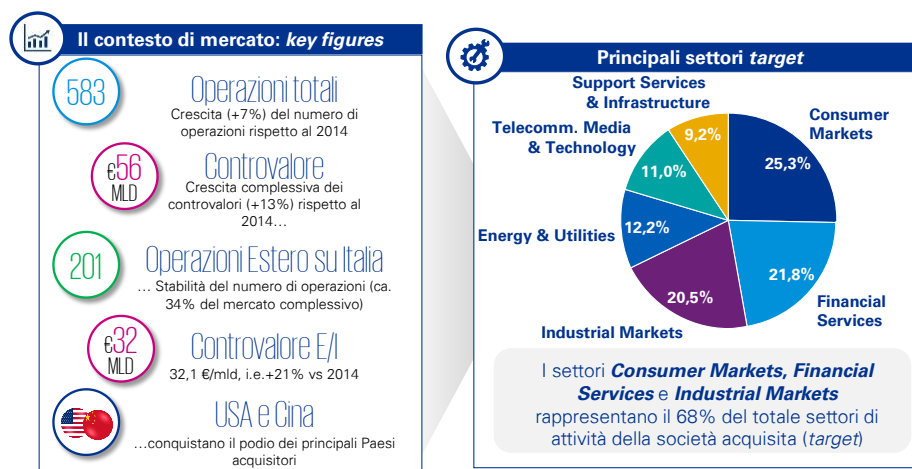
Executive Summary

Il rafforzamento dei mercati finanziari, la disponibilità di capitali in alcune aree delle cosiddette "Economie Emergenti" e un miglioramento più generale del clima di fiducia verso il nostro Paese hanno avviato, nell'ultimo biennio, il superamento della complessa fase derivata dalla crisi dei debiti sovrani che, unitamente ad una serie di debolezze del Sistema Paese Italia, aveva inaridito i flussi di operazioni M&A Estero su Italia a partire dal 2008. Lo Studio realizzato da KPMG Advisory S.p.A. per Comitato Leonardo nell'ambito del XV *Forum* annuale approfondisce queste dinamiche, mettendo a fuoco gli aspetti salienti del tema dell'apertura del capitale delle imprese italiane a investitori esteri. Le operazioni di M&A Estero su Italia rappresentano, infatti, un indicatore del grado di attrattività del Sistema Paese nel quadro complessivo dei processi di globalizzazione. Sotto questo profilo, il prestigio dei marchi italiani continua a canalizzare rilevanti flussi di capitali verso le imprese italiane, soprattutto quelle operanti nei settori cardine del *Made in Italy*, percepite come *asset* privilegiati, produttori di un'offerta di elevata qualità.

Cresce il mercato italiano M&A (e soprattutto il segmento "Estero su Italia") testimoniando il miglioramento del clima di fiducia verso la nostra economia

Nel mappare il "fenomeno M&A", lo Studio evidenzia innanzitutto la crescita delle operazioni Estero su Italia in un arco temporale decennale, illustrandone la ripresa soprattutto nel periodo 2011-2015. La crescita del **numero di operazioni Estero su Italia negli ultimi 5 anni** è pari a **+16,5%**, valore superiore alla crescita del numero complessivo di *deal* nel medesimo periodo (+15,4%). L'andamento crescente dei volumi esprime la forza trainante delle transazioni Estero su Italia in rapporto alla complessiva attività di M&A *cross-border*, forza testimoniata anche dalla **crescita dei controvalori dei deal Estero su Italia** nello stesso periodo (pari a **+15,5%**) e soprattutto nel cosiddetto segmento "*middle market*" (i.e. operazioni con valore compreso tra 50 €/mln e 250 €/mln). **Nel 2015, la contribuzione delle operazioni Estero su Italia relativa al mercato italiano** è stata pari, in valore, al **57% (32,1 €/mld vs un totale di 56,4 €/mld per il mercato italiano)**. In questo scenario, è interessante notare il ruolo delle diverse macro-aree geografiche di origine degli investitori esteri. Negli ultimi 5 anni e soprattutto nel corso del 2015, si è consolidata la posizione di Paesi come Francia e USA, caratterizzati da una storica tradizione di acquisizioni di imprese italiane; dall'altro, emerge un *trend* di progressivo ampliamento della sfera di influenza esercitata da Cina e Russia nei confronti dell'Italia. Concentrando lo sguardo sul controvalore delle operazioni Estero su Italia realizzate solo nel corso del 2015, è interessante tuttavia osservare l'affacciarsi sul mercato M&A italiano di nuovi investitori provenienti da macro-aree geografiche quali Medio-Oriente, Africa e Asia Pacifico, che hanno complessivamente realizzato acquisizioni per €11,6 miliardi, a fronte di €10,0 miliardi effettuati dal Nord America e €9,3 miliardi dall'Europa Occidentale.

Figura 1: Il mercato italiano di M&A 2015: overview



Fonte: elaborazioni KPMG su *database* interno.

Lo Studio cerca di andare oltre la descrizione dei *trend*, ponendosi un interrogativo di fondo: **quali impatti** il fenomeno M&A può esprimere **sulle performance delle imprese target e**, più, in generale **sul Sistema Paese**? I dati degli ultimi anni rivelano, infatti, relazioni controverse tra flussi di M&A e risultati economico-finanziari delle imprese acquisite e, più in generale, rispetto all'economia della nazione *target*, non mancando casi in cui queste operazioni intervengono nell'ambito di situazioni di crisi d'impresa o di ristrutturazione, che possono contribuire ad alimentare il senso di diffidenza verso la proprietà straniera. Al di là di casi specifici, l'analisi svolta su un campione di imprese *target* e non *target*, nel sotto-periodo 2008-2014 e scegliendo il 2011 come anno base dei *deal*, mostra, a livello "micro" (i.e. *performance* delle imprese *target*) un significativo impatto delle operazioni di M&A sulle imprese *target* nel periodo *post deal* (2011-2014), con riguardo a tre ambiti di crescita¹:

- **Economica**: crescita media annua dei ricavi pari a **+7,0%** (vs + 4,6% per imprese non oggetto di acquisizione) nel periodo *post-deal*;
- **Dimensionale**: crescita media annua dell'attivo pari a **+6,4%** (vs + 4,7% per imprese non oggetto di acquisizione) nel periodo *post-deal*;

¹ Crescita misurata indicizzando i valori degli indicatori al 2011 scelto come anno base.

- **Della produttività:** a fronte di un incremento medio annuo dell'**1,0% del numero di dipendenti** nel periodo *post-deal*, crescita media annua della produttività pari a **+14,7%** (vs + 1,7% per imprese non oggetto di acquisizione).

Le operazioni di M&A impattano positivamente la crescita economica, dimensionale e della produttività delle imprese target

Queste evidenze preliminari, ottenute comparando gli andamenti di indicatori "micro" significativi nel periodo *pre* e *post-deal*, risultano supportate anche dalle stime econometriche condotte impiegando una metodologia di analisi controfattuale su un arco temporale più esteso (2005-2015). Per valutare gli impatti delle operazioni di M&A a livello micro, lo Studio non si è limitato all'analisi descrittiva, ma ha cercato di comprendere ciò che sarebbe successo se le imprese italiane non fossero state acquisite, attraverso la costruzione di un *benchmark* consistente, basato su un campione di imprese simili alle imprese *target* in termini di specifiche caratteristiche strutturali, finanziarie e reddituali ma non oggetto di acquisizione nello stesso periodo. In linea con i *trend* osservati, le stime econometriche hanno evidenziato **un impatto relativamente basso, ma comunque positivo**, sulle *performance* delle imprese *target* quale **combinato disposto dell'effetto sul fatturato e, in maggior misura, del miglioramento della produttività** (i.e. rapporto ricavi su dipendenti).

Sul versante macro-economico, l'effetto positivo delle operazioni di M&A sul Sistema Paese è il combinato disposto della crescita del PIL e della produttività del lavoro

In ogni caso, dal punto di vista strettamente quantitativo, l'impatto complessivo delle operazioni di M&A risulta debole se non interpretato e approfondito anche alla luce di fattori di contesto e, in generale, di aspetti più qualitativi del funzionamento d'impresa, per cogliere i quali sono stati analizzati anche alcuni casi di studio.

La giusta chiave di lettura degli effetti delle operazioni di M&A sulle *performance* delle imprese *target* non può peraltro prescindere da una più ampia considerazione degli impatti di queste operazioni sul Sistema Paese. Da questo punto di vista, le stime econometriche hanno evidenziato due categorie di impatti:

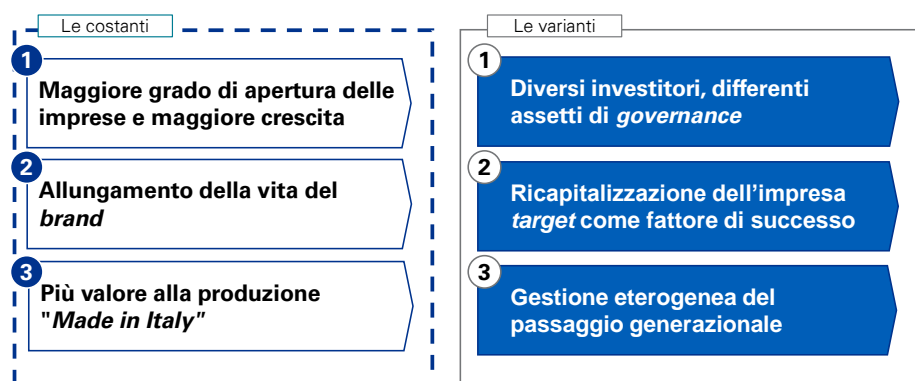
- **Impatti diretti sul PIL:** la stima degli impatti diretti della crescita dei flussi di controvalore M&A sul PIL della nazione ospitante non risulta significativa, sia pure controllando per gli effetti dei principali aggregati macroeconomici strutturali (consumi privati, spesa pubblica, tasso di disoccupazione) e per gli effetti di variabili *country-specific* legate all'Italia (e ad altri Paesi europei/non europei);
- **Impatti indiretti sul PIL attraverso la crescita della produttività del lavoro:** le stime mostrano un impatto indiretto positivo sul PIL, che si esprime, ancora una volta, attraverso il combinato disposto dell'effetto positivo della crescita dei flussi di M&A sulla produttività del lavoro e, attraverso questa, sulla crescita del PIL. In particolare, si stima che, in Italia nel 2015, se si ipotizza in via esemplificativa un aumento dell'1% dei flussi di M&A (pari a ca. 321 €/mln), questo comporti una crescita del tasso di produttività dell'impresa oggetto di M&A (equivalente ad un incremento del fatturato per dipendente compreso tra 140€ e 190€). L'effetto "finale" sul PIL deriverebbe quindi dall'impatto indiretto della produttività sul PIL, con un aumento pari allo 0,12% del PIL (pari a 1,97 €/mld).

In sintesi, sul versante macro-economico, i risultati dell'analisi svolta evidenziano la **necessità di interpretare gli impatti delle operazioni di M&A in un'ottica di più lungo periodo, in coerenza con le dinamiche economiche del Paese**. Tuttavia, guardando al medio periodo, **l'effetto, seppur piccolo ma positivo**, della crescita dei *deal*/M&A sul PIL della nazione *target* **passa attraverso la crescita indotta nella produttività del lavoro** e quindi nell'accumulazione di capitale umano della nazione ospitante. È ragionevole aspettarsi che, quanto più aumentano considerevolmente i flussi di M&A Estero su Italia, tanto più grande potrebbe quindi essere l'effetto sulle principali variabili macroeconomiche.

Uno sguardo allargato al fenomeno M&A permette di evidenziare rilevanti fattori costanti e varianti che hanno un impatto sia a livello di impresa che di Sistema Paese

Anche alla luce dell'approfondimento condotto, sul versante qualitativo, attraverso i *case study*, le evidenze quantitative ottenute in questo Studio suggeriscono di **allargare lo sguardo** oltre l'orizzonte ristretto e di breve periodo di singoli casi di acquisizione "forzata" da situazioni di crisi d'impresa o, viceversa, di difficoltà nell'acquisizione di imprese in buona salute ricollegabili a divergenze di interessi tra acquirente e *target*. La mappatura del fenomeno M&A e i risultati delle stime econometriche disegnano una "*big picture*" differente, che valorizza, piuttosto che penalizzare, le imprese acquisite in funzione di una serie di fattori sia *firm-specific*, sia di contesto, raggruppabili nelle due macro-categorie delle **"costanti e varianti" relative al fenomeno M&A**.

Figura 2: Costanti e varianti del fenomeno M&A



Fonte: elaborazioni KPMG.

Tra i fattori definibili come **"costanti"** per le imprese *target* di operazioni di M&A in quanto indipendenti, ad esempio, dalla dimensione delle stesse in termini di fatturato e numero di addetti, dal settore di appartenenza e dal *business model* prescelto, rientrano in particolare:

- **Maggior grado di apertura delle imprese e maggiore crescita:** non solo l'impresa acquisita dall'investitore estero cresce di più dei suoi concorrenti, ma soprattutto migliora la sua capacità di fare *business* grazie all'ampliamento dei mercati di riferimento, all'utilizzo di nuove risorse tangibili e intangibili (incluso l'accesso a nuove fonti di conoscenza critica per sostenerne il potenziale di sviluppo e di innovazione) e allo sviluppo di una visione strategica di medio-lungo termine.

- **Allungamento della vita del *brand*:** Le operazioni di M&A contribuiscono a sviluppare il posizionamento del *brand* dell'impresa italiana acquisita su scala internazionale con ricadute positive anche sull'indotto occupazionale italiano.
- **Più valore alla produzione "*Made in Italy*":** fondamentale per il successo di un'operazione di acquisizione, specie quando abbia ad oggetto imprese di piccole e medie dimensioni operanti nei settori cardine del *Made in Italy*, è una particolare attenzione nella gestione dell'identità, dell'*heritage*, della creatività e dell'innovazione e, complessivamente, la capacità di preservare una forte identità di marca.

Dall'altro lato, sul versante delle "varianti" (i.e. fattori che presentano impatti differenti in rapporto a distinte condizioni (di settore, di scala operativa, nonché di orientamento strategico delle imprese), emergono fattori quali:

- **La diversità degli assetti di *governance* anche in funzione del cambiamento della figura dell'investitore,** e di esigenze di **ricapitalizzazione dell'impresa *target*,** con l'ingresso sulla scena di nuovi investitori che apportano all'impresa *target* non solo capitali e opportunità di apertura al mercato del relativo Paese, ma anche competenze manageriali talvolta carenti nella *target* e *skill* funzionali all'innovazione di prodotto e di processo.
- **La gestione eterogenea del passaggio generazionale:** con effetti diversi a seconda delle dimensioni dell'impresa *target*, della cultura prevalente (di tipo commerciale e di prodotto o di processo), dei bisogni di innovazione dell'impresa, l'esito del *deal* è anche funzione di una sapiente gestione della fase di passaggio generazionale e quindi dell'innesto di un *management* preparato, capace di gestire efficacemente le fasi complesse di tale passaggio e, più generalmente, del processo di integrazione *post-deal*.

Anche alla luce delle "costanti" e "varianti" di cui sopra, è facile dedurre come, con riguardo in particolare alle dinamiche di operazioni nei settori *Industrial & Consumer Markets*, l'investitore straniero, nel valutare le possibili opzioni, identifichi il valore aggiunto dell'Italia (rispetto agli altri Paesi) nella riconoscibilità specifica del cosiddetto "*Italian lifestyle*": qualità, esclusività, *design*, eccellenza della manifattura e *know-how* artigianale legati ai marchi e alle imprese d'eccellenza italiana sarebbero il principale attrattore del capitale estero, quale base per l'ampliamento della base di produzione e diffusione del marchio stesso verso mercati fino a quel punto inesplorati.

I risultati delle analisi svolte consentono, infine, di formulare alcuni "*take-home points*" che i principali *stakeholders*, in primis *policy makers* ed imprenditori, possano utilizzare per alimentare la discussione intorno ai temi ed alle implicazioni dell'apertura dei capitali esteri verso l'Italia. In particolare, tre aspetti fondamentali emergono su tre diversi livelli: il mercato, la *policy*, l'apertura delle imprese.

1 Il Mercato - M&A E/I: un falso problema

L'evidenza discussa in questo Studio mostra come, sotto diversi aspetti, le operazioni di M&A abbiano impatti di segno comunque positivo sia sulle imprese oggetto di operazioni, sia sull'economia più in generale, seppur di una grandezza relativamente limitata. Pertanto, se le operazioni di M&A E/I fossero più numerose e/o l'entità dei flussi fosse maggiore, allora ci aspetteremmo un impatto tanto più rilevante e ancor più positivo. Sotto questo profilo, se ne deduce che la libera circolazione dei capitali non costituisce un "problema" da gestire, quanto piuttosto un'opportunità per la crescita delle *performance* delle imprese *target* e dell'economia del Sistema Paese;

2 La Policy – Strumenti per facilitare

Le evidenze emerse dallo Studio dimostrano come il fenomeno dell'M&A E/I rappresenti un'opportunità per l'impresa. Il fenomeno mostra infatti un chiaro *trend* di crescita "naturale" e costante nel corso del tempo. Tuttavia, se da un lato non emerge la necessità di interventi correttivi per la protezione delle attività di M&A in Italia da parte di investitori esteri; dall'altro appare opportuno che il *policy maker*, inserendosi come uno dei principali *stakeholder* delle imprese, implementi strumenti che possano favorire, facilitare e accelerare l'apertura delle imprese italiane verso l'ingresso di capitali e *partner* esteri, stimolando così il mondo imprenditoriale ad intraprendere l'M&A come strumento di crescita;

3 L'apertura delle imprese - Come accelerare la crescita

Al contempo, come emerso dall'analisi e dall'esperienza empirica (in parte riportata in questo Studio nella sezione di analisi dei Casi Studio), occorre che l'imprenditore che stia valutando di intraprendere un'operazione di M&A E/I abbia piena consapevolezza di quelli che sono gli "ingredienti" fondamentali per il successo di esperienze di M&A Estero su Italia. Aumentare la consapevolezza dei presupposti per il successo, così come degli effetti, aiuta ad avviare un processo che porterà con molta più probabilità alla crescita aziendale, e che si potrà quindi tradurre in un effetto più esplicito anche sul Sistema Paese. Esistono infatti alcuni "ingredienti" imprescindibili, che possono essere riassunti in una sorta di "*check-list*" per l'imprenditore dell'M&A di successo.

Figura 3: Accelerare la crescita delle imprese: la "check-list" degli ingredienti necessari per l'imprenditore



	Check
1 Sviluppo di una cultura delle operazioni straordinarie	<input checked="" type="checkbox"/>
2 Coerenza tra razionali dell'operazione e strategia aziendale	<input checked="" type="checkbox"/>
3 Apertura verso la crescita (anche esponenziale)	<input checked="" type="checkbox"/>
4 <i>Focus</i> sul ruolo manageriale di chi vende, non solo di chi compra	<input checked="" type="checkbox"/>
5 Operazione "win-win" per la <i>bidder</i> e per la <i>target</i>	<input checked="" type="checkbox"/>

Fonte: elaborazioni KPMG.

1 Introduzione

1.1 Premessa, obiettivi e struttura dello Studio

Il tema dell'apertura del capitale delle imprese italiane a investitori internazionali si pone al centro di un intenso dibattito che coinvolge direttamente molteplici interlocutori: imprese, mondo accademico (dall'economia internazionale al *marketing*, alla strategia), *policy maker*, esperti, associazioni di settore e rappresentanti della società civile. La vivacità del dibattito è funzione della natura composita del fenomeno stesso, che non si riduce alla sfera degli scambi e delle transazioni economiche, ma che abbraccia gli ambiti della politica, della società, della cultura.

Inserendosi nell'ambito del XV *Forum* annuale promosso da Comitato Leonardo quale momento di confronto tra rappresentanti delle istituzioni, imprenditori e mondo del credito sullo stato attuale del *Made in Italy* e sulle prospettive di sviluppo delle imprese italiane, questo Studio intende quindi approfondire il tema dell'apertura del capitale delle imprese italiane a investitori internazionali. A tal fine, KPMG Advisory S.p.A. ha supportato il Comitato Leonardo nella realizzazione dello Studio, mettendo a fuoco gli aspetti salienti del tema tra cui la dimensione del fenomeno e le relative implicazioni per il Paese. Al termine delle analisi sono state, inoltre, formulate alcune considerazioni conclusive e spunti di riflessione per i diversi *stakeholders*, evidenziando in maniera dettagliata il potenziale e le criticità derivanti dall'apertura del capitale delle imprese italiane a investitori internazionali e tentando di fornire un possibile "bilancio" dei fattori "costanti e varianti".

1.2 Accenno metodologico

In relazione agli obiettivi descritti, lo svolgimento dello Studio ha fatto leva su un approccio multi-teorico e multi-metodo, che consente di gestire diverse tecniche di raccolta dei dati, formulare specifiche ipotesi di ricerca in relazione agli strumenti utilizzati, nonché di analizzare i dati raccolti e interpretare i risultati ottenuti alla luce delle teorie di riferimento.

Qui di seguito, si illustrano brevemente gli approcci metodologici utilizzati in ognuna delle quattro sezioni dello Studio, illustrate nel dettaglio nei capitoli che seguono quali:

- Mappatura del fenomeno;
- Analisi degli impatti;
- Casi di studio e *best practice*;
- Considerazioni conclusive e spunti di riflessione.

1.2.1 Mappatura del fenomeno

Al fine di realizzare una mappatura strutturata del fenomeno dell'apertura del capitale delle imprese italiane a investitori internazionali è stata sviluppata un'analisi dettagliata delle operazioni di *Mergers & Acquisition* ("M&A") estero su Italia negli ultimi 5 anni, con *focus* sui seguenti aspetti:

- numero e dimensione dei *deal*;
- settori di attività della società *target*;
- macro-aree geografiche di riferimento degli investitori esteri (*bidder*).

Al fine di approfondire la mappatura del fenomeno e preliminarmente all'analisi degli impatti a livello micro e macro-economico, sono stati osservati gli andamenti di un campione di imprese italiane acquisite da gruppi esteri in un anno base (2011). Più in dettaglio, è stato analizzato il *trend* di alcune metriche contabili (i.e. ricavi), normalmente impiegate nella teoria e nella prassi per la misurazione di questa tipologia di impatti. L'analisi descrittiva è stata condotta su un campione di 135 imprese (di cui 18 imprese *target* e 117 non oggetto di acquisizione), per le quali si disponeva di dati completi ed omogenei per l'elaborazione dei principali indicatori².

1.2.2 Analisi degli impatti

Successivamente alla mappatura del fenomeno M&A, sono stati approfonditi gli impatti derivanti dall'apertura del capitale d'impresa a investitori internazionali con riguardo agli aspetti di seguito indicati:

- *Performance* economico-finanziaria delle imprese *target*;
- Impatti sul Sistema Paese.

Questa sezione dello Studio è stata articolata su più livelli metodologici:

- *Analisi desk*: analisi della letteratura sul tema dell'apertura del capitale delle imprese italiane a investitori internazionali al fine di individuare le dimensioni del fenomeno, i razionali strategici e le metriche di controllo, di *performance* e socio-economiche, intese come variabili rilevanti con riferimento al perimetro micro e macro su cui il fenomeno M&A produce effetti;
- *Costruzione e implementazione del modello*: costruzione di modelli di analisi sulla base dell'analisi effettuata *ex-ante*, in modalità *desk*, che consentano di individuare le relazioni tra le variabili quali/quantitative e di stimare, attraverso la fase di implementazione, le relazioni tra le variabili di interesse;

² I dati utilizzati sono stati raccolti attingendo da numerosi *database*: la base dati interna KPMG costruita nell'ambito dei progetti condotti continuamente in ambito M&A (<https://home.kpmg.com/it/it/home/insights/2016/08/rapporto-m-a-2015.html>); banche dati pubbliche (Istat, Infocamere, Eurostat) e *database* di informazioni anagrafiche ed economico-finanziarie di imprese e operazioni di M&A (Cerved, AIDA, Thomson One, Mergermarket, Company Snapshot, Factiva e Lexis Nexis, EIU – The Economist Intelligence Unit, Banca d'Italia, Worldscope – World Bank), nonché dati forniti da *info-provider* esterni (Reuters e Bloomberg). Per una descrizione dettagliata dei *database* utilizzati si rimanda all'Appendice metodologica in calce allo Studio.

- Interpretazione dei risultati, *fine tuning* dell'analisi quantitativa, implicazioni di *policy* e spunti di riflessione per i diversi *stakeholders*.

1.2.2.1

Performance economico-finanziaria delle imprese target

A questo livello di analisi, sono stati esaminati gli impatti associati all'ingresso del socio estero in termini di:

- **Aumento dei ricavi.** In quest'ambito, sono state analizzate e comparate rispetto a un campione di controllo le *performance* economico-finanziarie di un campione di imprese *target* antecedenti e successive all'ingresso del socio estero attraverso l'analisi di metriche principalmente di natura contabile (voci e indicatori di bilancio, tra cui i ricavi);
- **Miglioramento della produttività.** In quest'ambito, l'analisi ha tracciato i mutamenti nella produttività delle imprese *target* (variazione del rapporto tra ricavi e numero di dipendenti), quale *proxy* di efficienza ed efficacia della complessiva struttura organizzativa delle imprese *target* rispetto a imprese non oggetto di acquisizione.

Più in dettaglio, per valutare gli impatti delle operazioni di M&A a livello micro, lo Studio non si è limitato all'analisi descrittiva, ma ha cercato di comprendere ciò che sarebbe successo se le imprese italiane non fossero state acquisite, attraverso la costruzione di una specifica analisi controfattuale. L'analisi empirica è stata condotta su un arco temporale complessivamente pari a dieci anni (2005-2015) e selezionando quindi due campioni relativi a:

- **Imprese *target* di operazioni M&A:** campione di 40 imprese oggetto di acquisizione nel sotto-periodo 2006-2014;
- **Imprese non *target*** di operazioni di M&A: campione di controllo contenente 117 imprese che non sono state oggetto di acquisizione nel complessivo periodo 2005-2015.

Sulla base di entrambi i campioni, si è proceduto a valutare le eventuali differenze di *performance* tra i due gruppi (*target* e non *target*), con riguardo ai due periodi *pre-* e *post* operazione di M&A, attraverso un'analisi controfattuale condotta sulla base di tecniche di *matching* che ha permesso di ottenere un unico campione complessivo quale risultante del *merge* tra imprese *target* e non *target* tra loro più simili in termini di specifiche caratteristiche strutturali, finanziarie e reddituali. A partire dai risultati della procedura di *matching*, è stata poi effettuata un'analisi statistica di tipo "*difference-in-difference*", che ha consentito di valutare la differente *performance* dei due gruppi (*target* e non *target*), *pre-* e *post*-operazione con riguardo a indicatori significativi (i.e. fatturato e produttività del lavoro).

1.2.2.2

Casi di studio e *best practice*

L'analisi del fenomeno M&A è stata integrata sulla base dell'approfondimento di specifici casi di studio, anche al fine di identificare possibili *best practice* e i connessi fattori di successo. In particolare, per lo studio dei casi, sono state svolte le seguenti attività:

- Identificazione di un *panel* rilevante di operazioni Estero su Italia e analisi dei principali razionali strategici dei *deal* in funzione delle caratteristiche specifiche delle controparti (*bidder* e *target*);
- Analisi *desk* delle *performance* delle operazioni selezionate;
- *Fine-tuning*, a livello *field*, dello studio dei casi attraverso informazioni qualitative (e.g. fenomeno vendita dei c.d. "gioielli di famiglia", valore del marchio e *brand reputation*, effetto "*country of origin*" e valore del *Made in Italy*).

Per l'identificazione del *panel* di casi rilevanti sono stati impiegati i seguenti criteri di selezione:

- **Controvalore operazioni:** estrazione delle principali operazioni Estero su Italia in termini di controvalore nel periodo 2005-2015;
- **Settore:** estrazione delle operazioni Estero su Italia in funzione della rilevanza del settore *target* sul totale settori di riferimento delle operazioni;
- **Quota:** operazioni Estero su Italia con quota di partecipazione al capitale dell'impresa *target* $\geq 50\%$;
- **Peculiarità:** estrazione di un campione rilevante basato sui dati disponibili nell'ambito di precedenti studi e/o approfondimenti (e.g. *report* KPMG su M&A nel settore *Fashion & Luxury*) o sulla particolare rilevanza di specifiche *case history* per il comparto del *Made in Italy*, dei settori dell'eccellenza italiana, conoscenza di *industry*.

1.2.2.3

Impatti sul Sistema Paese

Un secondo livello di analisi ha riguardato la stima degli impatti del fenomeno indagato sul Sistema Paese. Più in dettaglio, a livello macro, sono stati misurati gli effetti diretti dei flussi di M&A Estero su Italia sullo sviluppo dell'economia nazionale, analizzato sulla base dell'andamento del PIL nazionale e controllando per i principali aggregati macroeconomici (i.e. crescita della spesa pubblica e dei consumi privati, effetti sull'occupazione). A questo fine, sono state applicate tecniche statistiche di regressione che hanno consentito di stimare gli impatti, sulla crescita del PIL, dei flussi di M&A *inwards* relativi a 37 nazioni *target* per il periodo 2009-2015 (per il quale si disponeva di dati sufficienti allo svolgimento delle analisi), tenuto conto dell'andamento delle principali variabili macro-economiche. Inoltre, considerato che il potenziale effetto macroeconomico positivo delle operazioni M&A in entrata potrebbe risultare diverso a seconda dello specifico Paese considerato, per valutare il potenziale impatto dei flussi di M&A in entrata in Italia, è stato implementato il medesimo modello econometrico di regressione OLS considerando esclusivamente le operazioni di M&A con società *target* italiane e acquirenti esteri.

1.2.3

Considerazioni conclusive e spunti di riflessione

Al termine delle analisi sono state formulate alcune considerazioni conclusive e sviluppati possibili spunti di riflessione per i diversi *stakeholders*. In particolare, sulla base di quanto emerso nel corso delle analisi, sono stati evidenziati in maniera dettagliata i potenziali aspetti positivi e/o negativi dell'apertura del capitale delle imprese italiane a investitori internazionali, tentando di fornire un possibile "bilancio" dei fattori costanti e varianti. In aggiunta, è stato possibile derivare alcuni spunti di orientamento e implicazioni di *policy*, per i principali *stakeholders*, istituzionali e non.

2 Mappatura del fenomeno

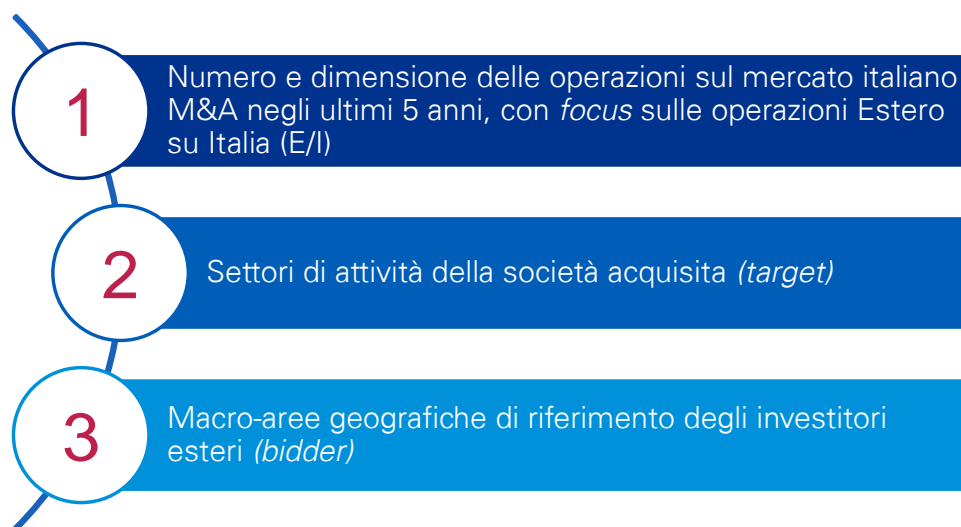
2.1 La mappatura: il fenomeno M&A Estero su Italia

Questa sezione riporta la mappatura del fenomeno dell'apertura del capitale delle imprese italiane a investitori internazionali attraverso operazioni di M&A. Nel seguito, sono illustrati *key figures* e andamenti significativi, desumibili da fonti pubblicamente disponibili, con riguardo ai seguenti aspetti:

- Il mercato italiano complessivo delle operazioni M&A;
- Le operazioni di M&A Estero su Italia.

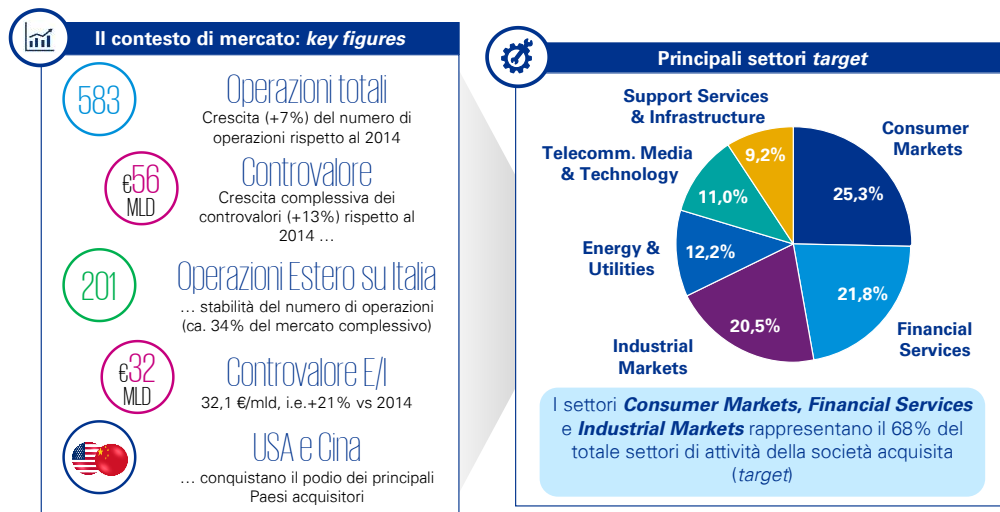
2.1.1 Le operazioni sul mercato italiano di M&A

In questo paragrafo si illustrano gli esiti della mappatura delle operazioni di M&A in Italia negli ultimi 5 anni relativamente ai temi di seguito rappresentati:



Per il mercato italiano M&A (e per quello dei *deal* Estero su Italia in particolare), il 2015 ha segnato il miglior anno dall'inizio della crisi (2008).

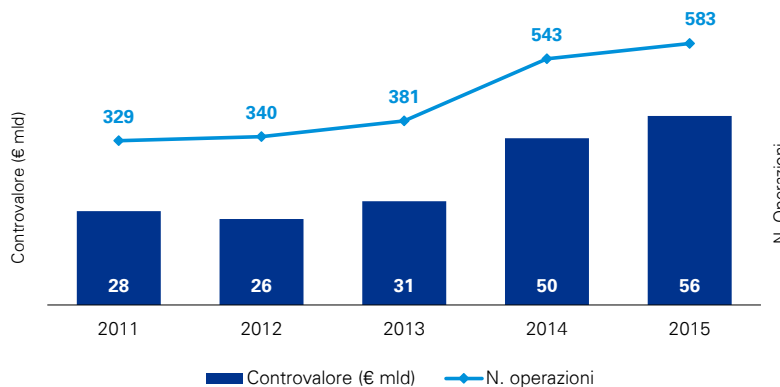
Figura 4: Il mercato italiano di M&A 2015: overview



Fonte: elaborazioni KPMG su database interno.

Il numero di deal (583) completati è in crescita del +7,4% rispetto al 2014, per un complessivo controvalore di 56,4 €/mld (+13,2% vs 2014). Questo trend positivo, da un lato, è la risultante di processi di ridisegno dei perimetri societari e della ricerca, da parte delle imprese, di posizioni di leadership mondiale nei settori di riferimento; dall'altro, è un segnale della ritrovata fiducia degli operatori nell'economia italiana.

Figura 5: Mercato italiano M&A 2011-15: overview



Fonte: elaborazioni KPMG su database interno.

In termini di fasce di controvalore dei deal, alla positiva performance del mercato M&A italiano hanno contribuito le operazioni di tutte le fasce dimensionali, con incrementi, in valore, particolarmente significativi per la fascia di operazioni di valore compreso tra 50,0 €/mld e 100,0 €/mld, che, rispetto al 2014, ha fatto registrare l'incremento più elevato, in termini sia di numero di operazioni (+57%) sia di controvalore (+49%).

Tabella 1: M&A 2011-15: classi di controvalore

€ mln	2011		2012		2013		2014		2015	
	Deal	€ mld	Deal	€ mld	Deal	€ mld	Deal	€ mld	Deal	€ mld
> 1.000	4	10.8	4	12.8	9	15.3	11	30.0	13	31.6
Tra 100 e 1.000	45	14.6	34	10.8	41	12.6	54	16.5	61	19.8
Tra 50 e 100	19	1.3	14	1.0	20	1.3	23	1.7	36	2.5
< 50	261	1.3	288	1.1	311	1.7	455	1.7	473	2.5
Totale	329	28.0	340	25.7	381	30.9	543	49.8	583	56.4

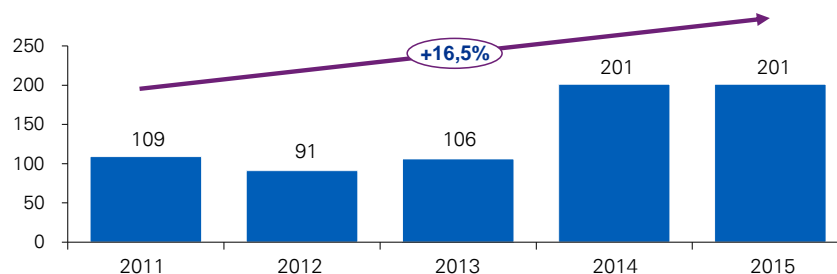
Fonte: elaborazioni KPMG su *database* interno.

2.1.2

Le operazioni di M&A Estero su Italia

Rispetto al complessivo *trend* di crescita del mercato italiano, nonché alle *performance* delle medesime operazioni relative all'anno precedente, il *focus* sulle operazioni Estero su Italia non rivela variazioni in termini di volumi, con un numero di operazioni pari a 201 in entrambi gli anni.

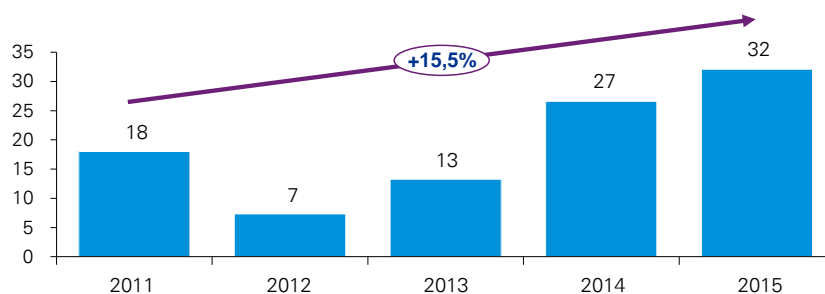
La crescita del numero di operazioni Estero su Italia negli ultimi 5 anni è pari a +16,5%, valore superiore alla crescita del numero complessivo di *deal* nel medesimo periodo (+15,4%). L'andamento crescente dei volumi esprime la forza trainante delle transazioni Estero su Italia in rapporto alla complessiva attività di M&A *cross-border*.

Figura 6: M&A Estero su Italia 2011-15: numero dei *deal*

Fonte: elaborazioni KPMG su *database* interno.

Con la sola eccezione della staticità del dato sui volumi nel biennio 2014-15, le operazioni Estero su Italia nel 2015, pari in valore assoluto a 32,1 €/mld, manifestano invece un sostanziale incremento in termini di controvalore (+20,7% rispetto al 2014). La crescita complessiva del valore delle operazioni nel periodo 2011-15 è pari al 15,5%.

Figura 7: M&A Estero su Italia 2011-15: valore dei deal



Fonte: elaborazioni KPMG su database interno.

Figura 8: Breakdown per classi di controvalore del numero di operazioni di M&A 2014-2015

2014

€ mln	Italia/Italia	Italia/Estero	Estero/Italia	Totale
< 50	208	76	150	434
Middle market	27	7	20	54
Tra 50 e 75	8	1	2	11
Tra 75 e 125	11	2	11	24
Tra 125 e 250	8	4	7	19
> 250	18	6	31	55
Totale	253	89	201	543

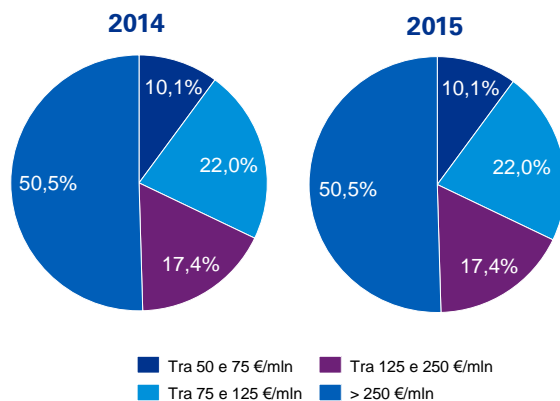
2015

€ mln	Italia/Italia	Italia/Estero	Estero/Italia	Totale
< 50	224	79	149	452
Middle market	38	8	22	68
Tra 50 e 75	10	2	3	15
Tra 75 e 125	19	5	11	35
Tra 125 e 250	9	1	8	18
> 250	23	10	30	63
Totale	285	97	201	583

Fonte: elaborazioni KPMG su database interno.

A parità di numero di operazioni nel biennio 2014-15, il *breakdown* per fasce dimensionali evidenzia una crescita delle operazioni Estero su Italia nel segmento *middle market* (i.e. operazioni con valore inferiore a 250 €/mln ma superiore a 50 €/mln).

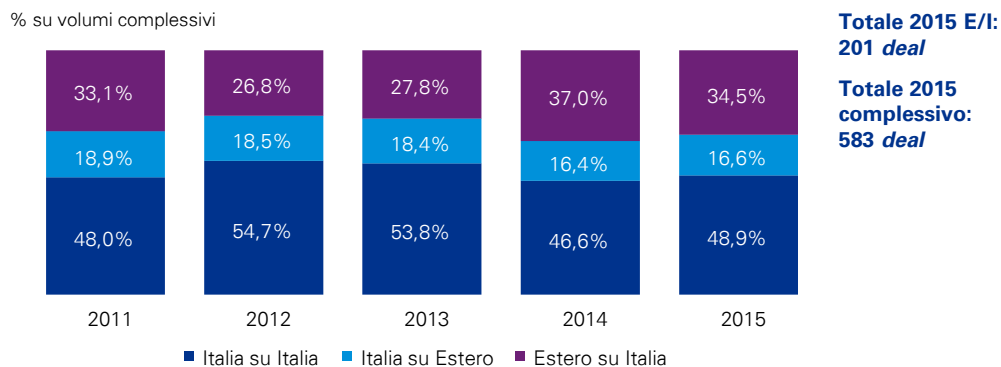
Figura 9: *Breakdown* per classi di controvalore del numero di operazioni di M&A Estero su Italia (E/I) 2014-2015: incidenza sul totale delle operazioni E/I³



Fonte: elaborazioni KPMG su *database* interno.

Passando a considerare la contribuzione delle operazioni E/I sul complessivo mercato italiano di M&A, in termini di volumi, l'incidenza sul totale di *deal* (34,5%) scende lievemente nel 2015 rispetto al 2014 (37,0%).

Figura 10: M&A Estero su Italia 2011-15: incidenza del numero dei *deal*

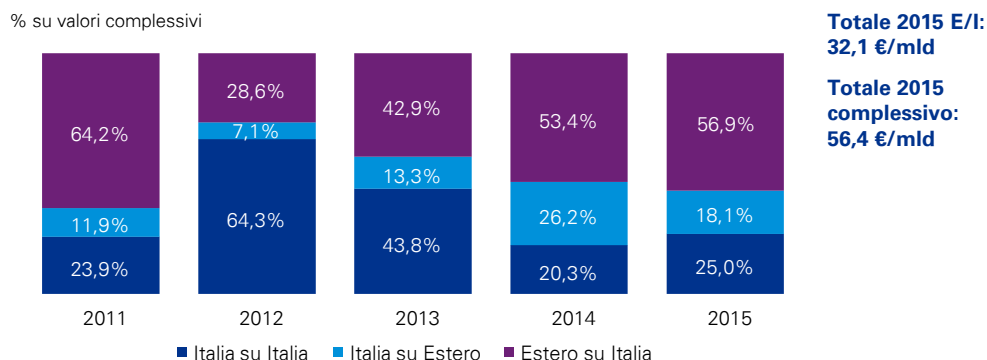


Fonte: elaborazioni KPMG su *database* interno.

³ Controvalore riferito al 100% delle società acquisite.

Viceversa, rispetto ai controvalori, si conferma il *trend* di crescita che porta al 56,9% la contribuzione relativa al mercato italiano. Nel 2015, l'insieme delle operazioni transfrontaliere (Estero su Italia e Italia su Estero) raggiunge complessivamente un'incidenza, in termini di valore, pari al 75,0% sul totale dei valori creati dal mercato M&A, in lieve diminuzione rispetto al 2014 (79,6%).

Figura 11: M&A Estero su Italia 2011-15: incidenza del valore dei *deal*



Fonte: elaborazioni KPMG su *database* interno.

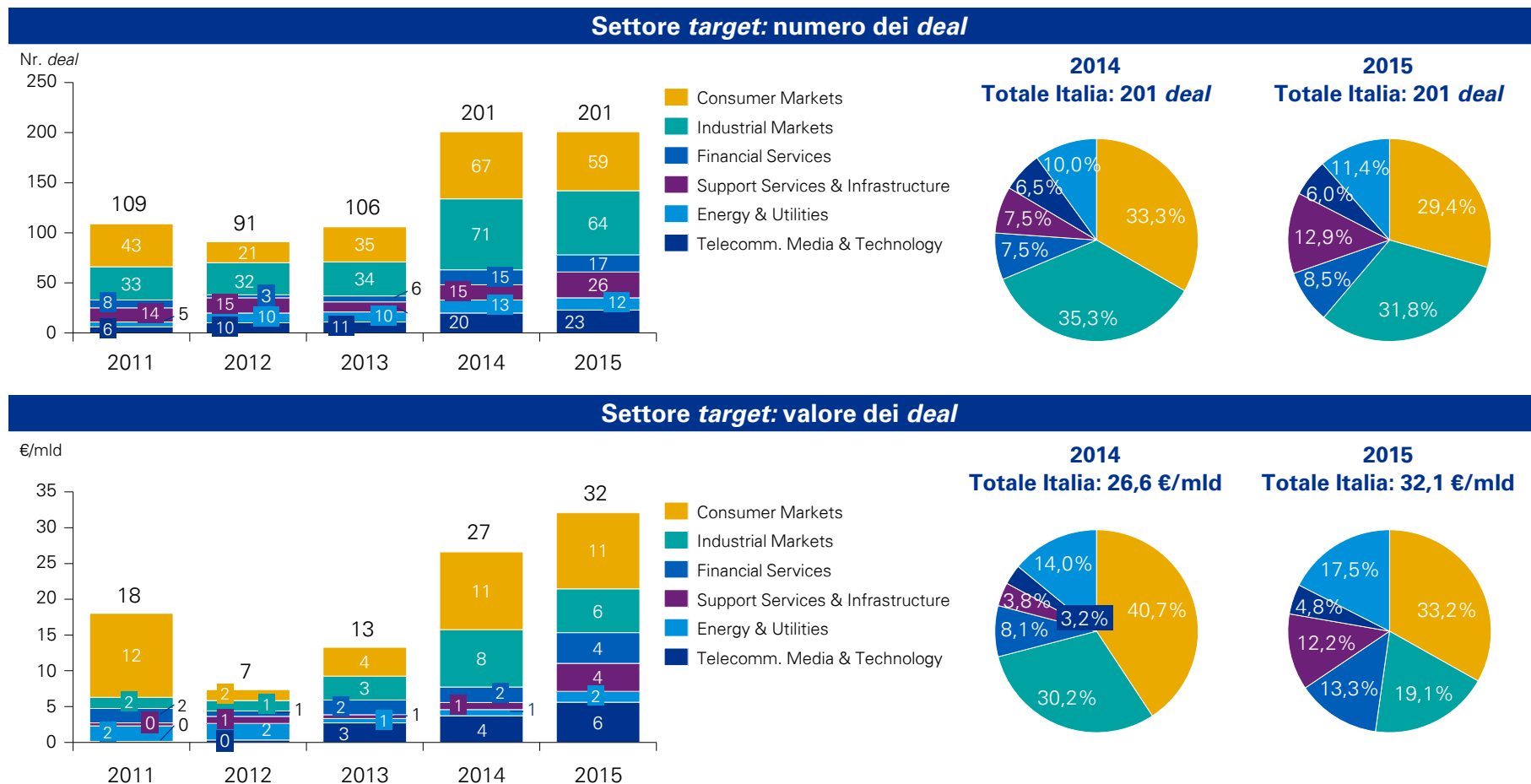
2.1.3

Le operazioni di M&A Estero su Italia: *focus* su settore target

Di seguito, in Figura 12, si riportano le risultanze dell'analisi per settore di attività delle società acquisite (*target*) concluse nel periodo 2011-2015. L'analisi dell'incidenza dei macro-settori di attività delle società *target* mostra l'accentuarsi di alcune dinamiche principalmente riferibili ai seguenti *trend*:

- Riduzione del peso (in termini di controvalore) del settore **Energy & Utilities** (l'incidenza sul totale Italia passa dal 12,1% del 2011 al 4,8% del 2015);
- A parità di volumi, i settori prevalenti di attività della società acquisita, in termini di valore, sono rappresentati da *Consumer Markets* (33,2%), *Industrial Markets* (19,1%), *Telecommunication, Media & Technologies* (17,5%) e *Financial Services* (13,3%);
- La prevalenza dei settori **Consumer Markets e Industrial Markets** è riscontrabile anche in rapporto all'attività *cross-border* complessiva (Italia su Italia e Italia su Estero).

Figura 12: Vista complessiva per settore delle operazioni di M&A E/I in termini di numero e controvalore dei deal



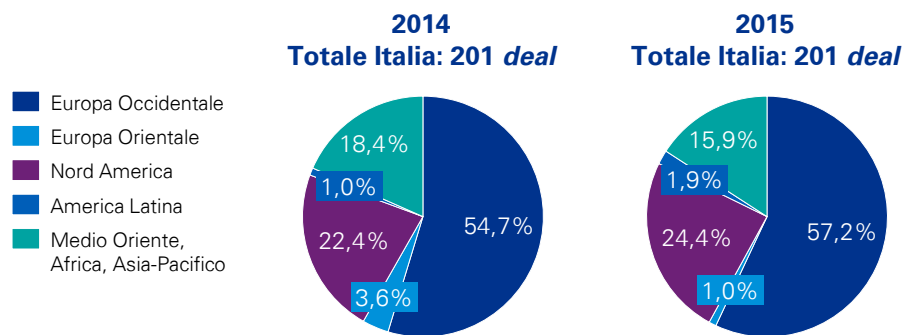
Fonte: elaborazioni KPMG su database interno.

2.1.4

Le operazioni di M&A Estero su Italia: focus su macro-aree geografiche

Con riguardo ai principali *trend* delle operazioni E/I in termini di macro-aree geografiche (i.e. nazionalità) degli investitori esteri (*bidder*), si rafforza, nel corso del 2015, la posizione dei Paesi caratterizzati da una consolidata tradizione di investimenti in Italia, a cominciare dagli USA, che trainano l'attività M&A E/I nel nostro Paese (46 deal nel 2015), proseguendo con Germania, UK e Cina.

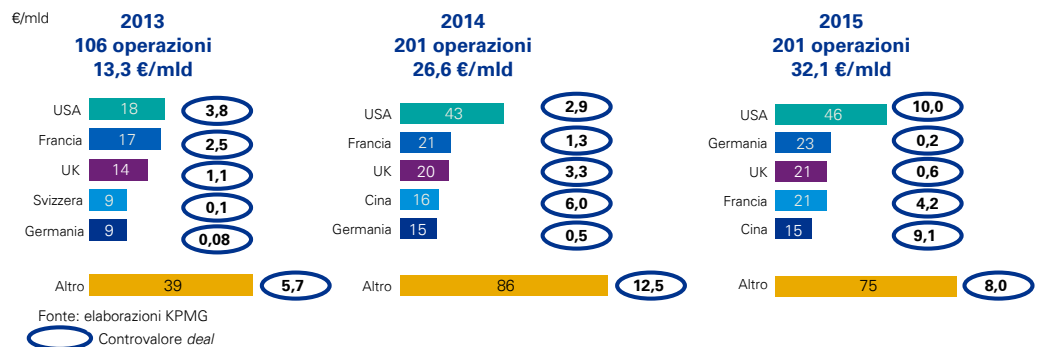
Figura 13: M&A Estero su Italia 2014-15: *breakdown* per nazionalità del *bidder*



Fonte: elaborazioni KPMG su *database* interno.

E' interessante tuttavia osservare l'affacciarsi sul mercato M&A italiano di nuovi investitori provenienti da macro-aree geografiche quali Medio-Oriente, Africa e Asia Pacifico, che, nel 2015, hanno complessivamente realizzato acquisizioni per €11,6 miliardi, a fronte di €10,0 miliardi effettuati dal Nord America e €9,3 miliardi dall'Europa Occidentale.

Figura 14: M&A Estero su Italia 2011-15: principali Paesi acquirenti



La tabella seguente riporta i dati relativi alle prime dieci acquisizioni realizzate da società straniere in Italia nel 2015.

Tabella 2: *Top ten* operazioni di M&A 2015

Settore Target	Target	Bidder	Naz. Bidder	Quota	Valore € mln
Chimico/Petroliero/Gomma	Pirelli & C. SpA	Marco Polo Industrial Holding SpA (China National Chemical Corporation)	Cina	99,7%	7.285
TLC	Telecom Italia SpA	Vivendi SA	Francia	21,4%	3.292
Retail	World Duty Free SpA	Dufry SA	Svizzera	96,7%	2.522
Bancario	Istituto Centrale delle Banche Popolari Italiane SpA	Mercury Italy S.r.l. (Bain Capital, Advent International, Clessidra)	USA	89,0%	1.912
Farmaceutico/Biotecnologie/ Cosmetico	Sorin SpA	Cyberonics Inc	USA	100,0%	1.389
Bancario	Intesa Sanpaolo SpA	People's Bank of China	Cina	2,0%	1.140
Immobiliare	Cushman & Wakefield	DTZ Holdings Plc	USA	75,0%	1.138
Bancario	BSI -Banca della Svizzera Italiana	Banco Btg Pactual	Brasile	100,0%	1.137
Electricity/Gas/Water	Finerge Gestão de Projectos Energéticos SA (Enel Green Power SpA)	First State Wind Energy Investments (Colonial First Estate SA)	Australia	100,0%	900
Automotive	Ferrari SpA	Mercato (IPO)	USA	10,0%	866
Controvalore prime 10 operazioni					21.581

% su Controvalore totale Estero su Italia 2015 (32,1 €/mld)

67,2%

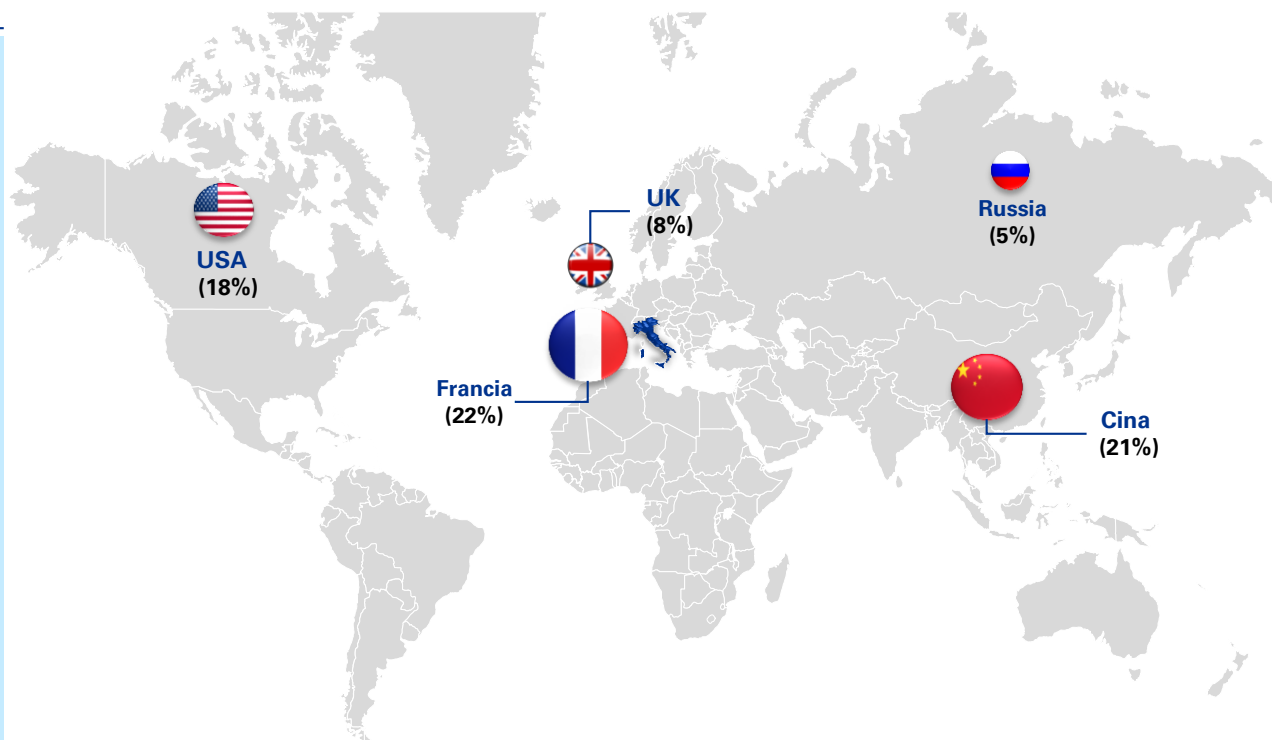
Fonte: elaborazioni KPMG su *database* interno.

A completamento dell'analisi preliminare sin qui svolta, è stato svolto un approfondimento sulle nazioni per le quali le imprese italiane risultano attrattive, attraverso l'applicazione di tecniche di *Network Analysis* ai flussi di M&A Estero su Italia tracciati nel periodo 2011-2015 (708 *deal*) all'interno del *database* proprietario KPMG. In particolare, la Figura 15 rappresenta le nazioni estere dove hanno sede le aziende che hanno acquisito un'impresa italiana nel periodo analizzato. Come si evince, lo spettro delle nazioni *bidder* è piuttosto ampio, includendo sia altre nazioni europee (es. Germania, Francia e Spagna), sia investitori esteri di nazionalità asiatica e statunitense. La rilevanza della singola nazione è approssimata dall'incidenza del controvalore della singola operazione di M&A sul totale controvalore annuo. Francia, Cina, USA, UK e Russia rappresentano le nazioni *bidder* caratterizzate dal maggior peso dei relativi controvalori sul totale di periodo.

Nel seguito dello Studio, gli aspetti sin qui descritti sono analizzati con maggior dettaglio, attraverso un'analisi statistico-quantitativa degli impatti delle operazioni di M&A sia a livello micro-economico, sia macro.

Figura 15: Flussi di M&A Estero su Italia 2011-2015: *breakdown* dei principali Paesi acquirentori per controvalore delle operazioni⁴**Altre nazioni: incidenza dei controvalori sul totale**

Svizzera	4,22%
Spagna	3,97%
Giappone	2,90%
Svezia	2,44%
Brasile	2,13%
Germania	1,59%
Canada	1,03%
Irlanda	0,99%
Australia	0,93%
Qatar	0,87%
Portogallo	0,83%
Lussemburgo	0,46%
Emirati Arabi Uniti	0,40%
Belgio	0,39%
Polonia	0,32%
Norvegia	0,26%
Taiwan	0,24%
Thailandia	0,21%
Egitto	0,21%
Paesi Bassi	0,19%
Argentina	0,14%
Corea del Sud	0,13%
Danimarca	0,11%
Finlandia	0,10%
Libia	0,10%
Indonesia	0,08%
Portogallo	0,06%
India	0,06%
Altro	0,06%
Arabia Saudita	0,05%
Repubblica Ceca	0,05%
Austria	0,04%
Israele	0,02%
Grecia	0,02%
Hong Kong	0,01%



Fonte: elaborazioni KPMG su *database* interno.

⁴ La grandezza delle *flagballs* esprime la diversa incidenza dei controvalori dei deal in ciascuna nazione sul totale Estero su Italia relativo al periodo 2011-2015.

2.2

M&A Estero su Italia e *performance*

In questo paragrafo si propone un'analisi degli impatti delle operazioni di M&A (estero su Italia) sulle performance economico-finanziarie delle imprese *target*. Tale analisi è basata sull'osservazione degli andamenti di un campione di imprese italiane acquisite da gruppi esteri in un anno base (2011) e sul confronto di tali andamenti con quelli di altre imprese assimilabili, ma non oggetto di acquisizione. Più in dettaglio, è stato analizzato il *trend* di alcune metriche contabili (i.e. ricavi e EBITDA), usualmente impiegate nella teoria e nella prassi per la misurazione di questa tipologia di impatti. L'analisi è stata condotta su un campione di 135 imprese⁵ (di cui 18 imprese *target*⁶ e 117 non oggetto di acquisizione). Per maggiori dettagli sui campioni considerati si rinvia all'Appendice Metodologica in calce allo Studio.

Le seguenti figure illustrano, attraverso un'analisi statistico-descrittiva, i potenziali impatti delle operazioni di M&A sulle imprese *target* lungo tre ambiti principali:

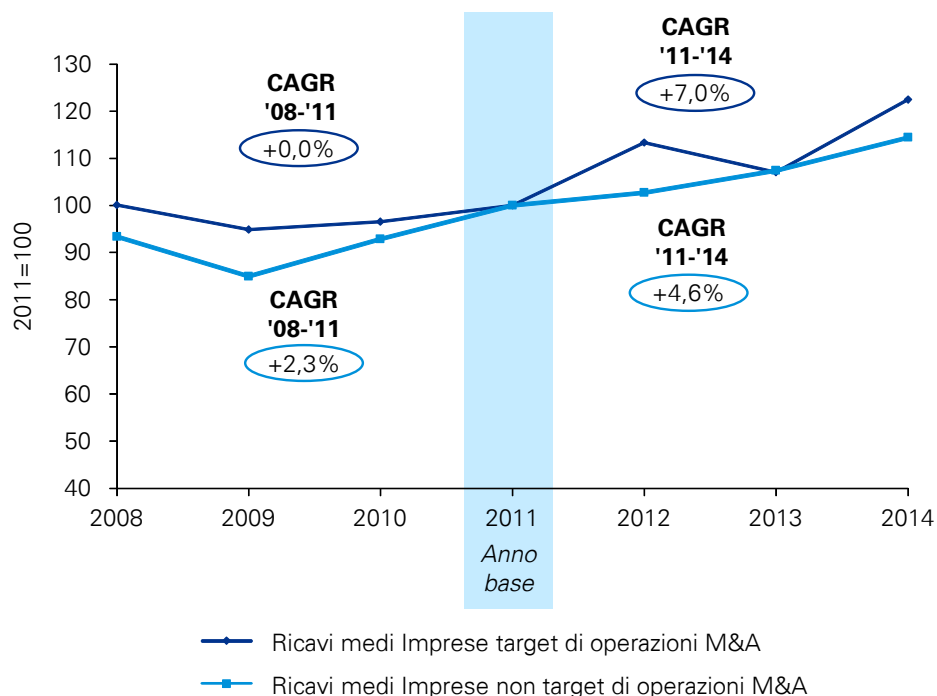
- **Crescita economica**, misurata sulla base dell'analisi del *trend* medio dei ricavi delle imprese *target post* operazione e della comparazione con il *trend* dei ricavi per imprese comparabili non oggetto di acquisizione;
- **Crescita dimensionale**, misurata sulla base dell'analisi del *trend* medio del volume degli attivi di bilancio delle imprese *target post* operazione e della comparazione con il *trend* del volume degli attivi di bilancio per imprese comparabili non oggetto di acquisizione;
- **Crescita della produttività**, misurata sulla base dell'analisi del *trend* medio del fatturato per dipendente delle imprese *target post* operazione e della comparazione con il *trend* del fatturato per dipendente per imprese comparabili non oggetto di acquisizione misurata sulla base della crescita media del fatturato medio per dipendente.

In relazione alla crescita economica, la figura seguente mostra l'andamento dei ricavi medi nel periodo 2008-2014, considerando il 2011 come anno base, sia per le imprese *target* sia per le imprese non oggetto di M&A, mostrando così il potenziale impatto in termini economici delle operazioni.

⁵ Per la valutazione dei *trend*, al fine di assicurare la determinazione di indicatori omogenei su tutto il periodo, l'analisi è stata limitata al 2014, essendo indisponibili i dati al 2015 per alcune imprese in perimetro.

⁶ Per il campione di imprese *target* di operazioni M&A, al fine di assicurare l'elaborazione di indicatori omogenei su tutto il periodo, sono state considerate 18 imprese su un totale di 49 imprese *target* delle operazioni di M&A Estero su Italia relative al 2011.

Figura 16: Ricavi medi per il campione di imprese *target* e non *target* di operazioni di M&A estero su Italia (valori indicizzati al 2011=100)



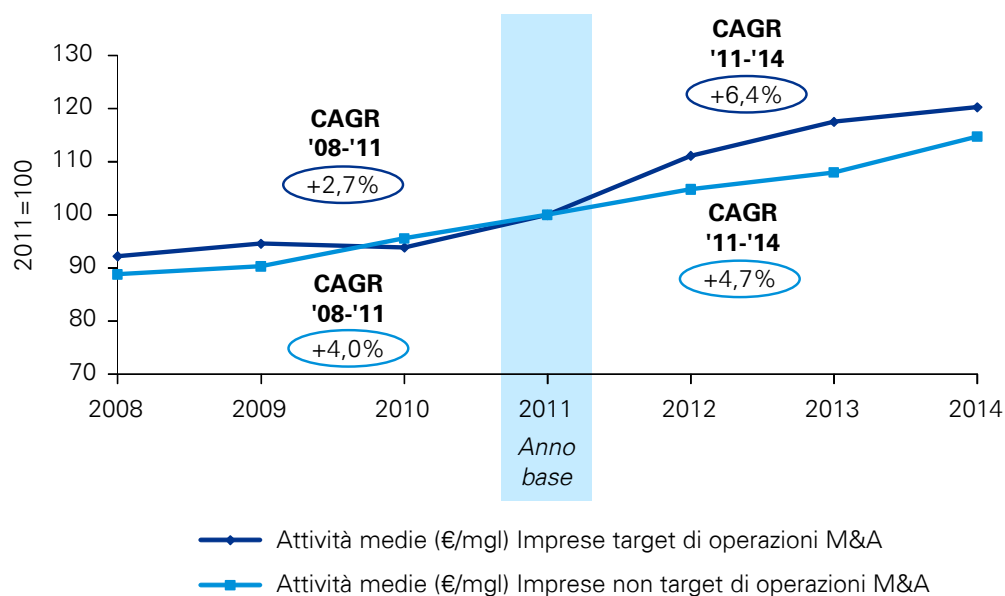
Fonte: elaborazioni KPMG su *database* interno e su dati AIDA.

Guardando alle sole imprese *target* di operazioni M&A, il *trend* dei valori indicizzati al 2011 rivela una crescita media annua dei ricavi medi del campione pari a +7,0% sul periodo *post* operazione (2011-2014). Scomponendo la crescita, si evidenzia un maggiore impatto soprattutto a partire dal secondo anno successivo all'operazione (+14,4% YoY 2013-2014). Analizzando in ottica comparativa i *trend* dei due diversi campioni emerge che le imprese oggetto di acquisizione hanno avuto una crescita maggiormente significativa a partire dal 2011. Nel dettaglio le imprese oggetto di acquisizione hanno registrato in media, tra il 2011 e il 2014, una crescita complessiva pari al 22,5% e una crescita media annua del 7,0% *versus* una crescita complessiva pari al 14,3% e una crescita media annua del 4,6% per il campione di imprese non oggetto di acquisizione. A confermare l'impatto positivo delle operazioni di M&A si evidenzia come nel periodo antecedente al 2011 (anno base in cui sono state realizzate le operazioni di acquisizione) il tasso di crescita medio annuo delle imprese non oggetto di acquisizione sia stato superiore rispetto a quello delle imprese *target* (+2,3% vs +0,0%).

In termini di crescita dimensionale (Figura 17), approssimata dall'andamento degli attivi medi societari, si osserva per le imprese oggetto di acquisizione una crescita media annua del +4,5% sul periodo 2008-2014, più pronunciata nel *post-deal* (+6,4% il tasso di crescita 2011-14 vs +2,7% 2008-11) con una variazione a un anno dall'operazione (2012-2013) pari al 5,8%.

Guardando agli attivi medi delle imprese non oggetto di acquisizione il tasso di crescita complessivo dal 2011 al 2014 è pari al 14,7% con un tasso medio annuo di crescita del 4,4%. Sebbene un tasso di crescita degli attivi superiore nel periodo antecedente al 2011, le imprese non oggetto di acquisizione registrano mediamente dal 2011 (anno base in cui sono state realizzate le operazioni di acquisizione) in poi un tasso di crescita inferiore (tasso medio annuo di crescita 4,7% vs 6,4%).

Figura 17: *Trend dei valori medi dell'attivo delle società per il campione di imprese target e non target di operazioni di M&A estero su Italia (valori indicizzati al 2011=100)*

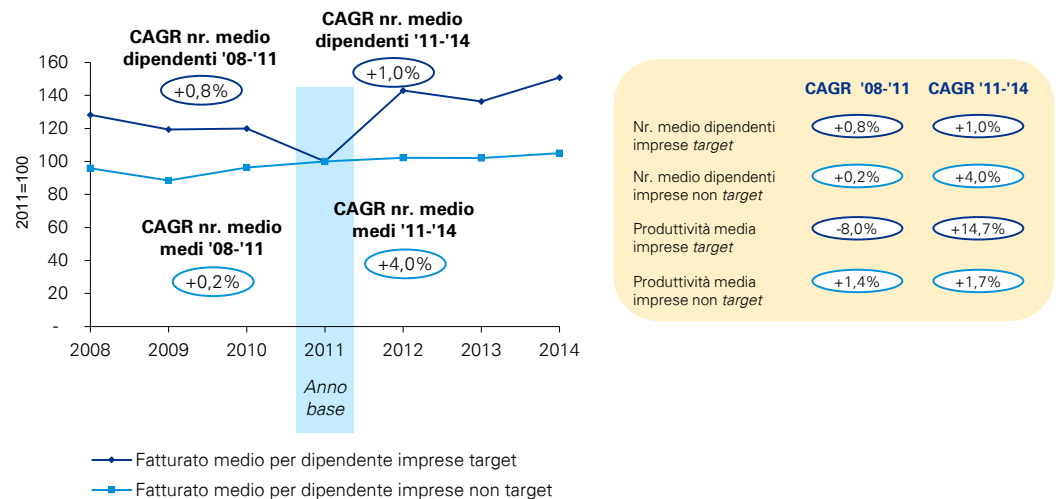


Fonte: elaborazioni KPMG su *database* interno e su dati AIDA.

Gli impatti delle operazioni di M&A passano anche attraverso gli effetti su occupazione e produttività del lavoro delle imprese *target* (Figura 18). In quest'ambito, i risultati dell'analisi descrittiva condotta sui due campioni di imprese nell'anno base 2011 mostrano un aumento del numero medio di dipendenti delle imprese *target* pari all'1% nel periodo *post* operazione, che si accompagna ad una crescita della produttività, approssimata dall'andamento del fatturato medio per dipendente. A fronte dell'aumento del numero di dipendenti nel *post-deal* (2011-2014), si osserva, per il campione di imprese *target* di operazioni di M&A, una crescita media annua della produttività del lavoro molto significativa e pari al 14,7% nel periodo *post deal* (vs -8,0% nel periodo *pre-deal*) e soprattutto a partire dal 2013 (10,7% YoY 2013-2014). Per il campione di imprese non oggetto di operazioni di M&A, il tasso di crescita medio annuo dal 2011 al 2014 è invece molto più basso e pari all'1,7%. Questi risultati mitigano il timore, spesso associato alle operazioni di M&A, per la perdita di capacità produttiva e, conseguentemente, di posti di lavoro nella nazione *target*. A livello "micro", in sostanza, le operazioni di M&A non

avrebbero un impatto negativo su occupazione e produttività del lavoro, per quanto l'esito finale di queste operazioni su entrambe le variabili dipenda comunque dal bilanciamento tra effetti diretti e indiretti, questi ultimi relativi al contesto locale in cui l'impresa opera e alle interazioni lungo la catena del valore (clienti, fornitori e imprese concorrenti). L'impatto finale su occupazione e produttività può quindi essere opportunamente valutato solo analizzando i comportamenti "micro" nell'ottica però di una prospettiva "macro" sufficientemente ampia da catturare le interazioni economiche tra imprese e abbastanza estesa nel tempo da cogliere le interazioni con altri fattori e fenomeni macroeconomici che certo non esauriscono i propri effetti nel breve termine.

Figura 18: Andamento del numero medio di dipendenti e del fatturato medio per dipendente per il campione di imprese *target* e non *target* di operazioni di M&A estero su Italia (valori indicizzati al 2011=100)



Fonte: elaborazioni KPMG su *database* interno e su dati AIDA.

A fronte di un sostanziale impatto positivo sulle *performance* economico-finanziarie post operazione di M&A, la differente dinamica di crescita delle metriche sin qui considerate (ricavi, attivi societari, numero e produttività dei dipendenti) riflette l'importanza di alcuni fattori *firm-specific*, così come di contesto. Da un esame più puntuale dei *trend* a livello di singola impresa inclusa nel sotto-campione selezionato, è possibile infatti evidenziare quanto segue con riguardo a:

- **Fattori specifici d'impresa:** emerge la rilevanza dello stato di "buona salute" economica, finanziaria e patrimoniale della *target*, nel periodo *pre-deal*, ai fini del successo dell'operazione e del miglioramento delle *performance post-deal*.
- **Fattori di contesto:** si rileva l'influenza del settore di operatività dell'impresa *target* e dei fattori più strettamente di mercato, legati alla domanda e ai livelli di maturità e competitività complessivi del settore.

In sostanza, al di là delle condizioni strutturali e di buona salute economico-finanziaria delle singole imprese *target*, gli impatti delle operazioni di M&A per queste ultime risultano mediati dalle **dinamiche settoriali**. Questa influenza è evidente soprattutto per imprese appartenenti a *industry* più tradizionali (ad es. costruzioni, *engineering*) che subiscono gli effetti di una crisi che ha dimezzato i livelli produttivi e indebolito gravemente il tessuto industriale del settore, con forti ripercussioni quindi per la sopravvivenza delle imprese, che subiscono una contrazione dei relativi volumi di vendita. Viceversa, emerge la forza dei comparti del *made in Italy* anche con riguardo al buon successo dei *deal*, forza legata al possesso di valori unici e attrattivi, spendibili nello scambio reale e simbolico dei prodotti/servizi dell'impresa *target*. Nel caso, quindi, di imprese *target* operanti nei settori tipici del *made in Italy* (es. tessile/abbigliamento, *design*), la capacità di preservare, anche nella fase *post-deal*, una forte identità e una positiva reputazione creano valore aggiunto per la competitività dell'impresa e del suo territorio, contribuendo ad attivare un circolo virtuoso di sviluppo.

3

Effetti "macro" e comportamenti "micro": gli impatti

L'apertura del capitale delle imprese italiane a investitori internazionali è un fenomeno di natura composita che non si riduce alla sfera degli scambi e delle transazioni economiche, ma che abbraccia gli ambiti della politica, della società e della cultura. In particolare, già a partire dagli anni '70 del secolo scorso, il fenomeno M&A è stato al centro di un intenso dibattito, all'interno del mondo accademico ma non solo. Come affrontato nei capitoli precedenti e ulteriormente approfondito nei paragrafi successivi, l'impatto di queste operazioni non ha solo valenza per le imprese che ne sono l'oggetto, ma ha una valenza strategica di portata nazionale, potenzialmente generando valore economico (e sociale) per il Sistema Paese. Da qui nasce per l'appunto l'interesse particolare anche da parte del soggetto pubblico verso questo fenomeno, che ne vede la valenza strategica per la crescita economica, ancor di più a seguito della recente crisi economico-finanziaria.

Ma in che modo le operazioni di M&A possono influenzare le *performance* economico-finanziarie delle imprese acquisite? E quali sono gli effetti sull'economia della nazione ospitante? La risposta a questi due interrogativi è al centro del dibattito sul fenomeno M&A e impone una riflessione su livelli di analisi distinti ma interrelati:

- **Livello micro:** relativo agli impatti sulle *performance* economico-finanziarie delle imprese *target*;
- **Livello macro:** relativo agli impatti sulla nazione *target*.

Livello micro: la gran parte degli studi finora condotti ha valutato gli effetti prodotti dalle operazioni di M&A principalmente in termini di⁷:

- **Creazione di *shareholder value* nel breve periodo:** le operazioni di M&A possono influenzare il valore creato (nel breve periodo) per gli azionisti, approssimato dalle variazioni di valore dell'impresa attraverso le variazioni dei relativi corsi azionari. Assumendo l'efficienza dei mercati azionari e comparando, a parità di rischio sistematico, i prezzi delle azioni dell'impresa *target* prima e dopo l'operazione di M&A, si evidenziano effetti positivi sulla creazione di valore per gli azionisti della *target*, ma non della *bidder*, con l'allungamento del periodo

⁷ I due livelli di impatto delle operazioni di M&A sono oggetto di approfondimento nell'ambito rispettivamente dei cosiddetti "*event studies*" e "*profitability studies*". Per maggiori dettagli sull'argomento si veda, Unctad, 2000.

*post-merger*⁸ è possibile tuttavia che la *target* manifesti ritorni decrescenti. Infine, è stato dimostrato un effetto positivo delle operazioni di M&A sulle *performance* di entrambe le controparti nell'ipotesi in cui queste appartengano al medesimo settore industriale.

- **Profittabilità complessiva di lungo periodo:** in una prospettiva di più lungo termine, gli impatti delle operazioni di M&A sono spesso misurati attraverso metriche di natura contabile o industriale (ad es. fatturato, *export / import*; investimenti, numero e produttività dei dipendenti, spese in R&S). In quest'ottica, è possibile indagare più da vicino la relazione tra grado di coerenza (*relatedness*) organizzativa, umana e procedurale tra imprese e successo dell'integrazione. In sostanza, maggiore la complementarità di connotati procedurali, organizzativi, manageriali e culturali, tanto più probabile il successo dell'operazione⁹.

Livello macro: il fenomeno M&A assume oggi particolare rilevanza anche in considerazione dell'apprezzamento degli effetti macro di tali operazioni, vale a dire sui sistemi economici delle nazioni *bidder* e, soprattutto, *target*. Con l'affermarsi di un mercato esteso alle economie in sviluppo e a quelle in transizione, l'analisi delle operazioni di M&A, sotto il profilo macro-economico, ne evidenzia il ruolo di strumento attraverso cui le imprese ridefiniscono la propria sfera di operatività in condizioni di elevato dinamismo e cambiamento ambientale, di globalizzazione dei mercati di beni e servizi e di definizione di un sistema produttivo su scala internazionale. Le operazioni di M&A rivelano una valenza strategica che si estende oltre l'ambito del funzionamento e della gestione della singola impresa, assumendo portata nazionale proprio in funzione di un potenziale di creazione di valore economico-sociale ampliato al Sistema Paese nel suo complesso. Sotto questo profilo, le operazioni di M&A si impongono all'attenzione dei *policy maker* pubblici, nell'ottica della possibile valorizzazione di tale potenziale di sviluppo economico, tanto più rilevante nel recente contesto di crisi economico-finanziaria. Più in dettaglio e in un'ottica di lungo periodo, le operazioni di M&A possono generare effetti benefici sullo sviluppo economico della nazione *target* principalmente in termini di:

- Trasferimento di nuove e/o migliori tecnologie e competenze organizzative e manageriali, soprattutto quando l'operazione si accompagna a processi di ristrutturazione dell'impresa *target* finalizzati a rafforzarne l'efficienza;
- Salvataggio di imprese in crisi e dei relativi livelli occupazionali;
- Aumento dei livelli occupazionali e della produttività del lavoro nel tempo, in presenza di investimenti sequenziali da parte della *bidder*, del rafforzamento delle relazioni *di business* con l'impresa *target* e del trasferimento di *knowledge capital*.

⁸ UNCTAD, 2000.

⁹ Carretta, Schwizer, 2007.

Più in generale, sul versante macro-economico, si discute sul ruolo che si ritiene debba spettare agli investitori internazionali nell’ambito di una data economia nazionale. Il tema riguarda quindi il grado di “proprietà straniera” che ciascuna nazione è disposta ad accettare e le implicazioni non solo economiche, ma anche politiche, sociali e culturali di tale mutamento degli assetti proprietari.

In realtà, oltre ai due livelli micro e macro, l’analisi degli impatti delle operazioni di M&A non può prescindere dal considerare anche le **dinamiche di interazione tra entrambi i livelli, micro e macro**. Ad esempio, non è possibile escludere che un’operazione di M&A produttiva di scarsi risultati, in senso stretto, sull’economia della nazione ospitante, possa viceversa esercitare un positivo impatto sulle *performance* economico-finanziarie dell’impresa acquisita (e.g. per effetto di politiche industriali di riorganizzazione del capitale umano). Similmente, per effetto delle modifiche indotte negli assetti societari, le operazioni di M&A possono avere un importante ruolo nell’allocazione delle risorse (sia finanziarie, sia in termini di capitale umano) verso i migliori possibili utilizzi. Un ulteriore esempio di dinamica interattiva riguarda infine l’effetto di convergenza che il mercato per il controllo societario *cross-border* può determinare con riguardo ai regimi di *governance* che trovano applicazione in differenti ambiti nazionali¹⁰.

I paragrafi che seguono illustrano le principali risultanze dell’analisi degli impatti delle operazioni di M&A rispetto alle imprese *target* (approccio “micro”), sia rispetto al Sistema Paese (approccio “macro”).

3.1

Gli impatti sulle imprese *target*

Il presente Studio approfondisce innanzitutto gli impatti delle operazioni di M&A estero su Italia sulle *performance* economico-finanziarie delle imprese *target*. Tra i principali impatti sulle imprese *target* messi in luce dalla teoria economica rientrano ad esempio:

- **Aumento dei ricavi e miglioramento della produttività:** a confronto con imprese che non sono state oggetto di acquisizione, le imprese *target* di operazioni di M&A sperimentano più elevati tassi di crescita dei ricavi, principalmente legati a incrementi della produttività del lavoro. Le capacità reddituali dell’impresa sono, infatti, direttamente correlate alla produttività del lavoro. Sotto questo profilo, le imprese *target* di operazioni di M&A riescono a migliorare i propri indici di produttività grazie all’acquisizione di nuova conoscenza ed a più efficaci configurazioni della struttura organizzativa e dell’architettura tecnologica dell’offerta. Per esemplificare, è possibile citare gli effetti di trasferimento tecnologico (*spillover*) tra *bidder* e *target*, legati allo spostamento di lavoro qualificato. Gli impatti sul miglioramento della produttività del lavoro risultano documentati anche empiricamente nell’ambito di diversi studi che evidenziano, soprattutto per imprese *target* scarsamente performanti nel periodo *pre-deal*¹¹, significativi miglioramenti della produttività riconducibili, da un lato, al cambiamento di *management* e quindi alla capacità di “vedere” nuove opportunità imprenditoriali, dall’altro ad un *effort* maggiore del personale

¹⁰ Su questo tema si veda ad esempio il contributo di Rossi e Volpin, 2004.

¹¹ Tra i principali contributi sul tema si considerino i contributi di Conyon et al. (2002), McGuckin e Nguyen (2000), Piscitello e Rabbiosi (2005) e i rapporti Unctad, 2000 e 2016.

dipendente dell'impresa acquisita, spronato ad aumentare la propria produttività con il nuovo *management*.

- **Riposizionamento strategico dell'impresa *target post* acquisizione:** proprio in conseguenza del miglioramento della produttività aziendale, le operazioni di M&A possono alterare la struttura del mercato domestico, riposizionando l'impresa oggetto dell'operazione in modo tale da incrementarne il potere di mercato grazie a maggiori dimensioni e al miglioramento del profilo costi/ricavi. L'incremento del potere di mercato può inoltre derivare dall'accesso ad *asset* strategici (anche di natura immateriale legati alla forza di *brand* riconosciuti su scala globale).

Al fine di valutare gli impatti delle operazioni di M&A sulle imprese *target* italiane, lo Studio propone un modello di valutazione di impatto di tipo controfattuale. L'analisi controfattuale permette di capire in che misura i risultati riscontrati in un dato periodo di tempo siano da imputare al fenomeno M&A e, viceversa, in che misura questi risultati si sarebbero verificati indipendentemente da esso. In altri termini, tale approccio permette di sovrapporre il "cosa sarebbe successo in assenza del *deal*" con il "cosa è successo grazie al *deal*".

3.1.1

La metodologia di valutazione di impatto controfattuale

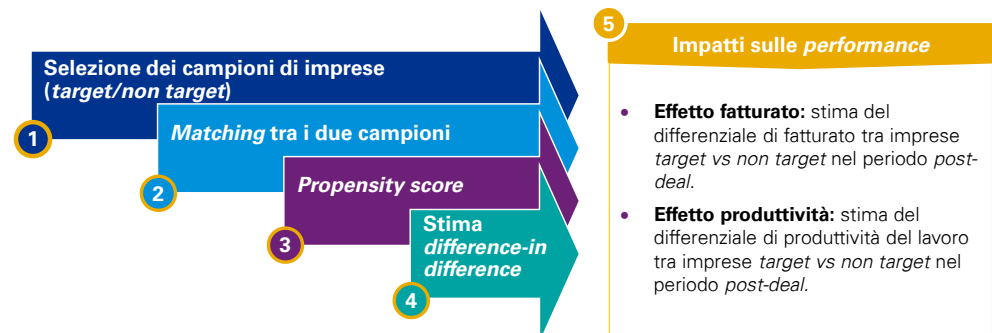
Impiegando una metodologia di analisi controfattuale, lo Studio ha cercato di comprendere ciò che sarebbe successo se le imprese italiane non fossero state acquisite, comparandone le *performance* economico-finanziarie *pre-* e *post* operazione. L'analisi empirica è stata condotta su un arco temporale complessivamente pari a dieci anni (2005-2015), selezionando due campioni relativi a:

- **Imprese *target* di operazioni M&A:** campione di 40 imprese oggetto di acquisizione nel sotto-periodo 2006-2014;
- **Imprese non *target*** di operazioni di M&A: campione di controllo contenente 117 imprese che non sono state oggetto di acquisizione nel complessivo periodo 2005-2015.

La disponibilità di un campione di controllo di dimensioni superiori al campione di interesse, ma non troppo esteso da comportare una riduzione della capacità predittiva del modello di stima, garantisce l'affidabilità dell'analisi controfattuale.

Sulla base di entrambi i campioni, si è proceduto a valutare le differenze di *performance* tra i due gruppi (*target* e non *target*), con riguardo ai due periodi *pre-* e *post* operazione di M&A.

I dati relativi al campione di interesse sono stati estratti da fonti differenti. In primo luogo, con riguardo ai flussi di operazioni di M&A estero su Italia, è stata utilizzata la banca dati interna KPMG, che censisce, su archi temporali estesi, tutte le operazioni di M&A in termini di direzione dei *deal* (Estero su Italia, Italia su Italia, Italia su Estero), settore e impresa *target*, settore e impresa *bidder* e controvalore delle operazioni. Il campione di controllo è stato estratto partendo, invece, da una popolazione di circa 579 aziende aventi ragione sociale in Italia e considerando le società con fatturato superiore a 50 €/mln. I dati di bilancio delle imprese di entrambi i campioni sono stati estratti dalla banca dati AIDA. Per approfondimenti si veda l'Appendice Metodologica in calce allo Studio.

Figura 19: Sintesi della metodologia e *step* di analisi

Fonte: elaborazioni KPMG.

Con i dati a disposizione relativi ai due campioni si è proceduto alla costruzione dell'analisi controfattuale sulla base di tecniche di *matching* che consentono di associare a ciascuna impresa oggetto di operazioni di M&A l'impresa più "prossima" sulla base di un dato punteggio ("*propensity score*") espressivo di variabili strutturali (ad es. dimensione, debiti, attivo, immobilizzazioni materiali), finanziarie (ad es. *cash flow*) ed economiche (ad es. ricavi). In sostanza, l'applicazione delle tecniche di *matching* ha consentito di rispondere a una domanda fondamentale: qual è la probabilità che un'impresa sia oggetto di un'operazione di M&A sulla base di specifiche caratteristiche (strutturali, finanziarie e reddituali)? Questa probabilità è stata determinata sulla base di una stima *logit*, inserendo, nella specificazione della funzione stimata, variabili quali la dimensione d'impresa (approssimata dal numero di dipendenti), la produttività del lavoro (rapporto tra ricavi e dipendenti), l'incidenza delle immobilizzazioni materiali sul totale attività e variabili economiche come i ricavi di vendita. Il calcolo del *propensity score* e l'utilizzo di un algoritmo di *matching* tra i due campioni di imprese in perimetro di analisi (i.e. *target* di operazioni di M&A vs *non target*) ha permesso di ottenere un unico campione complessivo quale risultante del *merge* tra imprese *target* e *non target* tra loro più simili in termini delle caratteristiche strutturali, finanziarie e reddituali descritte.

A partire dai risultati della procedura di *matching*, è stata poi effettuata un'analisi statistica di tipo "*difference-in-difference*", che ha consentito di valutare la differente *performance* dei due gruppi, *pre-* e *post-* operazione, con riguardo ai seguenti effetti:

- Effetto fatturato;
- Effetto produttività.

Più in dettaglio, nelle stime del modello *difference-in-difference*, è stata considerata come variabile dipendente, funzionale alla stima degli impatti delle operazioni di M&A, la variabile *dummy* "Effetto M&A", che assume valore 1 nel caso di imprese italiane *target* di operazioni di M&A nel periodo *post-deal* e valore zero negli altri casi. Si è quindi proceduto a stimare l'impatto su tale variabile dei ricavi e della produttività del lavoro (misurata dall'incidenza dei ricavi sul numero dei dipendenti), controllando per altre fonti di variazione (es. cash flow, rapporto immobilizzazioni materiali su attivo totale, totale debiti).

3.1.2

I principali risultati delle stime effettuate

Con riguardo agli effetti citati, e controllando per variabili strutturali e finanziarie (dipendenti, immobilizzazioni materiali, *cash flow*) la stima del modello *difference-in-difference* ha evidenziato i seguenti impatti:

- **Effetto fatturato:** rispetto alle imprese non *target*, le imprese oggetto di un'operazione di M&A sperimentano un effetto sul fatturato relativamente basso, ma comunque positivo rispetto alle imprese non *target*; è opportuno sottolineare che si tratta dell'effetto direttamente dovuto alle operazioni di M&A, senza considerare le interdipendenze rispetto ad altre variabili specifiche d'impresa (tra cui numero e produttività dei dipendenti) e di contesto (ad es. maturità del settore, dinamiche della domanda);
- **Effetto produttività:** le imprese oggetto di un'operazione di M&A presentano una produttività del lavoro (i.e. rapporto ricavi su dipendenti), in media, lievemente superiore rispetto alle imprese non *target*¹². Sebbene in ottica comparativa la differenza sia limitata, i risultati delle analisi confermano che l'impatto sulla produttività del lavoro dell'acquisizione di imprese nazionali da parte di investitori stranieri sia positivo o comunque (strettamente) non negativo.

In linea con quanto evidenziato anche nell'ambito di altri studi sugli impatti degli FDI (di cui le M&A rappresentano una componente insieme agli investimenti *greenfield*)¹³, nonché nell'analisi a livello macro-economico proposta nel successivo paragrafo 3.3, i risultati delle stime svolte evidenziano un impatto positivo, seppur di grandezza relativamente limitata, sulle *performance* delle imprese *target* quale combinato disposto dell'incremento del fatturato e, in maggior misura, del miglioramento della produttività. Sia pure alla luce di potenziali dinamiche di interazione di tali effetti "micro" con i principali *trend* congiunturali in atto a livello "macro", anche in conseguenza della recente crisi economico-finanziaria verificatasi a partire dal 2008, le operazioni di M&A, nel medio periodo, tenderebbero quindi a migliorare produttività e competitività delle imprese *target*. In ogni caso, dal punto di vista strettamente quantitativo, l'impatto complessivo delle operazioni di M&A risulta debole se non interpretato e approfondito anche alla luce di fattori di contesto e, in generale, di aspetti più qualitativi del funzionamento d'impresa. Tra i primi, è possibile citare, ad esempio, cambiamenti lungo la catena del valore (i.e. nei rapporti con fornitori e distributori) o a livello di organizzazione del lavoro nell'ambito della filiera dell'impresa acquisita. Tra i fattori specifici d'impresa, invece, al di là degli impatti sui risultati economici di breve-medio termine dell'impresa acquisita,

¹² La produttività del lavoro (i.e. rapporto ricavi su dipendenti) risulta, in media, superiore di 0,04% per le imprese *target* di un'operazione di M&A nel periodo post-acquisizione rispetto alle imprese non *target*.

¹³ Cfr. Wang e Wong (2009).

sarebbe opportuno considerare effetti di *spillover* anche sul territorio di riferimento di questa, risultanti ad esempio dal trasferimento di nuove tecnologie o di personale con maggiori/migliori competenze. Per cogliere questi aspetti qualitativi sono stati analizzati alcuni casi di studio, così da derivare chiavi di lettura trasversali alle esperienze studiate e quindi utili a integrare le stime quantitative. In sostanza, le evidenze complessive dell'analisi quali-quantitativa devono essere interpretate più come spunti di riflessione sul fenomeno M&A che come evidenze empiriche definitive.

3.2

Casi di studio e *best practice*

Ai fini dello Studio svolto, l'analisi dei casi assume una triplice valenza¹⁴:

- **Descrittiva:** consente di approfondire la descrizione e mappatura del fenomeno M&A, condotta nei precedenti paragrafi;
- **Esplorativa:** apre la strada a possibili "generalizzazioni" dei risultati derivati anche dall'analisi degli impatti, consentendo una rilevazione di fattori costanti e varianti tale da risultare "*grounded*"¹⁵, ossia fondata sull'evidenza empirica rilevata sul campo;
- **Trasferibile:** non prevede *a priori* generalizzazioni statistiche per i risultati che verranno prodotti. In quest'ottica, i *case study* permettono di realizzare un *fine-tuning* sia della mappatura del fenomeno M&A, sia dell'analisi degli impatti sin qui svolte, aprendo il campo alla trasferibilità dei risultati, ossia all'applicazione delle conclusioni ottenute ad altri casi i cui presupposti di partenza sono analoghi a quelli del caso studiato (secondo un processo di analogazione).

Prima di illustrare i *case study* è opportuno, per una migliore comprensione degli stessi, riflettere sulle dimensioni rilevanti del fenomeno M&A Estero su Italia ed i relativi razionali strategici dal lato della domanda e dell'offerta.

3.2.1

Le dimensioni rilevanti delle operazioni di M&A

Con riguardo alle dimensioni rilevanti del fenomeno M&A, occorre sottolineare la natura non solo composita ma anche fortemente interdipendente e multi-livello dei fattori che qualificano le operazioni di M&A, segnandone il successo o, viceversa, incrementandone la complessità di implementazione. In particolare, il fenomeno M&A si caratterizza per una rete articolata di dimensioni tra loro interdipendenti e che assumono rilevanza sia nella fase preliminare all'operazione (*pre-merger*), sia in quella ad essa successiva (*post-merger*)¹⁶. La comprensione di queste dimensioni e del modo in cui sono in grado di determinare il successo o l'insuccesso di un'operazione di M&A richiede quindi una lettura integrata e "olistica" di tutti i fattori significativi con riguardo sia alla fase *pre-merger*, che a quella *post-merger*¹⁷.

¹⁴ Uno studio di casi, infatti, è la storia di fenomeni passati o correnti tratta da fonti multiple; cfr. Eisenhardt, 1989, Yin, 1994.

¹⁵ Barney, Glaser, Strauss, 1967.

¹⁶ Bauer, Matzler, 2014.

¹⁷ Per approfondimenti sulle varie fasi costituenti un'operazione di M&A si faccia riferimento a Paulsen E., Huber C. The Technology M&A Guidebook. JohnWiley and Sons, New York, 2001.

Tra le dimensioni rilevanti a livello *pre-merger*, si segnalano le seguenti:

- Complementarità strategica;
- Complementarità culturale.

Complementarità strategica. La complementarità strategica (*“strategic fit”*) è tra le dimensioni fondamentali di qualsiasi operazione di M&A. Un’elevata complementarità strategica, da intendersi come correlazione tra *business* diversi ma accomunati da stili manageriali, caratteristiche del *top management* e processi organizzativi e amministrativi simili, aumenta il potere di mercato e la produttività dell’impresa *target*¹⁸. Da una prospettiva *“resource-based”*, la complementarità strategica consente infatti di conseguire economie di scala e sinergie di costo basate sul migliore utilizzo delle risorse e capacità esistenti nell’impresa¹⁹. In sostanza, grazie alla presenza, nell’impresa *bidder* e *target*, di caratteristiche distinte ma coerenti e reciprocamente vantaggiose, la complementarità strategica pone le premesse per una creazione di valore derivante non solo da risparmi di costo, ma anche da una crescita del fatturato e della quota di mercato²⁰. Alcune evidenze empiriche mostrano, in particolare, come un incremento dell’1% della complementarità strategica aumenti dello 0,4% la probabilità di successo di un’operazione di M&A²¹.

Complementarità culturale. La complementarità culturale (*“cultural fit”*) rappresenta un fattore di grande importanza per il successo delle operazioni M&A. La cultura organizzativa, interpretabile come *“l’insieme dei significati associati agli aspetti tangibili di un’organizzazione, quali strategie, strutture e prassi di gestione del lavoro”*²² esercita, infatti, un forte impatto su tutti gli aspetti del funzionamento dell’impresa, dalle prassi organizzative agli stili direzionali e di *leadership*, ai processi amministrativi²³, coinvolgendo il sistema di convinzioni (*belief*), valori e principi condivisi dai membri di un’organizzazione²⁴. La complementarità culturale tra *bidder* e *target* influenza quindi il grado di realizzazione di sinergie e il potenziale economico di un’operazione di M&A, riducendo sia la resistenza dell’organizzazione al cambiamento sia i tempi di adattamento al nuovo contesto post-operazione.

Tra le altre dimensioni rilevanti a livello pre-operazione, è possibile citare l’importanza di *“pagare il giusto prezzo”* e la scelta della più adeguata forma di corresponsione del prezzo stesso. Ad esempio, un’acquisizione remunerata attraverso lo scambio di azioni può generare, sotto certe condizioni, più elevate *performance* rispetto ad un’acquisizione pagata *cash* (i.e. con scambio di moneta contro azioni)²⁵.

¹⁸ Cartwright, 2006.

¹⁹ Palich, Cardinal and Miller 2000.

²⁰ Helfat, 1997.

²¹ Cfr. Bauer, Matzler, 2014.

²² Schein, 1985.

²³ Chatterjee et al., 1992.

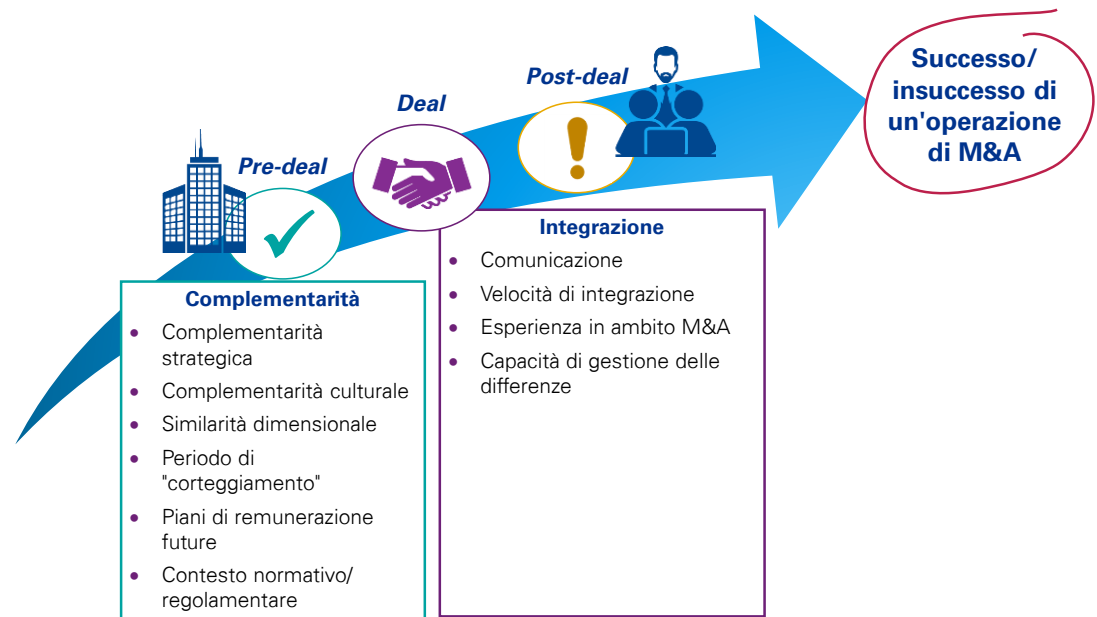
²⁴ Schein, 1985.

²⁵ Howell, 1970, Inkpen et al 2000.

Tra le ulteriori dimensioni rilevanti, rientrano anche i seguenti fattori:

- **Similarità dimensionale** tra le imprese *bidder* e *target*²⁶;
- **Periodo di "corteggiamento"**: periodo conoscitivo preliminare all'operazione, in cui *bidder* e *target* hanno la possibilità di entrare in contatto, incrementare la conoscenza delle reciproche organizzazioni e, per questa via, ridurre il rischio di asimmetria informativa, alimentando la fiducia. In aggiunta, tale periodo può agevolare l'emersione di differenze culturali che potrebbero compromettere le *performance* post operazione;
- **Piani di remunerazione futuri**: la rimodulazione della struttura delle remunerazioni individuali, già prima dell'operazione, può incrementare il livello di motivazione e di orientamento agli obiettivi della nuova entità risultante dall'operazione²⁷;
- **Rilevanza del contesto normativo e regolamentare**: ad esempio, è stato dimostrato che la frequenza delle operazioni di M&A è maggiore del 7,5% in nazioni in cui vige un sistema normativo di *Common law*, piuttosto che di *Civil law*²⁸. Un risultato simile riguarda la presenza di norme che proteggono l'investitore: un incremento dell'1% della protezione dell'azionista aumenterebbe del 4% il numero di operazioni di M&A²⁹.

Figura 20: Overview delle principali dimensioni alla base



Fonte: elaborazioni KPMG sulla base di un'analisi *desk* della letteratura di riferimento.

²⁶ Finkelstein, Haleblan, 2002.

²⁷ Per un più approfondito esame dei principali fattori pre-operazione si veda Gomez et al. 2012.

²⁸ Il *Civil law* rappresenta il modello del diritto generale ed astratto, precostituito all'insorgere del conflitto dove il giudice applica la legge. Viceversa il *Common law*, corrisponde a un ordinamento giuridico in cui il diritto è creato dallo stesso giudice, in relazione ad un conflitto già insorto e sottoposto alla sua decisione.

²⁹ I dati riportati si riferiscono all'analisi condotta da Rossi e Volpin (2004).

A livello *post-merger*, la dimensione fondamentale delle operazioni di M&A è rintracciabile nell'**integrazione**. Con il trasferimento formale della proprietà della *target* e quindi con il perfezionarsi dell'operazione, sorge il dilemma di integrare due realtà distinte, avendo tuttavia cura di preservarne gli elementi distintivi, la reciproca identità. L'integrazione può quindi essere intesa come l'insieme delle modalità con cui è possibile combinare strutture, sistemi e processi di due differenti aziende³⁰. La corretta gestione della fase integrativa è cruciale al fine di garantire il successo dell'operazione. A questo fine, si evidenzia l'importanza dei seguenti elementi:

- **Comunicazione:** sia formale (*e-mail*, documentazione interna) sia informale;
- **Velocità di integrazione:** una efficace integrazione tra organizzazioni con aspetti culturali e orientamenti strategici distinti richiede tempi lunghi di realizzazione, che a volte possono amplificare le incertezze legate al cambiamento;
- **Precedente esperienza nell'ambito di operazioni di M&A:** gli acquirenti più esperti riescono a mettere a frutto l'esperienza accumulata, migliorando le *performance* dell'operazione;
- **Capacità di gestione delle differenze:** il buon successo di un'operazione di M&A risulta spesso legato, piuttosto che ad una mera redistribuzione di ruoli e compiti, alla capacità di preservare le identità di entrambi i *partner* e quindi di evitare processi di "*disacculturation*". Per *disacculturation* si intende una condizione di disintegrazione culturale della società *target* in favore della *bidder*, con conseguente manifestarsi di una situazione di *stress* e di pressione al cambiamento, spesso percepita come perdita di identità.

3.2.2

I razionali

Le operazioni di M&A possono essere intraprese per molteplici obiettivi e moventi. Semplificando molto, è possibile identificare le seguenti macro-categorie di "razionali" o moventi:

- Razionali strategici;
- Razioni economici;
- Razionali finanziari.

³⁰ Caiazza, 2011, p. 104.

Figura 21: Overview dei razionali alla base delle operazioni di M&A



Fonte: elaborazioni KPMG sulla base di un'analisi *desk* della letteratura di riferimento.

Razionali strategici: corrispondono alla ricerca di opportunità di crescita dimensionale del *business*, di un nuovo posizionamento di mercato e/o a esigenze di ri-focalizzazione del *business*; in questo gruppo è possibile anche comprendere il miglioramento del profilo di rischio della società *target* in ipotesi di integrazione verticale e in contesti fortemente competitivi. Soprattutto in un tessuto imprenditoriale come quello italiano, caratterizzato dalla presenza di un numero rilevante di *family business* di piccole e medie dimensioni, le operazioni di M&A rappresentano una valida alternativa strategica alla crescita per linee interne, ostacolata spesso dalla carenza di sufficienti risorse manageriali e finanziarie. In tempi recenti, le piccole e medie imprese italiane (PMI) hanno affrontato un forte processo di selezione, che ha reso evidenti, da un lato, le criticità legate all'elemento dimensionale (e.g. difficoltà di accesso al credito, scarsa patrimonializzazione, complessità del passaggio intergenerazionale), dall'altro le opportunità legate alla crescita esterna e *cross-border*. In quest'ambito, le operazioni di aggregazione rappresentano una risposta alla sfida di ridefinire radicalmente i processi produttivi e organizzativi per conseguire obiettivi strategici di miglioramento della produttività, aumento del fatturato, rafforzamento della capacità di innovazione, espansione in nuovi mercati di sbocco, attrazione di talenti e diversificazione attraverso nuovi prodotti/servizi.³¹ Nel novero dei razionali strategici è possibile includere anche le motivazioni fiscali potenzialmente connesse alle operazioni di M&A. Vantaggi fiscali possono conseguire dal finanziamento delle operazioni attraverso forme di debito comportanti una maggiore deducibilità degli interessi passivi in bilancio, nonché da possibilità di utilizzo delle perdite della società *target* per la riduzione del carico fiscale complessivo della *bidder*.

³¹ KPMG (2016), "European family business barometer", V Ed.

Razionali economici: equivalgono alla ricerca di efficienze sia operative, sia manageriali. Le prime derivano principalmente dal conseguimento di economie di scala e di scopo legate a una migliore allocazione delle risorse, ad un uso più efficace dell'informazione, nonché alla riduzione dei costi di trasporto e transazione. Le efficienze manageriali sono invece ricollegabili all'operare del cosiddetto "mercato del controllo societario", in grado di riallocare il *top management* verso le imprese più "attraenti" in relazione ai *competitor* di settore o sulla base di specifici indici *benchmark*.

Razionali finanziari: risultano identificabili in opportunità di impiego di liquidità in eccesso o politiche di investimento nel capitale proprio. Al movente finanziario è riconducibile anche il perseguimento di politiche di diversificazione degli utili connesse all'acquisizione di imprese operanti in settori al di fuori del *core business* della *bidder*. La diversificazione degli utili consente infatti di limitarne la volatilità, di conseguenza riducendo rischi e costi di controllo³².

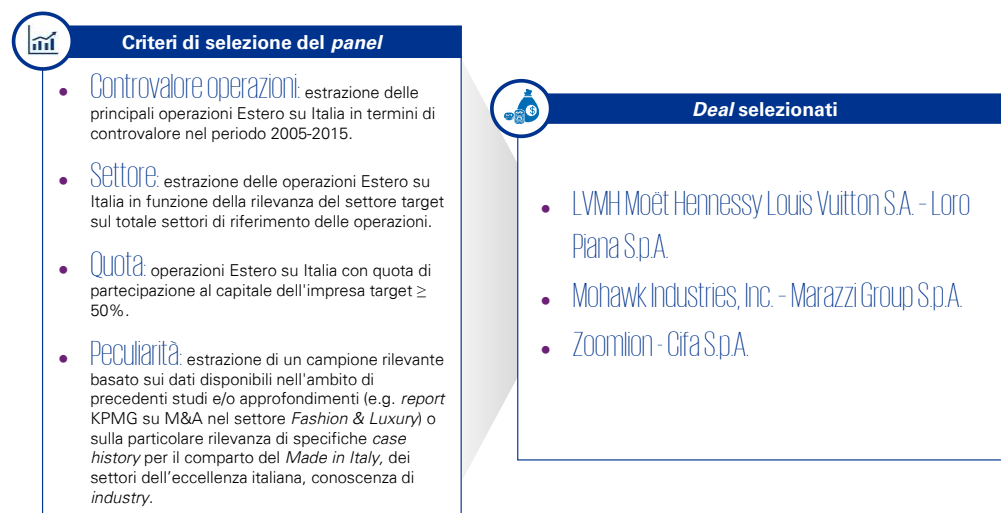
A partire da quanto sin qui osservato con riguardo alle dimensioni rilevanti del fenomeno M&A e ai sottostanti razionali strategici, i paragrafi seguenti presentano specifici casi di interesse, funzionali ad integrare l'analisi quantitativa con informazioni di natura qualitativa.

3.2.3

Il *panel* di operazioni analizzate

Piuttosto che affidarsi ad un campionamento casuale, si è proceduto a definire alcuni criteri, specificati nell'Appendice Metodologica dello Studio e riassunti in Figura 22.

Figura 22: Criteri di selezione del *panel* e *case study* identificati



3.2.4

Case study: schede di sintesi

Di seguito, sono presentate le schede di dettaglio dei singoli *case study* indicati in Figura 22.

³² Romano, A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation, 9, Yale Journal of Regulation 119 (1992).

Scheda 1

Key facts & figures

Bidder: LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton S.A.

Target: Loro Piana S.p.A.

Settore: *Luxury*
(Tessile/Abbigliamento)

Core business: produzione di filati in lana pregiati e di capi di abbigliamento di alta gamma

Quota: 80,0%

Prezzo (equity value): 2,0 €/mld

Data completamento: 5 dicembre 2013

Razionali strategici bidder: sfruttamento di opportunità di crescita e ampliamento dell'offerta del Gruppo

Razionali strategici target: strategia di crescita esterna

LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton S.A. – Loro Piana S.p.A.

Il deal

Il 5 dicembre 2013 è stata completato il processo di acquisizione (iniziato l'8 luglio precedente) dell'80% delle quote di capitale di Loro Piana da parte del gruppo LVMH, multinazionale francese con sede a Parigi e operante nel settore dei beni di lusso con un portafoglio di *brand* di oltre 60 marchi di alta gamma, tra cui Dior, Bulgari e Moët & Chandon, etc). Il prezzo dell'operazione è stato pari a 2 miliardi di euro. Il restante 20% del capitale azionario dell'azienda rimane in capo a Pier Luigi Loro Piana.

La famiglia Loro Piana entra in un gruppo multinazionale ben strutturato, che mostra di poter preservare e far crescere le attività dell'azienda, con il contestuale rispetto della tradizione e dei valori caratteristici. Bernard Arnault, attuale Amministratore Delegato di LVMH, ha visto nell'operazione l'opportunità di generare forti sinergie, grazie alla condivisione di valori di elevata qualità e di una *long term vision* complementare tra le due aziende.

La società bidder

Nata nel 1987 dalla fusione di Louis Vuitton, impresa specializzata negli accessori di moda (fondata nel 1854) e Moët Hennessy (specializzata nei vini e alcolici dal 1971), LVMH è oggi una multinazionale francese attiva nel settore dei beni di lusso, con sede a Parigi. Attualmente controlla circa 60 sussidiarie, ciascuna con un portafoglio di marchi prestigiosi. Il Gruppo LVMH ha diversificato la propria offerta in numerosi mercati: comparto *wine & spirits* (es. Veuve Clicquot, Do'm Perignon), moda (es. Louis Vuitton, Fendi), profumi e cosmetica (es. Christian Dior, Kenzo, Sephora), gioielleria (Bulgari), *retail*.

Il Gruppo è quotato al CAC 40 (Euronext), ha quasi 120.000 dipendenti, di cui il 40% lavora in patria. Azionista unico è Bernard Arnault che controlla LVMH sia direttamente (5%), sia indirettamente tramite la *holding* Christian Dior SE (42%). LVMH da sempre si caratterizza per il collocamento dell'offerta tramite negozi monomarca e *flagship store* (circa 2.400 punti vendita a livello globale) o tramite rivenditori specializzati del comparto *luxury* (ad es. Harrods), preservando così il carattere elitario del marchio e il collocamento *high end* del prodotto.

Scheda 1

LVMH Moët Hennessy
Louis Vuitton S.A. –
Loro Piana S.p.A.

La società target

Piero Loro Piana inizia la propria attività di commercio di lana e tessuti agli inizi del XIX secolo, fondando a Quarona Sesia un'azienda tessile produttrice di tessuti d'alta gamma, denominata Ing. Loro Piana & C. Durante gli anni Settanta, alla conduzione dell'azienda subentrano Sergio e Pierluigi Loro Piana, che ne consolidano la posizione come *leader* mondiale nella produzione di tessuti in lana di alta gamma, sviluppando una rete di 130 negozi nel mondo.

Soprattutto gli anni Ottanta e Novanta dello scorso secolo si caratterizzano per una svolta all'interno delle attività aziendali. Inizia, infatti, una forte espansione all'estero (in modo speciale in Giappone e negli Stati Uniti). L'azienda struttura la propria organizzazione in due principali divisioni: tessile e *luxury goods*. La prima divisione si occupa della produzione di tessuti, filati, stoffe esclusive per interni e arredamenti. Essa è ulteriormente suddivisa in tre unità di *business*: (i) *fabrics* (per la produzione di tessuti pregiati venduti a confezionisti, stilisti e alla divisione *luxury goods*); (ii) *yarn* (per la realizzazione di filati pregiati venduti sia alla suddetta divisione sia a maglifici e stilisti selezionati); (iii) *interiors* (per la tessitura di tessuti esclusivi per l'arredamento). La divisione *luxury good* si occupa invece della creazione, dello sviluppo e della produzione di abbigliamento di alta gamma – servendosi di tessuti esclusivi e preziosi – per uomo, donna e bambino. Il marchio acquista notorietà per la sua devozione alla qualità, le innovazioni nei prodotti tessili, gli *standard* nel *design*, la ricerca delle materie prime e l'artigianalità. Loro Piana utilizza infatti nei suoi prodotti i filati più raffinati al mondo, come il *baby cachemire*, il fior di loto e la lana extrafine di Merino. L'impresa è inoltre specializzata nella lavorazione della vicuna, detta "fibra degli dei", tratta da un animale ancestrale dal pelo sei volte più prezioso del *cachemire*, e di cui Loro Piana contribuisce fortemente alla salvaguardia della specie, investendo nel 2008 con l'acquisto di 2.000 ettari nelle Ande per ripopolare il prezioso animale in estinzione.

Scheda 1

LVMH Moët Hennessy
Louis Vuitton S.A. –
Loro Piana S.p.A.

I razionali strategici

Tra i principali motivi di natura strategica sottostanti all'operazione di acquisizione di Loro Piana da parte di LVMH è possibile evidenziare i seguenti:

- **Sinergie di costo, ricavo e know how:** l'acquisizione apre il campo, sul versante dei costi, a possibili economie di scala derivanti dall'utilizzo congiunto di materie prime pregiate prodotte da Loro Piana nelle produzioni di abbigliamento e accessori realizzate da LVMH. Viceversa, sul versante dei ricavi, il *deal* si qualifica in un'ottica di crescita esterna dell'azienda *target* sui mercati globali (e in particolare in quelli emergenti di Brasile, Russia, India, Cina, Sud Africa, ecc.). Infine, in termini di *know how*, l'operazione presenta opportunità di sfruttamento di capacità e competenze complementari, principalmente identificabili nella possibilità, per Loro Piana, di sfruttare la rete distributiva LVMH, nonché il relativo *know how* negli ambiti della comunicazione (*brand advertising*, pubbliche relazioni, ecc.) e della lavorazione di materiale pregiato laniero.
- **Ricerca di una *brand reputation* globale:** l'ingresso di Loro Piana all'interno del Gruppo LVMH è anche finalizzata ad agevolare il passaggio dell'azienda da una gestione tipicamente familiare ad un'organizzazione strutturata e altamente internazionale.
- **Crescita del portafoglio marchi di LVMH:** dal punto di vista della *bidder*, l'acquisizione di Loro Piana permette al gruppo LVMH di ampliare il portafoglio *brand* gestiti, entrando in un segmento ancora poco esplorato, quello dei tessuti in *cashmere* e degli abiti sartoriali maschili. L'acquisizione consente inoltre di rafforzare l'offerta del Gruppo, inserendo al suo interno un marchio con una solida identità, esclusività, cultura e reputazione.

Scheda 2

Key facts & figures

Bidder: Mohawk Industries, Inc.

Target: Marazzi Group S.p.A.

Settore: Piastrelle di ceramica
(Diversified industrials)

Core business: design e produzione di piastrelle in ceramica e gres

Quota: 100,0%

Prezzo (enterprise value): 1,5 \$/mld

Data completamento: 3 aprile 2013

Razionali strategici bidder: acquisizione di una posizione di *leadership* sul mercato globale nel settore delle piastrelle di ceramica

Razionali strategici target: strategia di crescita esterna

Mohawk Industries Inc. – Marazzi Group S.p.A.

Il deal

Il 3 aprile 2013 si è perfezionata l'operazione di acquisizione, da parte di Mohawk Industries Inc. e per un controvalore complessivo pari a circa \$1,5 miliardi, del 100% di Fintiles S.p.A., controllante di Marazzi Group S.p.A., precedentemente di proprietà della famiglia Marazzi e dei fondi Permira e Private Equity Partners.

Marazzi - 858 milioni di Euro di fatturato consolidato e oltre 6000 dipendenti nel 2012 - è azienda *leader* nel *design*, produzione e commercializzazione di piastrelle di ceramica, con stabilimenti produttivi in Italia, Spagna, Russia e Stati Uniti, vendite in oltre 100 paesi e un *brand* globalmente riconosciuto. L'acquisizione di Marazzi rientra nella più ampia strategia di espansione di Mohawk, colosso nel settore del *flooring* con sede in Georgia, che include investimenti recenti in Australia, Brasile, Cina, Messico. Attraverso l'operazione, Mohawk punta a consolidare la propria *leadership* internazionale nel comparto del *flooring hard e soft*, diventando leader globale nelle piastrelle di ceramica.

Per Jeff Lorberbaum, presidente e CEO di Mohawk Inc., "questa acquisizione è un ulteriore passo in avanti nell'espansione a livello globale del business di Mohawk. Abbiamo molte opportunità di migliorare i risultati facendo leva sulle *best practice*, l'*expertise* operativa, l'innovazione di prodotto e gli *asset* produttivi".

Per l'AD di Marazzi Group Mauro Vandini, trent'anni di esperienza nelle operazioni internazionali di Marazzi, rientrato alla guida dell'azienda con l'acquisizione, l'operazione "permette di accelerare il percorso di crescita forti non solo delle nuove dimensioni di Gruppo ma anche della *leadership* in termini di stile, capacità di innovazione e posizionamento di marchio".

La società bidder

Mohawk Industries Inc. è una multinazionale statunitense attiva nei settori dei rivestimenti per edilizia residenziale e commerciale, moquette, piastrelle ceramiche, laminati, legno e vinili. Il Gruppo opera a livello internazionale con una presenza diretta in Nord America, Australia, Brasile, Cina, Europa, Messico e Russia. I brand in portafoglio includono, oltre a Mohawk, Karastan, Lees, Bigelow, Durkan, Mohawk Home, Daltile, American Olean, Unilin and Quick-Step.

Mohawk è quotata sul NYSE, con una capitalizzazione di mercato pari a ca. 15 €/mld (dati a settembre 2016).

Scheda 2

Mohawk Industries Inc. –
Marazzi Group S.p.A.

La società target

Marazzi Group è il *leader* mondiale nel *design*, produzione e commercializzazione di piastrelle di ceramica e gres per pavimenti e rivestimenti, con oltre 14.500 punti di vendita in più di 130 Paesi, e una produzione, al momento dell'acquisizione, di oltre 100 milioni di metri quadrati di piastrelle di ceramica. L'offerta e la gamma dei prodotti del Gruppo spazia dalle piastrelle in Grès Porcellanato e Monocottura al Glass Mosaic, dai pavimenti sospesi alle pareti ventilate.

Marazzi Ceramiche nasce nel 1935 a Sassuolo, in provincia di Modena, all'interno di un distretto attivo già dal XVII secolo nella lavorazione artigianale della terracotta. Nel secondo dopoguerra, il Gruppo conosce un primo significativo ampliamento, in termini di dimensioni e di meccanizzazione del processo produttivo, grazie a importanti investimenti in nuove tecnologie, quali i "forni a tunnel", e alla ricerca di soluzioni estetiche innovative per quei tempi. Il potenziamento della produzione consente alla Società di far fronte ad una crescente domanda di piastrelle ceramiche nel periodo della ricostruzione post- bellica.

Gli anni '70 rappresentano una tappa fondamentale per la crescita della Società, grazie ad una pianificazione aziendale di più ampio respiro e, soprattutto, ad un radicale rinnovamento tecnologico, che porta l'azienda a sviluppare il brevetto del "processo della Monocottura rapida", destinato a rivoluzionare la produzione di piastrelle ceramiche e a divenire il metodo produttivo più diffuso a livello mondiale.

A partire dagli anni '80, Filippo Marazzi avvia il processo di internazionalizzazione del Gruppo con la realizzazione in Spagna e in Usa delle strutture produttive della Marazzi Iberia e dell'American Marazzi Tile. Negli anni seguenti, Marazzi consolida la propria leadership di settore attraverso investimenti diretti e acquisizioni in Italia e all'estero, tra cui il Gruppo Welor Kerama, con cui diventa leader di mercato in Russia, e aprendo il capitale a fondi di investimento.

Scheda 2

Mohawk Industries Inc. –
Marazzi Group S.p.A.

I razionali strategici

Il caso Marazzi presenta numerosi aspetti di rilievo sia con riguardo alle dinamiche del Gruppo, sia a quelle più generali dell'industria di riferimento. L'operazione ha generato opportunità di crescita sia per Marazzi che per Mohawk che, come gruppo, diventano l'operatore *leader* della ceramica e del *flooring* a livello globale. Per Marazzi, forte in Europa, leader di mercato in Russia, Italia e Francia, secondo operatore negli Stati Uniti, al momento del deal guidata dalla terza generazione della famiglia Marazzi, entrare a far parte di un gruppo più grande, con una capacità operativa altamente complementare, ha rappresentato l'opportunità di assicurare un futuro di ulteriore crescita industriale e sviluppo internazionale all'azienda.

Con riguardo ai razionali strategici più direttamente riconducibili alle società *bidder* e *target*, si segnalano, tra gli altri, i seguenti elementi:

- **Ricerca di opportunità di crescita esterna:** per Marazzi, l'operazione è la risultante di una strategia di crescita volta a consolidare la propria *leadership* mondiale nel settore delle piastrelle ceramiche, incrementare il profilo di eccellenza dell'offerta nel *design*, nella qualità del prodotto e nel servizio.
- **Rafforzamento del posizionamento nel segmento ceramico:** dal punto di vista della *bidder*, già primo operatore ceramico negli Stati Uniti, l'operazione permette di espandere la distribuzione in Nord America, servire direttamente i mercati attraverso una presenza mondiale, distribuire le migliori innovazioni e le tendenze del design a tutti i business ceramici nel mondo.
- **Sinergie di know how:** dal punto di vista della *bidder*, l'operazione offre opportunità di sinergie derivabili dalla condivisione di *know how*, dall'incontro di due eccellenze, facendo leva sulle best practice, l'expertise operativa, l'innovazione di prodotto e gli asset produttivi.

Scheda 3

Key facts & figures

Bidder: Zoomlion

Target: Cifa S.p.A.

Settore: Macchinari per edilizia
(Costruzioni/Engineering)

Core business: macchinari da costruzione

Quota: 100,0%

Prezzo (equity value): 511,0 €/mln

Data completamento: 2008

Razionali strategici bidder:
espansione in *business*
complementari

Razionali strategici target:
strategia di crescita esterna e
rafforzamento sul mercato
globale

Zoomlion – Cifa S.p.A.

Il deal

Nel settembre 2008, la cordata capitanata dal colosso cinese dei macchinari edilizi, Zoomlion acquisisce per ca. 500 €/mln dal fondo di *private equity* Magenta il 100% di Cifa S.p.A., società attiva nel settore di macchinari per il calcestruzzo. Al fianco di Zoomlion, società quotata alla Borsa di Shenzhen ci sono diversi investitori finanziari: il *private equity* cinese Hony Capital, Goldman Sachs e il fondo Mandarin capital partners, nato su iniziativa di Intesa SanPaolo e partecipato da primarie banche della Repubblica Popolare Cinese.

Il fondo Magenta aveva rilevato il 50,7% di Cifa nel luglio del 2006, mentre il fondo di *private equity* Alpha e Banca Intesa avevano acquisito una quota pari al 10,0% ciascuno. L'investimento in Cifa è realizzato da Magenta attraverso il suo fondo di *buyout* lanciato nel 2006. Per l'epoca, l'operazione rappresenta la principale transazione, in termini di valore, realizzata da un operatore cinese. L'entità risultante impiega ca. 14.000 dipendenti, di cui ca. 1.000 localizzati in Italia e i rimanenti nel resto del mondo. La rete distributiva post acquisizione copre i mercati di Cina, Europa Occidentale e Orientale, Sud-Est asiatico, Medio-Oriente, Africa e Russia.

La società bidder

Zoomlion, con sede a Chagsan, è l'azienda *leader* del mercato cinese, attiva nella produzione di macchinari per l'edilizia. L'offerta include oltre 100 prodotti tra macchine per l'edilizia e dispositivi sanitari. La Società è quotata alla Borsa di Shanghai.

Zoomlion punta sull'Italia come parte integrante della propria strategia di crescita su mercati esteri, con investimenti nell'industria macchine edili ma anche negli ambiti dell'ingegneria meccanica, dell'industria ambientale, delle macchine agricole e dei servizi finanziari.

Nel processo di internazionalizzazione di Zoomlion, l'Italia ha quindi un significato importante. Nel 2008, Zoomlion Italia attraverso l'acquisizione di Cifa, diventa *leader* mondiale nel comparto dei macchinari per il calcestruzzo.

Scheda 3

Zoomlion – Cifa S.p.A.

La società target

Cifa (Compagnia Italiana Forme Acciaio) S.p.A. è un'azienda che dal 1928, progetta, produce e distribuisce un'ampia gamma di prodotti nel settore delle costruzioni, funzionali alla produzione, al trasporto e alla posa del calcestruzzo. Particolarmente importanti sono state le dinamiche evolutive nel secondo dopoguerra che hanno inciso sullo sviluppo dell'azienda, quando l'impiego del calcestruzzo è stato tra gli elementi fondamentali della ricostruzione in tutta Europa. Gli anni compresi tra il 1947 e il 1950, infatti, consentono a Cifa di sviluppare appieno l'attività industriale con la realizzazione di dighe in calcestruzzo per rispondere alle emergenti necessità energetiche civili e industriali.

La Società ha sede a Senago, che dal 2002 ospita e coordina tutte le funzioni di direzione, vendita, ricerca, progettazione, costruzione e *marketing*. A Senago, oltre alla sede operativa, sono presenti anche le unità produttive delle Pompe Autocarrate, Pompe Carrellate e di prodotti per applicazioni Underground (Casseforme e Spritz Beton), che si sviluppano su 55.000 metri quadrati di superficie totale. Una storia quella di Cifa, che parte con la famiglia Ausenda e che attraversa varie epoche e passaggi di mano fino all'acquisizione da parte di Zoomlion nel 2008. All'epoca dell'operazione, Cifa registra ricavi per ca. 300 €/mln e una quota di mercato particolarmente forte nell'Europa Occidentale e nei mercati emergenti di Russia e Bulgaria.

Scheda 3

Zoomlion – Cifa S.p.A.

I razionali strategici

Il caso Cifa testimonia l'interesse a sviluppare rapporti imprenditoriali tra l'Italia e la Cina. In aggiunta, il caso evidenzia i seguenti razionali strategici:

- **Sfruttamento di *skill* complementari e interdipendenze settoriali:** per entrambe le società *partner*, l'operazione è motivata da opportunità di sfruttamento di risorse e *know how* complementari. Infatti, con l'integrazione tra Cifa e Divisione Macchinari Concrete di Zoomlion, l'entità risultante dall'operazione può beneficiare della condivisione del *know how* tecnico e manageriale delle due aziende di partenza, puntando a conseguire significative sinergie negli ambiti della Ricerca e Sviluppo, produzione, logistica e rete di vendita.
- **Integrazione del personale:** l'acquisizione punta a sfruttare non solo sinergie di processo, ma anche in termini di gestione della risorsa umana, lasciando inalterata la struttura manageriale di Cifa.
- **Continuità del *brand*:** ciascuna società mantiene il proprio *brand*, pur condividendo gli *standard* di produzione.
- **Internazionalizzazione e posizionamento globale:** l'operazione potrebbe consentire un incremento sia della copertura geografica dei due gruppi, sia del portafoglio prodotti, il cui collocamento può peraltro contare su una rete di vendita e assistenza in rapida espansione.

3.3

Gli impatti sul Sistema Paese

3.3.1

Analisi degli impatti sui principali aggregati macroeconomici

A livello macro, sono stati misurati gli effetti dei flussi di M&A Estero su Italia sullo sviluppo dell'economia sulla base anche dell'andamento dei principali aggregati macroeconomici (i.e. crescita del PIL, della spesa pubblica e dei consumi privati, effetti sull'occupazione). Con riguardo agli impatti macro, la teoria economica ha sottolineato la presenza di molteplici effetti delle operazioni di M&A in ingresso sull'economia reale delle nazioni ospitanti, che passa anche attraverso le esternalità positive generate sulle imprese *target*, tra cui:

- **Accumulazione di capitale:** i flussi di M&A possono incrementare la crescita economica incoraggiando l'immissione di nuovi input e nuove tecnologie nel processo produttivo della nazione ospitante.
- **Aumento della produttività del lavoro e trasferimento di conoscenza:** le operazioni di M&A possono avere l'effetto di incrementare, non solo lo *stock* di capitale, ma anche di conoscenza della nazione ospitante attraverso l'incremento della produttività del lavoro, l'acquisizione di nuove *skill* e l'introduzione di prassi gestionali e configurazioni organizzative alternative a quelle in essere.

A livello empirico, la letteratura però riporta evidenze contrastanti in termini di impatto (positivo o negativo) dei flussi di M&A in entrata sulla crescita³³. In questo contesto, al fine di stimare i potenziali impatti macroeconomici dei flussi di M&A in entrata nei Paesi ospitanti, è stato implementato un modello econometrico di regressione OLS su dati *panel* e *cross-country*, relativi al controvalore dei flussi di M&A in ingresso verso 37 nazioni *target* per il periodo 2009-2015 (per il quale si disponeva di dati sufficienti allo svolgimento delle analisi). Il modello è stato stimato considerando come variabile dipendente la crescita del PIL nazionale e come predittore la crescita del controvalore dei flussi di M&A in ingresso, in ciascuna nazione, nel periodo considerato, oltre a specifiche variabili di controllo. La relazione tra crescita del PIL e crescita del controvalore dei flussi di M&A è stata corroborata utilizzando in particolare, come variabili di controllo, la crescita dei consumi privati, della spesa pubblica, della produttività del lavoro e della disoccupazione, nonché variabili *dummy* relative all'Italia e agli altri Paesi europei/non europei inclusi nel *panel*. Al fine di isolare effetti *country specific*, la stima è stata replicata con specifico *focus* sull'Italia, impiegando lo stesso modello di regressione OLS applicato al *panel* complessivo *cross-country*. Per maggiori dettagli sull'estrazione del *panel*, si rinvia all'Appendice Metodologica dello Studio.

L'analisi econometrica, condotta su tutti i Paesi, evidenzia un impatto positivo del controvalore dei flussi di M&A sul PIL dell'economia ospitante, che necessita però di essere interpretato con riferimento a due principali categorie di impatti:

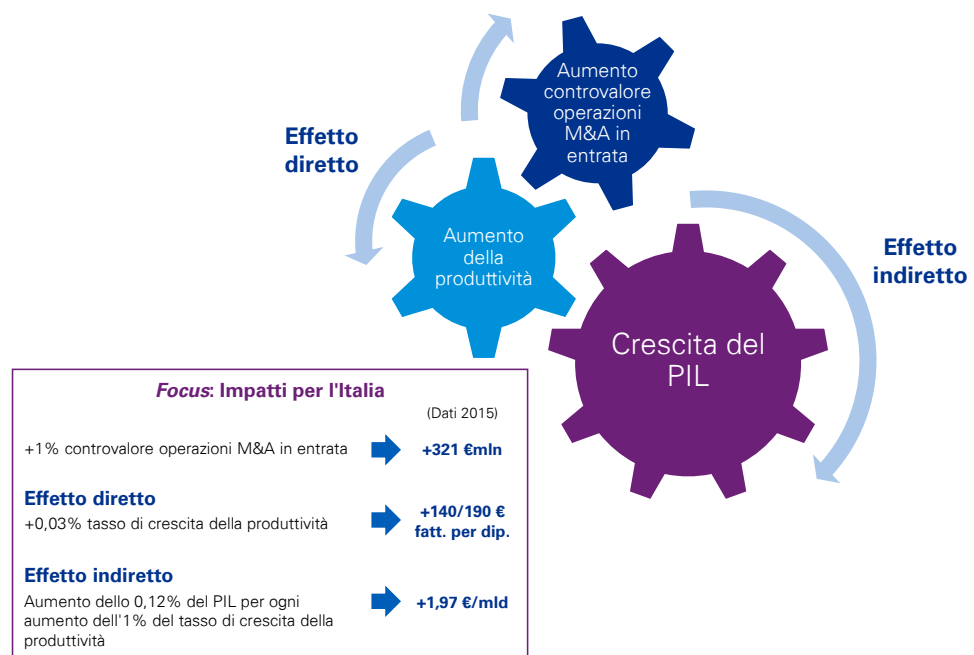
- **Impatti diretti sul PIL:** la stima degli impatti diretti della crescita dei flussi di controvalore M&A sul PIL della nazione ospitante non risulta significativa, sia pure controllando per gli effetti dei principali aggregati macroeconomici strutturali (consumi privati, spesa pubblica, tasso di disoccupazione) e per gli

³³ Cfr. Neto et al (2010).

effetti di variabili *country-specific* legate all'Italia (e ad altri Paesi europei/non europei).

- **Impatti indiretti sul PIL attraverso la crescita della produttività del lavoro:** per tutti i Paesi in perimetro di analisi, inclusa l'Italia, le stime mostrano invece un significativo impatto indiretto positivo sul PIL, che si esprime, ancora una volta, attraverso il combinato disposto dell'effetto positivo della crescita dei flussi di M&A sulla produttività del lavoro e, attraverso questa, sulla crescita del PIL.

Figura 23: effetti diretti e indiretti delle operazioni di M&A su produttività del lavoro e PIL della nazione *target*



Fonte: elaborazioni KPMG su dati UNCTAD e *Economist Intelligence Unit*, estratti a ottobre 2016.

In sintesi, sul versante macro-economico, i risultati dell'analisi svolta evidenziano come le operazioni di M&A (considerate sulla base del controvalore) abbiano un effetto lieve ma positivo sulla crescita economica di un Paese che passa attraverso l'aumento della produttività media del lavoro (come illustrato dalla Figura 23).

Applicando il modello econometrico di regressione OLS all'economia italiana si stima che, in Italia nel 2015, se si ipotizza in via esemplificativa un aumento dell'1% dei flussi di M&A (pari a ca. 321 €/mln), questo comporti una crescita del tasso di produttività dell'impresa oggetto di M&A (equivalente ad un incremento del fatturato per dipendente compreso tra 140€ e 190€). L'effetto "finale" sul PIL deriverebbe quindi dall'impatto indiretto della produttività sul PIL, con un aumento pari allo 0,12% del PIL (pari a 1,97 €/mld).

In sintesi, sul versante macro-economico, i risultati dell'analisi svolta evidenziano, da un lato, la difficoltà di valutare, nel breve periodo, gli effetti potenzialmente positivi delle operazioni di M&A sull'economia della nazione ospitante, da cui consegue la necessità di interpretare tali effetti in un'ottica di più lungo periodo, coerente con le dinamiche di crescita del PIL nazionale. Dall'altro lato, guardando al medio periodo, l'analisi rivela un lieve effetto positivo della crescita del controvalore complessivo dei *deal* sul PIL della nazione *target*, effetto che passa attraverso la crescita indotta nella produttività del lavoro e quindi nell'accumulazione di capitale umano della nazione ospitante.

4

Considerazioni conclusive

4.1

Costanti e varianti: spunti di riflessione

L'obiettivo di questa sezione conclusiva è quello di elaborare una sintesi delle evidenze emerse, così come descritte nelle sezioni precedenti e fornire degli spunti di riflessione ai principali *stakeholders*. Integrando le informazioni qualitative derivanti dallo studio dei *case studies* e dall'analisi *desk* di letteratura e *best practice*, con le evidenze quantitative delle stime econometriche e dell'analisi dei principali *trend* relativi alle operazioni di M&A estero su Italia 2005-2015, è possibile identificare le seguenti costanti/varianti con riguardo sia alle *performance* delle imprese *target*, sia all'economia del complessivo Sistema Paese.

Figura 24: Costanti e varianti del fenomeno M&A



Fonte: elaborazioni KPMG.

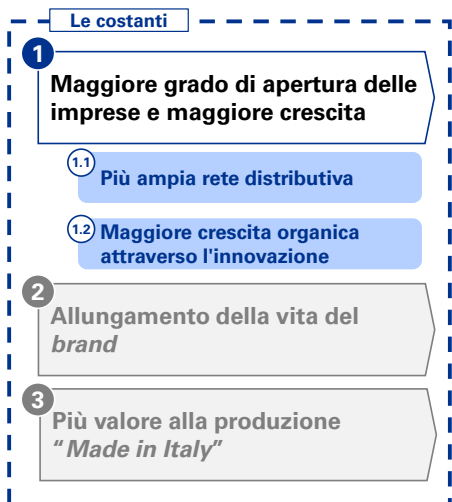
4.1.1

Le costanti

Tra i fattori definibili come "costanti" per le imprese *target* di operazioni di M&A in quanto indipendenti, ad esempio, dalla dimensione delle stesse in termini di fatturato e numero di addetti, dal settore di appartenenza e dal *business model* prescelto, rientrano i seguenti:

- Maggiore grado di apertura delle imprese e maggiore crescita;
- Allungamento della vita del *brand*;
- Più valore alla produzione "Made in Italy".

Figura 26: Componenti della costante "Maggiore grado di apertura delle imprese e maggiore crescita"



Fonte: elaborazioni KPMG.

Maggiore grado di apertura delle imprese e maggiore crescita: i casi di acquisizione considerati, così come le evidenze quantitative risultanti dall'analisi descrittiva ed econometrica confermano il ruolo di primo piano svolto dalle operazioni di M&A nel supportare l'apertura delle imprese italiane verso i mercati internazionali e consentire loro di realizzare il "salto" dimensionale. Gli incrementi registrati, per le imprese del campione, su tutte le dimensioni della crescita prese in considerazione (economia, dimensionale e della produttività) offrono una base sufficiente a giustificare anche empiricamente gli impatti positivi delle operazioni di M&A sulla crescita delle imprese *target*. L'analisi dei case *study* aiuta poi a interpretare l'origine di questi impatti, da ricercarsi principalmente nell'accesso a nuovi mercati e a reti distributive più estese. Da questo punto di vista l'ingresso degli investitori esteri nel capitale delle imprese italiane può essere visto con favore presupponendo la possibilità di sfruttare nuove leve operative e logistiche che accrescono le opportunità di "go-to-market" delle imprese italiane e ne ampliano la capacità di proiezione e di presidio su mercati prima non coperti. In sostanza, non solo l'impresa acquisita dall'investitore estero cresce di più dei suoi concorrenti, ma soprattutto migliora la sua capacità di fare *business* grazie all'ampliamento dei mercati di riferimento, all'utilizzo di nuove risorse tangibili e intangibili (incluso l'accesso a nuove fonti di conoscenza critica per sostenerne il potenziale di sviluppo e di innovazione) e allo sviluppo di una visione strategica di medio-lungo termine.

Figura 25: Componenti della costante "Allungamento della vita del brand"



Fonte: elaborazioni KPMG.

Allungamento della vita del brand: l'esperienza di casi come, ad esempio, alcuni tra quelli riportati nella sezione 3 dello Studio, rende evidente la centralità del *brand value* nell'ambito delle operazioni di M&A. L'impresa ha un valore di avviamento che è funzione della sua notorietà e del suo marchio, un valore intrinseco spesso slegato dalle *performance* economico-finanziarie. Sotto questo profilo, le operazioni di M&A risultano costantemente motivate, tra gli altri fattori, dalla volontà dell'impresa *target*, specie se in difficoltà, di assicurare stabilità, longevità e crescita internazionale del *brand*. L'integrazione in un grande gruppo estero, grazie anche alla liquidità e potenza finanziaria rese disponibili, può offrire ai *brand* italiani la possibilità di conseguire importanti vantaggi in termini di rilancio/stabilità del valore del *brand* nei nuovi scenari della competizione globale. Le operazioni di M&A contribuiscono a sviluppare il posizionamento del *brand* dell'impresa italiana acquisita su scala internazionale con ricadute positive anche sull'indotto occupazionale italiano. In aggiunta, se efficacemente gestita, l'integrazione apre il campo a possibili economie di scala nella gestione dei diversi *brand* legate, ad esempio, alla gestione al tempo stesso congiunta (ma personalizzata) di campagne di *marketing*, packaging o componentistica comune ai vari *brand*. Senza dimenticare, ovviamente, i casi di insuccesso dei *deal*, il bilancio complessivo delle operazioni di M&A, supportato dalle evidenze rilevate sui *trend* di occupazione e produttività delle imprese in perimetro di analisi, sembra essere comunque positivo, anche in considerazione del circolo virtuoso attivabile attraverso le sinergie conseguibili con gli altri *brand* in portafoglio dell'investitore estero, spesso riflesse nei maggiori multipli di mercato pagati per le transazioni.

Figura 27: Componenti della costante "Più valore alla produzione "Made in Italy"



Fonte: elaborazioni KPMG.

Più valore alla produzione "Made in Italy": un terzo fattore costante, di significativo rilievo nella valutazione di razionali e implicazioni delle operazioni di M&A, riguarda la tendenza a preservare i valori identitari dell'impresa *target* nella gestione della fase *post* acquisizione. Se è vero infatti, che, da un lato, nell'ottica della società *target*, le operazioni di M&A sono intraprese per garantire la longevità del *brand*, è altrettanto vero, dall'altro, che le imprese italiane oggetto di acquisizione sono in grado di rafforzare il portafoglio del *bidder* estero grazie alla forza del *Made in Italy* che richiama, su scala globale, caratteristiche di qualità, esclusività, *design*, artigianalità e *lifestyle* (effetto "Made in Italy"). Il *Made in Italy* ha un valore intrinseco estremamente significativo che rappresenta senz'altro una costante in tutte le operazioni aventi ad oggetto marchi storici italiani nei settori, ad esempio, della moda e dei beni di lusso, che si contraddistinguono per una unicità e un *know how* difficilmente imitabile. Ciò spiega la tendenza, da parte degli investitori esteri, a concedere libertà operativa e indipendenza gestionale alle imprese acquisite, che può tradursi nel miglioramento, riscontrato a livello empirico in questo Studio, in termini di indicatori di produttività sia a livello micro che, nel medio-lungo periodo, macro-economico.

4.1.2

Le varianti

Tra i fattori definibili come "varianti" per le imprese *target* di operazioni di M&A in quanto dipendenti, ad esempio, da caratteristiche sia *firm-specific* (i.e. intrinseche alle singole imprese) sia relative al contesto macro di riferimento è possibile citare i seguenti fattori:

- Diversi investitori, differenti assetti di *governance*;
- Più facile ricapitalizzazione dell'impresa *target*;
- Gestione eterogenea del passaggio generazionale.

Figura 28: Componenti della variante "Diversi investitori, differenti assetti di *governance*"



Fonte: elaborazioni KPMG.

Diversi investitori, differenti assetti di *governance*: se, da un lato, cresce la quota degli investimenti esteri in Italia, con riguardo ancora solo ad alcune operazioni di M&A ma non ancora alla totalità iniziano ad affacciarsi sul mercato nuove figure di investitori, tra cui fondi di *private equity* e fondi sovrani. I nuovi investitori apportano all'impresa *target* non solo capitali e opportunità di apertura al mercato del relativo Paese, ma anche competenze manageriali talvolta carenti nella *target* e *skill* funzionali all'innovazione di prodotto e di processo. Non possono essere, però, trascurate le differenze esistenti tra le nuove figure di investitori, con potenziali impatti differenti sulla gestione e quindi sulle *performance* dell'impresa acquisita. Ad esempio, laddove i fondi di *private equity* tendenzialmente prestano maggiore attenzione alle dinamiche economico-finanziarie passate e prospettive dell'impresa acquisita, i fondi sovrani mostrano spesso un maggior interesse verso il valore intrinseco del *brand* e quindi, potenzialmente, un orientamento più forte al rispetto dell'autonomia dell'impresa acquisita e un orientamento a più lungo termine. In aggiunta, l'intervento dei fondi può, in alcuni casi, supportare la definizione di rapporti equilibrati tra nuovi azionisti (rispettosi dell'autonomia dell'impresa acquisita) e *top management*, gettando le basi per lo sviluppo del *business*. Queste dinamiche presentano ad

Figura 29: Componenti della variante "Ricapitalizzazione dell'impresa target come fattore di successo"



Fonte: elaborazioni KPMG.

Figura 30: Componenti della variante "Gestione eterogenea del passaggio generazionale"



Fonte: elaborazioni KPMG.

oggi caratteri ancora fortemente differenziati da operazione a operazione, con implicazioni scarsamente valutabili nel breve termine e senza tenere conto peraltro delle dinamiche aggregative che potrebbero interessare le nuove figure di investitori, portando ad esempio alla nascita di gruppi di tipo consortile e multinazionale tra investitori di Paesi diversi.

Ricapitalizzazione dell'impresa target come fattore di successo:

tra le varianti rientra anche l'esigenza di ricapitalizzazione dell'impresa target che può configurarsi come movente principale dell'ingresso di un investitore estero nel capitale dell'impresa italiana. In alcuni casi, l'investitore estero (o un fondo di *private equity*) rappresenta il *partner* che entra nell'impresa italiana con quote di minoranza e integra il capitale di debito apportato dalle banche, contribuendo a ricapitalizzare le imprese in accordo con gli istituti di credito. Si tratta di schemi applicabili con effetti variabili ma potenzialmente di successo in un contesto come quello italiano caratterizzato dal *credit crunch* e da un tessuto industriale di piccole e medie imprese, le cui dimensioni spesso rappresentano un limite al raggiungimento di quella massa critica necessaria a fronteggiare la carenza di credito ed a competere con successo in un mercato globale. Nell'ottica quindi delle potenzialità di ricapitalizzazione della target, le operazioni di M&A possono svolgere un ruolo importante a supporto dei processi di crescita e di internazionalizzazione delle imprese italiane. L'internazionalizzazione si fa con l'*equity*, non con il debito. Ecco allora che a sostenere questi processi possono entrare in gioco gli investitori esteri portatori di capitale di rischio ma anche, in alcuni casi, di atteggiamento complessivo e di cultura d'impresa.

Gestione eterogenea del passaggio generazionale: rispetto ad altri contesti nazionali, le operazioni di acquisizione di imprese italiane presentano differenze legate anche alla radice culturale relativa ai modelli chiusi di proprietà dell'impresa italiana. Soprattutto l'analisi dei *case study* mette in evidenza la complessità e delicatezza del tema degli assetti di *governance* e delle relazioni tra proprietà e *management* nell'ambito delle operazioni di M&A. Le aggregazioni si caratterizzano per un'intrinseca complessità in Italia in considerazione della logica tipica dell'azienda familiare. L'apertura dell'impresa al socio estero può scontare il rischio che si sviluppino forme di conflittualità che possono compromettere il processo di integrazione necessario al successo dell'operazione e alla realizzazione delle sinergie previste. Non infrequentemente, si rileva un *gap* potenziale tra livello di identificazione dell'imprenditore con la sua impresa e logiche di gestione portate dal nuovo *management*, a volte più orientate al breve termine. Con effetti eterogeni a seconda delle dimensioni dell'impresa target, della cultura prevalente (di tipo commerciale e di prodotto o di processo), dei bisogni di innovazione dell'impresa, l'esito del *deal* e l'agevolazione del passaggio generazionale possono dipendere dall'innesto di un *management* preparato e, più generalmente, da un livello superiore di managerialità capace di gestire efficacemente le fasi complesse del processo di integrazione.

Anche alla luce dell'approfondimento condotto, sul versante qualitativo, attraverso i *case study*, le evidenze quantitative ottenute in questo Studio suggeriscono, quindi, di **allargare lo sguardo** oltre l'orizzonte ristretto e di breve periodo di singoli casi di acquisizione "forzata" da situazioni di crisi d'impresa o, viceversa, di difficoltà nell'acquisizione di imprese in buona salute ricollegabili a divergenze di interessi tra acquirente e *target*. La mappatura del fenomeno M&A e i risultati delle stime econometriche disegnano una "*big picture*" differente, che valorizza, piuttosto che penalizzare, le imprese acquisite in funzione di una serie di fattori sia *firm-specific*, sia di contesto, raggruppabili nelle due macro-categorie delle "**costanti e varianti**" **relative al fenomeno M&A**.

4.2

Policy e raccomandazioni

I risultati delle analisi esposti nelle diverse sezioni di questo Studio consentono, infine, di formulare "*take-home points*" che i principali *stakeholders*, in primis *policy makers* ed imprenditori, possano utilizzare per alimentare la discussione intorno ai temi ed alle implicazioni dell'apertura dei capitali esteri verso l'Italia. In particolare, tre aspetti fondamentali emergono su tre diversi livelli: il mercato, la *policy*, l'apertura delle imprese (Figura 31).

Figura 31: *Overview* delle osservazioni conclusive: mercato, *policy*, apertura delle imprese



Fonte: elaborazioni KPMG.

1 Il Mercato - M&A E/I: un falso problema

L'evidenza discussa in questo Studio mostra come, sotto diversi aspetti, le operazioni di M&A abbiano impatti di segno comunque positivo sia sulle imprese oggetto di operazioni, sia sull'economia più in generale, seppur di una grandezza relativamente limitata. Pertanto, se le operazioni di M&A E/I fossero più numerose e/o l'entità dei flussi fosse maggiore, allora ci aspetteremmo un impatto tanto più rilevante e ancor più positivo. Sotto questo profilo, se ne deduce che la libera circolazione dei capitali non costituisce un "problema" da gestire, quanto piuttosto un'opportunità per la crescita delle *performance* delle imprese *target* e dell'economia del Sistema Paese;

2 La Policy – Strumenti per facilitare

Le evidenze emerse dallo Studio dimostrano, quindi, come il fenomeno dell'M&A E/I rappresenti una chiara opportunità per l'impresa. Il fenomeno mostra infatti un chiaro *trend* di crescita "naturale" e costante nel corso del tempo. Tuttavia, se da un lato non emerge la necessità di interventi correttivi per la protezione delle attività di M&A in Italia da parte di investitori esteri; dall'altro appare opportuno che il *policy maker*, inserendosi come uno dei principali *stakeholder* delle imprese, implementi strumenti che possano favorire, facilitare e accelerare l'apertura delle imprese italiane verso l'ingresso di capitali e *partner* esteri, stimolando così il mondo imprenditoriale ad intraprendere l'M&A come strumento di crescita;

3 L'apertura delle imprese - Come accelerare la crescita

Al contempo, come emerso dall'analisi e dall'esperienza empirica (in parte riportata in questo Studio nella sezione di analisi dei Casi Studio), occorre che l'imprenditore che stia valutando di intraprendere un'operazione di M&A E/I abbia piena consapevolezza di quelli che sono gli "ingredienti" fondamentali per il successo di esperienze di M&A Estero su Italia. Aumentare la consapevolezza dei presupposti per il successo, così come degli effetti, aiuta ad avviare un processo che porterà con molta più probabilità alla crescita aziendale, e che si potrà quindi tradurre in un effetto più esplicito anche sul Sistema Paese. Esistono infatti alcuni "ingredienti" imprescindibili, che possono essere riassunti in una sorta di "*check-list*" per l'imprenditore dell'M&A di successo.

4.2.1

La *check-list* per l'imprenditore dell'M&A Estero su Italia

1 Sviluppare una cultura delle operazioni straordinarie

La promozione e il rafforzamento, soprattutto nei *family business* italiani, di una "cultura" delle operazioni straordinarie, quale strumento "fisiologico" di crescita per vie esterne, che si traduce in:

- aspirazioni concrete di crescita;
- predisposizione ed apertura dei vertici aziendali verso la gestione e al *management* delle differenze culturali;
- acquisizione di competenze specifiche sulle acquisizioni.

2 Coerenza tra razionali dell'operazione e strategia aziendale

Il mantenimento della coerenza tra operazione di M&A e strategie aziendali passa anche attraverso:

- entrata/diversificazione verso nuovi *business* e/o mercati coerenti con la strategia e il "core" aziendale pre-operazione;
- opportunità, tramite l'operazione, di consolidamento del *business* aziendale;
- assumere la consapevolezza che il vero rischio è "non fare M&A".

3 Apertura verso la crescita (anche) esponenziale

La capacità di porsi in una prospettiva di crescita anche esponenziale in termini dimensionali, innescando processi globali, ed eventualmente gestendo non solo una, ma più operazioni è un aspetto fondamentale per la riuscita dell'operazione, che necessita di:

- apertura verso la possibilità di più operazioni consecutive;
- preparazione alla gestione di una crescita dimensionale che potrebbe essere esponenziale.

4 Focus anche sul ruolo manageriale di chi vende, non solo di chi compra

L'importanza per la *target* di avere da subito una *vision* e una strategia per i propri dipendenti, così come per il ruolo stesso dell'imprenditore in azienda nella fase *post-deal*, sono cruciali per il successo del processo di integrazione, sia dal punto di vista della selezione della "squadra" manageriale, in grado di affrontare il processo *pre-deal* (e.g. nella scelta della selezione del percorso); sia dal punto di vista "*operational*", attraverso l'individuazione della struttura operativa ottimale, ideale anche per il processo di integrazione *post-deal*. A tal fine, risulta cruciale:

- selezionare il *Top Team* per l'M&A, a partire dall'imprenditore e il CFO/BD fino al *management*;
- scegliere un *advisor* competente;
- tenere sotto controllo HR, il Controllo di gestione, ma anche la finanza e gli acquisti;
- scegliere con accuratezza il momento giusto per l'integrazione, che può avvenire anche non in maniera immediata subito dopo il *deal*.

5 Operazione “win-win” per la *bidder* e per la *target*

Sia il *bidder* sia il *target* devono avere i corretti incentivi per portare avanti l'operazione, per arrivare ad una proposta che sia efficiente per entrambe le parti, ricordandosi che:

- il fine ultimo è la creazione di valore industriale;
- il fatturato conta, non solo i costi.

Figura 32: Accelerare la crescita delle imprese: la “check-list” degli ingredienti necessari per l'imprenditore



Fonte: elaborazioni KPMG.

Appendice Metodologica

Di seguito sono brevemente descritti i criteri di selezione dei campioni e le fonti dati utilizzati con riguardo alle seguenti sezioni:

- 1 Mappatura del fenomeno.**
- 2 Impatti sulle imprese *target*.**
- 3 Casi di studio.**
- 4 Impatti sul Sistema Paese.**

1 Mappatura del fenomeno e analisi descrittiva

I dati impiegati per la mappatura del fenomeno M&A sono stati estratti dal *database* proprietario KPMG, che include, per il periodo 2000-2016, tutte le transazioni riguardanti *target* e/o *bidder* italiani. In particolare, il *database* fornisce informazioni su oltre 1000 operazioni distinte in base a:

- Direzione del *deal* (Estero su Italia, Italia su Italia, Italia su Estero), determinata considerando l'*ultimate parent company*;
- Macro settori e settori, con dettaglio sia per la *bidder* che per la *target*;
- Gruppo di appartenenza del *bidder*;
- Valori (quote e controvalore dell'operazione inteso non come *enterprise value* ma come *equity value*, i.e. prezzo pagato per la quota acquistata);
- Data del *closing* dell'operazione.

Per lo svolgimento dell'analisi descrittiva, è stato inoltre selezionato, all'interno del *database* complessivo, un campione di 18 imprese *target* (su un totale di 49 imprese *target* delle operazioni di M&A Estero su Italia relative al 2011), selezionate in funzione della completezza e omogeneità delle serie storiche disponibili per il calcolo degli indicatori, nonché sulla base dei seguenti criteri:

- Periodo temporale di riferimento: estrazione di tutte le operazioni Estero su Italia relative al 2011, assunto come anno base al fine di valutare l'andamento delle performance in un arco di tempo pari a ± 3 anni dall'operazione. Anche sulla base di una prassi diffusa nell'ambito degli studi sugli impatti delle operazioni di M&A, il *range* utilizzato può essere ritenuto sufficientemente ampio da consentire una valutazione attendibile degli andamenti pre e *post-deal* nel complessivo periodo 2008-2014; per la valutazione dei *trend*, al fine di assicurare la determinazione di indicatori omogenei su tutto il periodo, l'analisi è stata limitata al 2014, essendo indisponibili i dati al 2015 per alcune imprese in perimetro.
- Settore: selezione delle operazioni funzionale a garantire l'estrazione di un campione rappresentativo dei vari settori di operatività delle imprese *target* (e principalmente di quelli più significativi della produzione *made in Italy*).

I *trend* relativi alle 18 imprese *target* sono stati confrontati con i dati di un campione di controllo composto da 117 imprese non oggetto di operazioni di M&A nel complessivo periodo 2005-2015. Il campione di controllo è stato estratto, invece, da un *database* KPMG, costruito sulla base dei dati ricavati da Bureau van Dijk - AIDA (*blue ray release* maggio 2015), internet, stampa, Borsa Italiana, DB M&A KPMG *Corporate Finance* – aggiornato a maggio 2015. In particolare, il campione di controllo è stato identificato a partire da una popolazione di circa 579 aziende aventi ragione sociale in Italia e con fatturato superiore a 50 €/mln, per le quali il *database* AIDA (impiegato per l'estrazione dei dati di bilancio e la costruzione degli indicatori economico-finanziari) presentava serie storiche sufficientemente complete e significative, incluse:

- Società operative partecipate da enti pubblici (es. Poste Italiane, Ferrovie dello Stato, Fintecna, RAI,...);
- *Holding finanziarie* che annoverano, tra le partecipazioni, numerosi investimenti nei settori oggetto di analisi;

- *Holding operative a capo di gruppi operanti nei settori oggetto di analisi.*

Tra i segmenti di appartenenza delle imprese incluse nel campione di controllo rientrano:

- *Building & Construction;*
- *Business Services;*
- *Energy & Utilities;*
- *Health Care & Life Sciences;*
- *Industrial Products;*
- *Retail & Consumer Products;*
- *Telecommunications, Media & Technology;*
- *Transportation.*

2 Analisi degli impatti sulle imprese *target*

L'analisi empirica è stata condotta su un arco temporale complessivamente pari a dieci anni (2005-2015), selezionando due campioni relativi a:

- Imprese *target* di operazioni M&A: campione di 40 imprese oggetto di acquisizione nel sotto-periodo 2006-2014;
- Imprese non *target* di operazioni di M&A: campione di controllo contenente 117 imprese che non sono state oggetto di acquisizione nel complessivo periodo 2005-2015.

La scelta dei campioni in due diversi periodi temporali è stata dettata dalla necessità di analizzare le *performance* delle imprese *target* con riguardo almeno a ± 1 anno dall'operazione. Per la selezione del campione di controllo si rimanda a quanto specificato sopra, nella sezione "Mappatura del fenomeno". Con riguardo, invece al campione *target* di operazioni di M&A, sono stati applicati i seguenti criteri di selezione:

- Periodo di riferimento dei *deal*: 2005-2015;
- Nazione *target*: Italia;
- Quota: > 10% del capitale dell'impresa *target*;
- Fatturato impresa *target*: > 50 €/mln.

Dall'iniziale estrazione di un campione di 100 operazioni di M&A E/I, l'analisi è stata poi ristretta a 40 imprese *target*, per le quali il *database* AIDA permetteva di disporre di serie storiche complete per il calcolo degli indicatori nel sotto-periodo 2006-2014.

Per entrambi i campioni si è scelto di costruire indicatori basati sui dati derivabili dai bilanci di esercizio delle singole società, al fine di disporre di serie storiche il più possibile complete e di ricostruire in maniera accurata la dinamica evolutiva delle singole società.

3 Casi di studio

Nella selezione del campione di operazioni di M&A Estero su Italia, non è stato ritenuto auspicabile procedere a un campionamento casuale, sebbene la selezione dei casi non risponda a criteri di significatività statistica. In particolare, l'estrazione del *panel* di operazioni rilevanti ai fini del *case study* è stata effettuata sulla base dei seguenti criteri:

- Controvalore operazioni: estrazione delle principali operazioni Estero su Italia in termini di controvalore nel periodo 2005-2015;
- Settore: estrazione delle operazioni Estero su Italia in funzione della rilevanza del settore *target* sul totale settori di riferimento delle operazioni;

- Quota: operazioni Estero su Italia con quota di partecipazione al capitale dell'impresa *target* $\geq 50\%$;
- Peculiarità: estrazione di un campione rilevante basato sui dati disponibili nell'ambito di precedenti studi e/o approfondimenti (e.g. *report* KPMG su M&A nel settore *Fashion & Luxury*) o sulla particolare rilevanza di specifiche *case history* per il comparto del *Made in Italy*, dei settori dell'eccellenza italiana e della conoscenza di *industry*.

Le informazioni per l'analisi qualitativa dei *case study* sono state tratte da diverse fonti pubblicamente disponibili, tra cui principalmente:

- Siti *web* societari e *company profile*;
- Database Factiva, contenente una gamma delle principali fonti mediatiche mondiali di prima classe, e *web media*;
- Rassegna stampa su riviste generaliste e specialistiche, sia a diffusione nazionale, sia locale (es. ANSA, La Nazione, Corriere della Sera, il Resto del Carlino, Italia Oggi, Milano Finanza, Il Giorno, La Stampa, MFFashion);
- Pubblicazioni specialistiche sul fenomeno M&A (ad. es. il volume realizzato da KPMG "20 anni di M&A").

Indicatori e Dati di natura quantitativa sono stati invece desunti dai bilanci societari disponibili attraverso *infoprovider* esterni (Cerved).

4 Impatti sul Sistema Paese

Per l'analisi degli impatti sul Sistema Paese, è stato implementato un modello econometrico di regressione OLS su dati *panel* e *cross-country*, relativi al controvalore dei flussi di M&A in ingresso verso 37 nazioni *target* per il periodo 2009-2015. La scelta del periodo temporale di riferimento è stata dettata dalla disponibilità di dati sufficienti allo svolgimento delle analisi.

Per la realizzazione delle analisi econometriche sono state utilizzate le seguenti fonti dati pubblicamente disponibili:

- *Database* UNCTAD basato su dati *Thomson Financial*, per i flussi di M&A in termini di controvalore; il database traccia le operazioni di M&A in ingresso nella nazione ospitante, caratterizzate dall'acquisizione una quota $> 10\%$ dell'*equity*;
- *Economist Intelligence Unit* per le serie storiche del PIL e dei principali aggregati macroeconomici per ciascuna delle 37 nazioni in perimetro di analisi.

Rispetto ad un'iniziale estrazione di 82 nazioni, il sotto-campione impiegato per l'analisi (37 nazioni) è stato ottenuto a seguito di esclusioni e affinamenti necessari per la costruzioni di indicatori affidabili. In particolare, sono state escluse dal campione complessivo le nazioni corrispondenti alle seguenti casistiche:

- Nazioni non univocamente identificabili nei due database UNCTAD ed EIU (es. Corea del Sud);
- Casi di indisponibilità di specifici indicatori tra cui quelli relativi alla produttività del lavoro (es. Emirati Arabi Uniti) e al tasso di disoccupazione (es. Angola, Bahrain, Giordania, Kenia, Libia, Nigeria);
- Nazioni incluse nel *database* UNCTAD con valori dei flussi di M&A non disponibili in alcuni anni compresi nell'arco temporale considerato (es. Azerbaijan, Bangladesh, Costa Rica, Croazia, Cuba, Repubblica Dominicana, Iran, Qatar, Slovenia e Tunisia) o negativi (Algeria, Argentina, Bulgaria, Cile, Colombia, Repubblica Ceca, El Salvador, Estonia, Finlandia, Ungheria, Giappone, Kazakistan, Kuwait, Malaysia, Nuova Zelanda, Pakistan, Peru, Romania, Russia, Slovacchia, Sudafrica, Svezia, Taiwan, Thailandia, Ucraina, Venezuela).

Riferimenti bibliografici

- Bauer, F., Matzler K., (2014), "Antecedents of M&A success: The role of strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of integration." *Strategic Management Journal*, 35.2, 269-291.
- Caiazza, R., (2011), "Cross-Border M&A. Determinanti e fattori critici di successo", Vol. 43. G Giappichelli Editore.
- Carretta, A., and Scwizer, P., (2007), "Creare valore nelle fusioni bancarie: i fattori di successo nell'integrazione", *Bancaria*, Vol. 11, No. 18, 18-31.
- Cartwright, S., Schoenberg R., (2006), "Thirty years of mergers and acquisitions research: Recent advances and future opportunities", *British journal of management*, 17 S1-S5.
- Chatterjee, S., Lubatkin M., Schweiger D.M., Weber Y., (1992), "Cultural Differences and Shareholder Value in Related Mergers: Linking Equity and Human Capital", *Strategic Management Journal*, Vol. 13: 319-334.
- Canyon, M. J., et al., (2002), "The productivity and wage effects of foreign acquisition in the United Kingdom", *The Journal of Industrial Economics*, 50, 85-102.
- Eisenhardt, K. M. (1989). "Building theories from case study research", *Academy of Management Review*, 14, 532-550.
- Finkelstein, S., Halebian, J. (2002), "Understanding acquisition performance: The role of transfer effects", *Organization Science*, 13, 36-47.
- Glaser, Barney G., Strauss, A. L., (1967), "The Discovery of Grounded Theory: Strategies for Qualitative Research", Chicago, Aldine Publishing Company.
- Helfat, C. E. (1997), "Know-how and asset complementarity and dynamic capability accumulation: The case of R&D", *Strategic Management Journal*, 339-360.
- Howell, R. (1970), "Plan to integrate your acquisition", *Harvard Business Review*, 48, 66-76.
- Inkpen, A., Sundaram, A. K., Rockwood, K., (2000), "Cross-border acquisitions of US technology assets", *California Management Review*, 42, 50-67.
- Leonard-Barton, D. (1990), "A dual methodology for case studies: Synergistic use of a longitudinal single site with replicated multiple sites", *Organization Science*, 1, 248-266.
- McGuckin, R. H., Nguyen. S.V., (2001), "The impact of ownership changes: A view from labor markets", *International Journal of Industrial Organization* 19, 739-762.
- Piscitello, L., Rabbiosi L., (2005), "The impact of inward FDI on local companies' labour productivity: Evidence from the Italian case", *International Journal of the Economics of Business*, 12, 35-51.
- Palich, L. E., Cardinal, L. B., Miller, C. C. (2000), "Curvilinearity in the diversification-performance linkage: an examination of over three decades of research", *Strategic Management Journal*, 21, 155-174.
- Rossi, S., Volpin P.F., (2004), "Cross-country determinants of mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*, 74, 277-304.
- Schein, E. H. (2010). *Organizational culture and leadership* (Vol. 2). John Wiley & Sons.
- UNCTAD (2000), "World Investment Report 2000, Cross-border Mergers and Acquisitions and Development".
- UNCTAD, (2016), *World Investment Report 2016, "Investor Nationality: Policy Challenges"*.
- Yin, R. K. (1994). "Case study research: Design and methods", (2nd ed.). Newbury Park, CA: Sage Publications.
- Wang, M., Wong S., (2009), "What Drives Economic Growth? The Case of Cross-Border M&A and Greenfield FDI Activities", *Kyklos*, 62, 316-330.

Fonti consultate per i case study

Cifa

Fonte diretta aziendale. In aggiunta, si considerino i seguenti riferimenti:

ANSA, Industria: Cinesi Zoomlion acquistano Cifa per 500 mln", 25 giugno 2008.

Cifa S.p.A., Bilancio consolidato 2015.

Cifa S.p.A., Bilancio d'esercizio 2007.

Cifa S.p.A., Bilancio d'esercizio 2008.

Cifa S.p.A., Bilancio d'esercizio 2015.

Company website: <http://www.cifa.com/home>.

Il Sole 24 ore, Cifa: ufficializzata cessione a cordata Zoomlion-Mandarin, 25 giugno 2008.

Milano Finanza, "Cifa nell'orbita di Zoomlion; nuovi giganti", 20 settembre 2008.

Milano Finanza, "Dall'Italia Dall'estero; due diligence", 11 luglio 2008.

Loro Piana

ANSA Loro Piana, "eccellenza made in Italy passata Oltralpe; Marchio ceduto a Lvmh per fare concorrenza a Hermes", 20 dicembre 2013.

Company website, <https://www.loropiana.com/it/il-nostro-mondo-Loro-Piana/>.

Corriere della Sera, "Il re del cashmere con l'ossessione della qualità. Il lutto. Aveva 65 anni. Stratega e anticipatore di tendenze, con il fratello Pier Luigi ha creato un impero senza mai lasciare la Valsesia", 21 dicembre 2013.

Corriere della Sera, "Imprese globali, la sfida è sul territorio; Acquisizioni internazionali e marchi italiani", 12 agosto 2013.

Corriere della Sera, "La lezione? Servono imprenditori che ci mettano la loro faccia; L'intervento", 26 settembre 2013.

La Stampa, "Ben vengano i capitali stranieri se rendono più competitiva l'Italia", 20 luglio 2013.

La Stampa, "Loro Piana: i francesi? Per il bene dell'azienda", 8 ottobre 2013.

La Stampa, "Per attirare investimenti esteri l'Italia sia più amica delle imprese", 10 luglio 2013.

Loro Piana S.p.A., Bilancio d'esercizio al 31.12.2012.

Loro Piana S.p.A., Bilancio d'esercizio al 31.12.2013.

Loro Piana S.p.A., Bilancio d'esercizio al 31.12.2014.

Loro Piana S.p.A., Bilancio d'esercizio al 31.12.2015.

LVMH- Moët Hennessy Luis Vuitton, "Loro Piana. Description and transaction rationale", July 8th 2013, pubblicamente disponibile da https://www.lvmh.fr/wp-content/uploads/2014/09/presentation_july_8_2013-loro-piana.pdf.

Marketing Oggi, "Loro Piana, il tessuto fa il brand; Il gruppo manifatturiero investe 2,6 milioni tra Argentina e Perù per avere fibre pregiate", 23 maggio 2013.

MFFashion – Milano Finanza, "Loro Piana perde Sergio", 21 dicembre 2013.

MFFashion – Milano Finanza, "Loro Piana, il nuovo ceo Brisset conferma tutto il management", 7 gennaio 2014.

Marazzi

Fonte diretta aziendale. In aggiunta, si considerino i seguenti riferimenti:

Corriere della Sera, "Gli «americani» di Sassuolo: ora più tecnologia; Il caso Nasce nella ceramica un inedito asse tra multinazionali e di-stretti. «L'estetica non è sufficiente a produrre leadership»", 9 giugno 2013.

Il Resto del Carlino, "Marazzi, massimo sforzo per tutelare i posti di lavoro"; «Serve più fiducia, l'obiettivo di Mohawk è crescere»", 13 aprile 2013.

Il Resto del Carlino, "Muore Marazzi, pioniere della piastrella; Il sindaco Mammi: «Lo ricordo come persona molto legata alla sua impresa»", 29 novembre 2012.

Marketing Oggi, "Marazzi, ritorna Vandini; Cambio al vertice dell'azienda di ceramiche acquisita da Mohawk", 17 aprile 2013.

MFFashion – Milano Finanza, "Sassuolo assediata; Globalizzazione", 22 giugno 2013.

Milano Finanza, "Chiusa la vendita della Marazzi a Mohawk per 1,5 mld \$", 4 aprile 2013.

Company website, <http://www.marazzi.it/>.



Le informazioni contenute in questo documento sono tratte, in parte, da fonti pubblicamente disponibili. KPMG Advisory S.p.A. non attesta né garantisce in nessun modo l'accuratezza, la completezza e la correttezza delle informazioni ivi contenute al momento in cui vengono ricevute o che continueranno ad esserlo anche in futuro. Tutte le informazioni qui fornite sono di carattere generale e presentate unicamente allo scopo di descrivere alcune dinamiche del mercato senza prendere in considerazione fatti riguardanti persone o entità particolari. Questo documento non rappresenta un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto di alcun servizio, né vuole fornire alcun suggerimento o raccomandazione operativa o in termini di investimento. KPMG Advisory non si assume alcuna responsabilità per la perdita o i danni che potrebbero derivare dall'uso improprio di questo volume o delle informazioni ivi contenute.

© 2016 KPMG Advisory S.p.A., è una società per azioni di diritto italiano e fa parte del network KPMG di entità indipendenti affiliate a KPMG International Cooperative ("KPMG International"), entità di diritto svizzero. Tutti i diritti riservati. Denominazione e logo KPMG e "cutting through complexity" sono marchi registrati di KPMG International Cooperative ("KPMG International").