

UNIVERSITÀ DELLA CALABRIA  
FACOLTÀ DI ECONOMIA  
DIPARTIMENTO DI SCIENZE AZIENDALI  
SETTORE SCIENTIFICO DISCIPLINARE SECS-P/11

---

DOTTORATO DI RICERCA  
*SCIENZE BANCARIE E FINANZIARIE - XIX CICLO*

TESI DI DOTTORATO

**LA CRESCITA ESTERNA NELLE IMPRESE E NELLE BANCHE.  
UN'EVIDENZA EMPIRICA SUL MERCATO ITALIANO.**

Coordinatore  
Ch.mo Prof. Danilo DRAGO

Candidata  
Antonella BELCASTRO

Supervisore  
Ch.ma Prof.ssa Rosa ADAMO

---

Anno Accademico 2005-2006

*Alla mia famiglia*

**INDICE**

<b>INTRODUZIONE</b>	<b>1</b>
<b>PARTE PRIMA – IL FENOMENO DELLA CRESCITA DIMENSIONALE: DALLO STATO DELL’ARTE ELEMENTI DI TEORIA A CONFRONTO</b>	<b>8</b>
<b>CAPITOLO I – IL TESSUTO IMPRENDITORIALE IN ITALIA E LE PROSPETTIVE DI CRESCITA</b>	<b>9</b>
1.1 LA DIMENSIONE DELLE IMPRESE: ASPETTI DEFINITORI	9
1.1.1 <i>L’IDENTITÀ DELLA PICCOLA IMPRESA: PUNTI DI FORZA E DI DEBOLEZZA A CONFRONTO</i>	18
1.1.2 <i>LA DIMENSIONE DELLE IMPRESE NELLE TEORIE ECONOMICHE</i>	24
1.2 LE PMI ITALIANE: IL RUOLO E LA SPECIALIZZAZIONE SETTORIALE	26
1.2.1 <i>LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE IMPRESE ITALIANE</i>	33
1.3 LA CRESCITA DELLE IMPRESE: ELEMENTI DI DEFINIZIONE	37
1.3.1 <i>DIMENSIONE RIDOTTA E CRESCITA</i>	39
1.3.2 <i>LA LEGGE DI GIBRAT</i>	48
1.3.3 <i>LE MOTIVAZIONI A SOSTEGNO DELL’ESPANSIONE DELLE IMPRESE</i>	51
1.3.4 <i>LA CREAZIONE DI VALORE NELLE OPERAZIONI DI M&amp;A: LA REALIZZAZIONE DELLE SINERGIE</i>	55
1.4 LE MODALITÀ DI CRESCITA E IL <i>TRADE-OFF</i> TRA CRESCITA INTERNA ED ESTERNA	58
1.4.1 <i>LA CRESCITA ESTERNA: OPERAZIONI OSTILI O AMICHEVOLI?</i>	63
<b>CAPITOLO II – LA STRUTTURA DEL PROCESSO DI UN’OPERAZIONE DI M&amp;A</b>	<b>66</b>
2.1 LA PIANIFICAZIONE DELL’INTEGRAZIONE	66
2.2 LE MACROFASI: CARATTERISTICHE E ASPETTI CRITICI A CONFRONTO	69
2.2.1 <i>LA FASE DI ANALISI E DI VALUTAZIONE STRATEGICA</i>	73
2.2.2 <i>LA FASE DELLA NEGOZIAZIONE</i>	76
2.2.3 <i>LA FASE DI GESTIONE DEL PROCESSO POST-ACQUISIZIONE</i>	78
2.3 L’ANALISI DEL PROCESSO PRODUTTIVO	81
2.3.1 <i>LE FASI NON GENERATRICI DI VALORE</i>	83
2.3.2 <i>LE FASI GENERATRICI DI VALORE</i>	84
2.3.3 <i>LE FASI GENERATRICI DI SUNK COST</i>	85
2.4 LE IMPLICAZIONI ORGANIZZATIVE DELL’OPERATIVITÀ NEL SETTORE M&A: L’IMPORTANZA DEL <i>TEAM</i>	86
2.5 I MODELLI DI INTEGRAZIONE: LE TEORIE PREVALENTI	88

2.5.1	<i>L'INTEGRAZIONE: L'IMPATTO SUL MANAGEMENT</i>	91
2.5.2	<i>I SETTE MITI DA SFATARE DEL PROCESSO DI INTEGRAZIONE</i>	92
2.6	PERCHÉ FALLISCONO LE OPERAZIONI DI M&A	94
2.7	LE OPERAZIONI DI M&A E IL DIRITTO ALLA CONCORRENZA: LA NORMATIVA ANTITRUST	98
2.8	ALCUNE RIFLESSIONI SULLE ACQUISIZIONI	101
<b>PARTE SECONDA – IL MERCATO DELLE FUSIONI E ACQUISIZIONI NEL SISTEMA IMPRESE E NEL SISTEMA BANCARIO</b>		<b>103</b>
<b>CAPITOLO I – IL MERCATO DELLE OPERAZIONI DI M&amp;A TRA IMPRESE</b>		<b>104</b>
1.1	L'EVOLUZIONE STORICA DELLE OPERAZIONI DI M&A NEL CONTESTO INTERNAZIONALE: LE QUATTRO MERGER WAVES	104
1.2	LE CARATTERISTICHE DEL M&A IN ITALIA	112
1.2.1	<i>IL TREND DI MERCATO</i>	115
1.2.2	<i>IL PROFILO SETTORIALE</i>	125
1.2.3	<i>IL PROFILO GEOGRAFICO: I PROCESSI AGGREGATIVI CROSS-BORDER</i>	134
1.3	L'ASPETTO FINANZIARIO NELLE OPERAZIONI DI M&A	145
1.3.1	<i>LA NATURA DEL FABBISOGNO FINANZIARIO</i>	146
1.3.2	<i>IL FINANZIAMENTO DELLE OPERAZIONI DI M&amp;A: CONDIZIONI E MODALITÀ DI PAGAMENTO</i>	148
1.3.3	<i>LE MODALITÀ DI FINANZIAMENTO</i>	150
1.3.4	<i>LA CRESCITA ESTERNA E LE OPERAZIONI DI ACQUISIZIONE LEVERAGED</i>	154
1.4	IL FINANZIAMENTO DELLE OPERAZIONI DI M&A IN ITALIA	156
<b>CAPITOLO II – LE CONCENTRAZIONI TRA BANCHE</b>		<b>158</b>
2.1	IL SETTORE BANCARIO IN ITALIA	158
2.2	IL PROCESSO DI RISTRUTTURAZIONE DEL SISTEMA BANCARIO: LE CAUSE DEL FENOMENO	163
2.2.1	<i>LE IMPLICAZIONI DELLA GRANDE DIMENSIONE PER L'IMPRESA BANCARIA</i>	173
2.2.2	<i>CONCORRENZA, CONCENTRAZIONI E RISTRUTTURAZIONI NEL SISTEMA FINANZIARIO: LA SPINTA ALLA CRESCITA DIMENSIONALE</i>	175
2.2.3	<i>LE DETERMINANTI DELLE OPERAZIONI DI M&amp;A: LE SINERGIE E LE QUOTE DI MERCATO</i>	182
2.3	LE CONCENTRAZIONI FINANZIARIE “CROSS-BORDER”	185
2.3.1	<i>LA CRESCITA ESTERNA DELLE BANCHE UE NEI PAESI DELL'EUROPA CENTRO-ORIENTALE (PECO)</i>	187

2.3.2	<i>LA CRESCITA ESTERNA DELLE BANCHE NEI PECO: ALCUNE RIFLESSIONI</i>	190
2.4	GLI EFFETTI DELLE OPERAZIONI DI M&A SUL GRADO DI CONCENTRAZIONE NEL SETTORE BANCARIO	191
<b>PARTE TERZA – LE OPERAZIONI DI CRESCITA ESTERNA NEL SETTORE BANCARIO: UNA LEVA STRATEGICA PER L’IMPRESA</b>		<b>195</b>
<b>CAPITOLO I – IL FINANCIAL ADVISORING TRA LE VARIABILI CRITICHE DEI PROCESSI ACQUISITIVI</b>		<b>196</b>
1.1	I FATTORI CHE INFLUENZANO IL SUCCESSO DELLE ACQUISIZIONI	196
1.2	IL FINANCIAL ADVISORING NELLE OPERAZIONI DI CRESCITA ESTERNA E I VANTAGGI COMPETITIVI PER LE BANCHE	198
1.2.1	<i>L’ATTIVITÀ DI FINANCIAL ADVISORING: LA FORMULA ORGANIZZATIVA</i>	201
1.2.2	<i>LE PECULIARITÀ DELLA STRUTTURA AZIENDALE DEI FINANCIAL ADVISORS OPERATIVI NEL SEGMENTO M&amp;A</i>	204
1.2.3	<i>LA DOMANDA E L’OFFERTA DI FINANCIAL ADVISORING</i>	205
1.2.4	<i>POSSIBILI SPAZI PER LE BANCHE COMMERCIALI NEL FINANCIAL ADVISORING</i>	209
1.3	CONDIZIONI PER L’OPERATIVITÀ DELL’INTERMEDIARIO FINANZIARIO NEL FINANCIAL ADVISORING	215
1.3.1	<i>I FATTORI CRITICI DI SUCCESSO E LE COMPETENZE RICHIESTE NELLE OPERAZIONI DI M&amp;A</i>	217
1.4	L’ATTIVITÀ DI ADVISORING: ALCUNE CONSIDERAZIONI DI SINTESI	222
<b>CAPITOLO II – L’IMPATTO DELLE OPERAZIONI DI M&amp;A: UN’EVIDENZA EMPIRICA SUL MERCATO ITALIANO</b>		<b>226</b>
2.1	L’OGGETTO DI INDAGINE E LA METODOLOGIA DI ANALISI	226
2.2	IL CAMPIONE INDAGATO	227
2.2.1	<i>LA MISURAZIONE DELLE PERFORMANCE: LA REDDITIVITÀ</i>	230
2.2.2	<i>LA MISURAZIONE DELLE PERFORMANCE: L’EFFICIENZA</i>	236
2.3	OSSERVAZIONI CONCLUSIVE	241
<b>CONCLUSIONI</b>		<b>243</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>		<b>249</b>
<b>SITI INTERNET</b>		<b>256</b>

## INTRODUZIONE

L'affievolirsi delle barriere commerciali, insieme al miglioramento dei sistemi di comunicazione e di trasporto, hanno creato un ambiente economico piuttosto mutevole, all'interno del quale un crescente numero di imprese compete, in termini di qualità, costi e servizi, su livelli sempre più evoluti. Queste nuove condizioni dell'economia mondiale hanno spinto, e spingono tuttora, molte imprese a guardare con interesse all'internazionalizzazione e alla delocalizzazione verso l'estero di attività produttive e ciò costituisce, ormai, per molte di esse una via obbligata per acquisire/mantenere un vantaggio competitivo.

Nello specifico, l'era della globalizzazione dei mercati e l'integrazione delle economie hanno contribuito a delineare i contorni di uno scenario in cui la preservazione delle proprie condizioni di equilibrio e soprattutto di competitività si fa, per le imprese, sempre più impegnativa e la conseguente ricerca delle “*dimensioni ottime*” assume i connotati di una realtà cui le stesse dovrebbero tendere nell'ambito di un qualsiasi business.

Per lungo tempo la capacità di sopravvivenza delle imprese di dimensioni minori è stata considerata, da molti, un fatto inspiegabile all'interno di sistemi economici che puntavano sempre più ad accentuare le dinamiche competitive. Le piccole imprese costituiscono una componente fondamentale dell'economia, soprattutto nazionale e, se fino a qualche anno fa, si riteneva che percorressero principalmente sentieri di crescita “di tipo interno”, da qualche tempo va rafforzandosi la convinzione che in realtà esistono molteplici strategie alternative di crescita, fondate sulla costruzione di legami e relazioni con altre imprese. In tal senso, le imprese, volte a conseguire assetti produttivi più efficaci ed efficienti, si fanno, con maggior frequenza, promotrici di operazioni di aggregazione o di alleanze strategiche con altri operatori al fine di consolidare sul mercato le proprie posizioni competitive.

La diffusione delle soluzioni collaborative va ricercata nella loro coerenza con un contesto ambientale dinamico ed estremamente competitivo che progressivamente decreta la fine delle condizioni di autosufficienza dell'impresa. Nuove strategie e nuove forme organizzative sono andate progressivamente delineandosi e, oltre ad aver favorito la crescita dimensionale delle piccole imprese, in molti casi, hanno favorito percorsi di sviluppo in chiave “qualitativa” (capacità di innovazione, flessibilità organizzativa e così via).

Tra le possibili opzioni, come verrà illustrato nel corso del lavoro, particolare favore incontrano le operazioni di crescita esterna<sup>1</sup>.

Il tema delle operazioni di M&A ha da sempre suscitato l'interesse e l'attenzione di critici e studiosi. In realtà, l'ampiezza e la complessità della materia hanno ripetutamente indotto i cultori della stessa a concentrarsi su specifici aspetti della problematica. La possibilità di affrontare il fenomeno da diverse e svariate angolazioni rende senz'altro arduo fornire una chiave di lettura generale e organica, poiché l'ampiezza e la complessità delle variabili coinvolte nei processi di espansione dimensionale hanno spesso favorito il prevalere di analisi fondate su ottiche parziali

I processi di acquisizione sono entrati a far parte delle operazioni strategiche fondamentali a disposizione di imprese e di gruppi che vogliono sfruttare appieno tutte le opportunità di crescita, qualunque sia il settore di appartenenza. Pertanto, se fino a qualche anno fa le operazioni di crescita esterna erano considerate prevalentemente operazioni di finanza straordinaria, attualmente rientrano –a pieno titolo– fra quelle “attività d'impresa ordinarie” finalizzate alla creazione di valore. Considerando le performance borsistiche delle principali *public company* statunitensi<sup>2</sup>, nell'ultimo decennio, emerge che le aziende che hanno fatto sistematico ricorso all'opzione M&A hanno garantito, nel lungo periodo, un ritorno medio agli azionisti superiore a quello delle aziende che invece si sono limitate alla crescita meramente organica. Evidenze di siffatta natura consentono il graduale superamento delle posizioni di scetticismo che avevano caratterizzato, negli ultimi tempi, l'opinione di larga parte degli osservatori che, a fronte di una percentuale piuttosto cospicua di operazioni di acquisizione di scarso successo, avevano maturato la convinzione che le scelte di crescita per vie esterne non rappresentassero una soluzione facilmente percorribile.

In realtà, molto spesso, suddette operazioni rappresentavano scelte estreme affrontate con una preparazione non particolarmente “curata” e, magari, dettate dalla mancanza di valide alternative o dal tentativo di invertire trend negativi di redditività (Conca, 2005, pp. XII-XIII).

---

<sup>1</sup> Le operazioni di crescita esterna sono diffusamente note come operazioni di *Merger and Acquisition* ed “etichettate” con la sigla M&A.

<sup>2</sup> Per ulteriori approfondimenti si rimanda alla consultazione dell'evidenza empirica, realizzata dalla *Bain&Company*, su un campione di 724 imprese statunitensi quotate in Borsa dal 1986 e che nel 2000 presentavano un fatturato di 500 milioni di dollari. Specificamente, sono state analizzate le acquisizioni effettuate dalle aziende nei 15 anni compresi fra il 1986 e il 2001. Nel campione di riferimento sono stati individuati 19 acquirenti “costanti”, che hanno cioè fatto ricorso sistematico a operazioni di M&A, e che hanno ottenuto risultati nettamente migliori rispetto a quelle imprese, definite acquirenti “da crescita”, che avevano realizzato operazioni di M&A solo in periodi di crescita economica.

Va poi considerato che, a livello europeo, il recente ingresso di paesi membri nell'Unione offre nuove e interessanti opportunità di ulteriore sviluppo per il segmento di mercato relativo alle operazioni di crescita esterna di tipo *cross-border*<sup>3</sup> per quelle imprese che vogliono migliorare la propria posizione competitiva sui mercati globali. Pertanto, il fenomeno della crescita per vie esterne è tutt'altro che esaurito e non è da escludere che possa addirittura accelerarsi determinando nuovamente la “febbre da mergermania” che ha caratterizzato le imprese nel corso degli anni Novanta.

Alla luce delle precedenti considerazioni, il presente studio si pone l'obiettivo di esaminare i principali aspetti relativi al fenomeno dell'espansione dimensionale delle imprese, che si realizza principalmente attraverso operazioni di M&A. Nello specifico, l'approccio prescelto considera i processi acquisitivi come un'effettiva leva strategica per la creazione di valore per le imprese che presentano una dimensione piuttosto contenuta.

Il percorso di ricerca prende vita da tre *research question*:

1. La crescita esterna incide positivamente sull'espansione dimensionale delle imprese?
2. Può essere considerata una leva strategica, soprattutto, per le imprese di piccole dimensioni?
3. Determina effetti positivi sulla redditività e sull'efficienza delle imprese?

In relazione alla prima *research question*, i contributi di natura teorica ed empirica raccolti hanno consentito di accertare che sono soprattutto le imprese di dimensioni minori a ricorrere all'opzione della crescita esterna. Il tema delle dimensioni aziendali è stato ampiamente dibattuto in letteratura e parte dei numerosi Autori che hanno trattato la materia sono in sostanziale accordo sulla sfuggevolezza del concetto. Infatti la questione delle ridotte dimensioni di impresa e delle politiche di espansione delle stesse ha suscitato, sia in Italia che all'estero, il favore di moltissimi studiosi di matrice aziendalista che resero piuttosto vivo il dibattito (si citano, fra gli studiosi più autorevoli, Zappa, Bianchi, Cattaneo, Dell'Amore, Pezzani, Corbetta).

---

<sup>3</sup> Le acquisizioni *cross-border* sono operazioni che coinvolgono soggetti di nazionalità diversa. Si tratta di acquisizioni estensive del mercato in cui l'impresa acquirente e i *target company* vendono i medesimi prodotti o servizi al medesimo tipo di clientela, ma in differenti aree geografiche. Tali acquisizioni hanno trovato una progressiva attualità in risposta alla globalizzazione dei mercati e specialmente a seguito dell'integrazione europea.



In Italia la questione è ancor più delicata in relazione al fatto che il tessuto produttivo nazionale è contraddistinto dalla capillare presenza di imprese di piccole e piccolissime dimensioni che, pur presidiando delle importanti nicchie di mercato, potrebbero non essere in grado di fronteggiare una competitività che sempre più spesso si gioca in contesti sovranazionali. Va poi ricordato che la maggior parte delle imprese nazionali è sorta nell'immediato secondo dopoguerra e attualmente si sta dirigendo verso il ricambio generazionale, con evidenti difficoltà nei casi in cui gli eredi non sono intenzionati a continuare la gestione. Tuttavia, per molte delle imprese domestiche l'opzione della crescita esterna rappresenta ancora un'eccezione piuttosto che una tappa obbligata. L'opera di ristrutturazione e riqualificazione dell'assetto produttivo appare, però, improcrastinabile e l'attuale stato delle cose giustificherebbe la ricerca di processi di apertura del capitale societario all'esterno e la conseguente crescita dimensionale.

Con riferimento alla seconda *research question*, è emerso dai contributi teorici ed empirici analizzati che i processi di crescita esterna sono spesso intrapresi con la volontà di conseguire delle sinergie e di utilizzarli come una leva strategica finalizzata alla creazione di valore. Si tratta di un aspetto piuttosto delicato che necessita di un'accurata valutazione. Qualunque percorso di sviluppo –ancor più un processo di espansione dimensionale per vie esterne che prevede l'integrazione di diverse realtà– deve essere inserito in un progetto strategico pianificato che determina i contenuti e indirizza le modalità stesse dello sviluppo. A tal fine, un elemento che necessita di appropriata ponderazione è l'identificazione delle sinergie realizzabili: errori di sopravvalutazione in questa fase comporteranno l'avvio di processi acquisitivi che ovviamente non consentiranno il conseguimento degli obiettivi predeterminati con successiva distruzione di valore. Gli sforzi dovrebbero essere finalizzati a stimare le prospettive di valore concretamente conseguibili a seguito dell'operazione.

Vi è di più. Non è infatti raro che, in determinati contesti, non si giunga neppure a compiere una stringente analisi delle sinergie, del potenziale incremento di valore, dei vantaggi conseguibili con l'operazione, dei miglioramenti realizzabili e delle razionalizzazioni possibili. Si tratta di un'eventualità che si verifica molto di frequente quando si presentano inaspettatamente possibili acquisizioni e, in tal caso, il fattore tempo diventa cruciale imponendo una veloce chiusura dell'acquisizione e consentendo poche analisi, più spesso di tipo finanziario e contabile. Solo successivamente le sperate sinergie si rilevano meno possibili, la compatibilità culturale e organizzativa modesta e i miglioramenti difficilmente realizzabili.

Va ricordato, infatti, che i benefici che si presuppone di conseguire attraverso un'operazione di M&A potrebbero non essere poi realizzati nella fase post-integrazione. In molti casi gli incrementi medi di valore sono limitati e tendono ad affluire agli azionisti delle società acquisite. Questo risultato è dovuto il più delle volte a errate analisi del *trend* di settore e del posizionamento competitivo dell'azienda *target*, a una stima troppo ottimistica delle sinergie realizzabili, unitamente a una selezione non accurata del potenziale acquirente o dell'impresa *target*.

Pertanto, appare chiaro come un'operazione di M&A debba essere attentamente pianificata e gestita in ogni suo aspetto con l'ausilio di soggetti specializzati in grado di fornire assistenza alle imprese che partecipano all'operazione; l'assenza di consulenti esperti è tra i principali motivi di insuccesso delle operazioni di M&A.

L'analisi condotta ha evidenziato come il fenomeno delle operazioni di M&A sia stato particolarmente rilevante soprattutto nel decennio appena passato, sia in Italia che all'estero. Si è trattato solo dell'ultima fase di una serie di cicli di M&A che tuttavia si connota per alcuni aspetti peculiari. Oltre alla pervasività del fenomeno in quasi tutti i business e l'accresciuto numero delle operazioni di tipo *cross-border*, vi è da evidenziare che i settori che hanno primeggiato sono stati soprattutto quelli delle telecomunicazioni e dei servizi finanziari. Il processo, in questo periodo, è stato *bank driven* giacché il 60% circa delle integrazioni ha coinvolto il settore bancario.

Pertanto, con riferimento all'ultima *research question*, è stato condotto uno studio empirico su alcuni istituti bancari che hanno fatto ricorso alle operazioni di M&A. Nello specifico, attraverso un'analisi di bilancio, sono stati presi in considerazione alcuni indici utilizzati come *proxies* delle ricadute che le operazioni hanno evidenziato sul trend, pre e post operazione, della redditività e dell'efficienza.

Il lavoro di ricerca è stato organizzato in tre parti. Nella prima parte – articolata in due capitoli – si presentano gli elementi teorici a fondamento del fenomeno della crescita dimensionale. Nello specifico, il primo capitolo definendo gli elementi peculiari delle piccole imprese, pone l'accento sul tessuto imprenditoriale nazionale – caratterizzato dalla capillare presenza di imprese di piccole e piccolissime dimensioni – e sulle prospettive di crescita dimensionale. Il secondo capitolo mette in evidenza la necessità di pianificare attentamente il processo di integrazione quale primo fattore critico di successo per la riuscita dell'operazione, mettendo in luce alcune caratteristiche cui spesso si attribuisce il fallimento delle operazioni medesime.

La seconda parte –anch’essa articolata in due capitoli– costituisce una *review* del trend del mercato delle operazioni di M&A realizzate sia nel sistema delle imprese che in quello bancario. Il primo capitolo mette in luce gli elementi di maggior rilievo che hanno caratterizzato lo sviluppo delle operazioni di M&A tra imprese sia sotto il profilo settoriale che geografico, non trascurando gli aspetti finanziari delle operazioni. Nel secondo capitolo l’attenzione si focalizza sul settore bancario. Nello specifico si analizzano i fattori che possono essere considerati dei *drivers* nel processo di ristrutturazione che ha interessato il sistema e le possibilità di ulteriore sviluppo nei paesi esteri (con particolare riferimento a quelli dell’Europa Centro-Orientale).

Infine, la terza parte si concentra sulla duplice veste che l’intermediario bancario può ricoprire all’interno dei processi di crescita esterna. Nello specifico, il primo capitolo, muovendo dalla considerazione che il *financial advising* costituisce una variabile critica in grado di favorire il successo dei processi di crescita esterna delle imprese, evidenzia le caratteristiche fondamentali del servizio in oggetto e le condizioni di operatività per l’intermediario bancario. L’ultimo capitolo si è concentra poi su alcune operazioni di M&A realizzate nel settore bancario e mette in luce, attraverso una sintetica verifica empirica, i risultati raggiunti in termini di redditività ed efficienza.

Le informazioni sono state attinte dal database Zephyr –Bureau Van Dijk e i criteri utilizzati al fine di delimitare il campo di osservazione hanno considerato esclusivamente:

1. i *domestic deals* che hanno interessato il segmento bancario verificatisi sul mercato nazionale;
2. il timing di realizzazione, come avvio e conclusione dell’operazione, nell’anno 2003;
3. un *deal value* compreso fra 25 e 500 milioni di euro.

Pertanto, sono state selezionate 16 operazioni che rispondevano ai criteri di selezione stabiliti in fase di ricerca. Identificato il campione, l’analisi si è concentrata sull’osservazione delle performance evidenziate dagli 8 bidder nel periodo pre e post merger con riferimento quindi al quinquennio 2001-2005; i dati sono mutuati dai bilanci di esercizio delle singole società bidder.

La verifica empirica è stata prodotta prendendo in considerazione la metodologia di analisi nota come *accounting approach* basata sull’utilizzo dei dati contabili e volta a individuare i cambiamenti nelle performance economiche e finanziarie degli intermediari coinvolti nelle operazioni di M&A. L’analisi è stata proposta prendendo in

considerazione alcuni lavori ispirati all'*accounting approach*. Nello specifico, ci si riferisce all'analisi condotta da Panetta-Focarelli-Salleo (1999) e al lavoro di Altunbas (2004).

Il profilo indagato ha riguardato, specificamente, il trend della redditività e dell'efficienza tenendo conto dell'impatto che l'operazione di M&A ha prodotto sui risultati aziendali. Se l'obiettivo dell'operazione di M&A è quello di produrre un incremento del valore bancario per l'effetto singolo o combinato della flessione dei costi e dell'incremento dei ricavi, *ex-post* si dovrebbe verificare una crescita della ricchezza, misurata tramite un'evoluzione positiva degli indicatori di profittabilità (ROE, ROA e così via).

Per poter procedere a un'analisi di insieme delle unità campionarie sono stati scelti alcuni indicatori che hanno consentito di delineare un quadro d'insieme circa l'impatto delle operazioni di M&A sulle performance economiche degli istituti coinvolti nelle stesse. L'analisi effettuata si è sviluppata seguendo due direttrici. In prima battuta è stato osservato il profilo della redditività attraverso l'analisi dei seguenti indici:

- a. commissioni nette su margine di intermediazione;
- b. utile di esercizio su totale attivo (ROA);
- c. utile di esercizio su patrimonio netto (ROE);

In seconda battuta l'analisi ha preso in considerazione il profilo dell'efficienza. La costruzione di un indice sintetico di efficienza non è molto agevole, pertanto, in questa sede si è preferito utilizzare tre indicatori come *proxy* dell'efficienza da leggere congiuntamente; nello specifico si tratta dei seguenti:

- a. margine di interesse su totale attivo;
- b. costi operativi su margine di intermediazione;
- c. costo del personale su margine di intermediazione.

L'obiettivo dell'analisi è misurare l'impatto delle fusioni e acquisizioni sulle performance economico-finanziarie degli istituti che fanno parte del campione di indagine.

**PARTE PRIMA**

**IL FENOMENO DELLA CRESCITA DIMENSIONALE: DALLO STATO DELL'ARTE**

**ELEMENTI DI TEORIA A CONFRONTO**

## CAPITOLO I

### IL TESSUTO IMPRENDITORIALE IN ITALIA E LE PROSPETTIVE DI CRESCITA

#### 1.1 LA DIMENSIONE DELLE IMPRESE: ASPETTI DEFINITORI

Il tema della definizione dimensionale delle imprese e il concetto di piccola impresa hanno richiamato l'attenzione non solo degli studiosi ma anche dei *policy makers*. Tuttora si registrano, in proposito, opinioni alquanto diversificate e spesso discordi che sono lungi dall'arrivare a una soluzione univoca e condivisa della qualificazione della piccola impresa. La difficoltà di giungere a una definizione concordata di piccola impresa è riconducibile all'estrema eterogeneità delle realtà che, seppur in via di prima approssimazione, si potrebbero far rientrare nella categoria summenzionata (Cortesi, 2004<sub>a</sub>, p. 19).

Fino alla prima metà degli anni Settanta dello scorso secolo era convinzione diffusa tra gli economisti, soprattutto americani, che il livello di avanzamento di un Paese fosse legato alla prevalenza, all'interno del sistema economico-produttivo, di imprese di grandi dimensioni. Questo assunto era logica conseguenza, essenzialmente, del fatto che in quegli anni giungeva al suo apice il favore nutrito dalle produzioni su larga scala: il *boom* dell'economia americana, a partire dagli anni Cinquanta, era stato trainato dallo sviluppo della produzione di massa di beni standardizzati realizzata da grandi imprese integrate verticalmente. Le imprese "cadette", di dimensione più contenuta, avevano destato fino ad allora un'attenzione marginale rispetto a quelle di grandi dimensioni e si riteneva che costituissero un fenomeno transitorio nel processo di sviluppo economico: la presenza di imprese di piccole dimensioni era associata all'idea che si trattasse di entità nate prevalentemente in corrispondenza di fasi di ristrutturazione di imprese maggiori penalizzate da scale di produzione spesso inefficienti, con scarsa produttività dei macchinari, con costi di produzione più elevati e che si trovavano a occupare posizioni di dipendenza dalla grande impresa.

Pertanto, la presenza di imprese di dimensione più limitata era considerata sinonimo di arretratezza di un Paese o, comunque, testimonianza di processi di industrializzazione non ancora portati a termine. In questo quadro, le imprese di minori dimensioni non potevano che essere considerate alla stregua di "soggetti" instabili, destinati

inevitabilmente a crescere per sopravvivere e ad assumere la configurazione di grande impresa<sup>4</sup>.

Si venne a delineare uno spaccato di magnificenza della grande impresa nel quale, tuttavia, non mancarono voci discordanti che misero in dubbio la sistematica esistenza di una correlazione diretta fra la dimensione della singola impresa e la sua relativa profittabilità. Il primo e più illustre economista che sollevò la questione fu Marshall il quale osservò, in particolare, con riferimento al segmento manifatturiero, come i vantaggi della produzione su larga scala potessero esser conseguiti raggruppando piccoli produttori autonomi in uno stesso distretto: i cosiddetti *cluster* industriali<sup>5</sup>.

La teoria dello sviluppo delle imprese ha successivamente dimostrato che l'equilibrio economico può essere raggiunto indipendentemente dalle dimensioni aziendali delle imprese stesse<sup>6</sup>. Le imprese di minori dimensioni possono, infatti, occupare nicchie di mercato, realizzando economie interstiziali in grado di compensare in parte gli svantaggi derivanti dalle ridotte economie di scala e di superare il limite dimensionale attraverso la maggiore elasticità che caratterizza le loro strutture produttive e organizzative<sup>7</sup>. Nel corso degli anni Settanta si è assistito a un poderoso incremento, a livello globale, del modello organizzativo dell'attività di impresa basato sulla dimensione medio-piccola; tale diffusione è coincisa con la crisi del sistema delle grandi imprese di matrice fordista trovando, inoltre, nelle molte innovazioni tecnologie del tempo, soprattutto di carattere informatico, uno strumento chiave per la gestione delle diverse unità aziendali distinte.

---

<sup>4</sup> A titolo di notazione si ricorda come *Chandler*, studioso delle strategie e della struttura delle imprese statunitensi, già nel 1962, analizzando le grandi imprese americane avesse sancito che il processo di crescita delle piccole e medie imprese verso organizzazioni più complesse fosse un percorso imprescindibile e inevitabile. A sostegno di tale affermazione intervennero, successivamente, le conclusioni cui era giunto un altro economista, *Jhon Galbraith*, secondo cui lo sviluppo nel tempo potesse essere esclusivo appannaggio delle imprese di grandi dimensioni, grazie alla loro organizzazione più efficiente, alla loro capacità di pianificazione, alla presenza di nuclei di manager competenti, nonché alla minore esposizione agli effetti negativi di congiunture economiche. Secondo tali analisi il successo si riteneva legato indissolubilmente alle economie di volume conseguibili soltanto dalla grande impresa in funzione di produzioni di tipo intensivo (Cortesi, 2004<sup>a</sup>, p. 13).

<sup>5</sup> Per ulteriori approfondimenti si rimanda alla consultazione, fra gli altri, di Steindl, 1991.

<sup>6</sup> La teoria dello sviluppo delle imprese è stata elaborata da Penrose. Per un ulteriore approfondimento del tema si rimanda a Penrose, 1973.

<sup>7</sup> Si veda, al riguardo, Schumacher, 1973.

Le piccole imprese diventarono il focus degli interventi di molti governi e organismi sovranazionali diretti a definire e attuare politiche di sviluppo locale<sup>8</sup> (Cortesi, 2004<sub>a</sub>, p. 14).

Peraltro opinioni diversificate, e spesso configgenti, si registrano tuttora in relazione alla dimensione e al concetto stesso della piccola impresa. Specificamente, in relazione al primo elemento esistono due macro-tipologie di parametri utilizzati per l'identificazione delle imprese di piccole dimensioni: parametri di natura quantitativa e di natura qualitativa. I parametri si distinguono ulteriormente nelle seguenti due categorie:

1. strutturali quali il numero dei dipendenti, l'ammontare del capitale investito, la capacità produttiva;
2. operativi quali il volume d'affari, le quantità di beni prodotti e/o venduti, il valore aggiunto, la quota di mercato.

Ciascuna delle schematizzazioni menzionate, singolarmente prese, pur presentando dei pregi dimostrano delle restrizioni cogliendo solo alcuni aspetti delle realtà oggetto di indagine. La dimensione di un'impresa è un concetto multiforme che si presta a indagini in termini assoluti e relativi. Classificazioni di tipo meramente quantitativo sono spesso effettuate da organi di governo e di indirizzo, quali l'Unione Europea, e/o da istituti statistici.

Nell'ordinamento civilistico italiano non è si riscontra la definizione legislativa della "piccola impresa", piuttosto si definisce il "piccolo imprenditore"<sup>9</sup>. Parametri più rigorosi di tipo quantitativo sono emersi in seguito al recepimento della IV Direttiva Comunitaria in materia societaria in seguito al quale l'art. 2435 bis Codice Civile prevede la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata, al fine di semplificare le procedure amministrative delle imprese di minori dimensioni, senza con ciò fare esplicito riferimento alla piccola impresa. Possono beneficiare di quanto disposto

---

<sup>8</sup> Il tema delle dimensioni aziendali è stato ampiamente dibattuto in letteratura e parte dei numerosi Autori che hanno trattato la materia sono in sostanziale accordo sulla sfuggevolezza del concetto. Infatti la questione delle ridotte dimensioni di impresa e delle politiche di espansione delle stesse ha suscitato, sia in Italia che all'estero, il favore di moltissimi studiosi di matrice aziendalista che resero piuttosto vivo il dibattito. Si citano, fra gli studiosi più autorevoli, Zappa, 1956; Bianchi, 1963; Cattaneo, 1963; Dell'Amore, 1973; Pezzani, 1985; Corbetta, 1997.

<sup>9</sup> Si veda al riguardo l'articolo 2083 Codice Civile che definisce il piccolo imprenditore, ma che non evidenzia alcun parametro di carattere quantitativo strumentale all'individuazione delle imprese di piccole dimensioni.



dall'art. 2435 bis Codice Civile le imprese che nel primo esercizio o, successivamente, per due esercizi consecutivi, non superano due dei seguenti limiti:

- totale attivo dello stato patrimoniale pari a non oltre 3.125.000 euro;
- ricavi delle vendite e delle prestazioni pari a non oltre 6.250.000 euro;
- dipendenti occupati in media durante l'esercizio pari a 50 unità.

La Commissione Europea aveva proposto di limitare la proliferazione delle definizioni di piccole e medie imprese in uso a livello comunitario e la raccomandazione CE 280/1996, riguardante la definizione delle piccole e medie imprese, era fondata sull'idea che l'esistenza di definizioni diverse a livello comunitario e a livello nazionale potesse essere fonte di incoerenza. Nell'ottica del mercato unico, privo di frontiere interne, si era già considerato che il trattamento delle imprese dovesse essere fondato su una base costituita da regole comuni. La conferma di tale approccio si rese necessaria a fronte delle numerose interazioni tra provvedimenti nazionali e comunitari di sostegno alle microimprese, alle piccole e alle medie imprese (ad esempio in materia di Fondi strutturali e di ricerca) e per evitare che la Comunità indirizzasse le sue azioni a un certo tipo di PMI e gli Stati membri a un altro. Inoltre, il rispetto della stessa definizione da parte della Commissione, degli Stati membri, della Banca Europea per gli Investimenti (BEI) e del Fondo europeo per gli investimenti (FEI) può rendere più coerenti ed efficaci tutte le politiche a favore delle PMI, limitando i rischi di distorsione della concorrenza.

La raccomandazione 280/1996 aveva individuato con numeri sostanzialmente diversi il confine tra piccola, media e grande impresa introducendo un'ulteriore distinzione tra l'impresa industriale e di servizi (si veda in proposito la tab. 1.1).

**Tabella 1.1 – Parametri per l'individuazione della classe dimensionale delle imprese**

Parametri	Attività estrattive e manifatturiere		Servizi	
	Piccola	Media	Piccola	Media
N. dipendenti non superiore a	50	250	20	95
Fatturato non superiore, in mln di euro, a	7	40	2,66	15
<i>Oppure</i> attivo non superiore, in mln di euro, a	5	27	1,875	10,125
Se l'impresa è controllata per più del 25% singolarmente da un'altra impresa o congiuntamente da altre non è da considerare PMI				

Fonte: Cortesi, 2004<sub>a</sub>, p. 18

La Commissione Europea ha recentemente fornito (con la raccomandazione C 1422/2003) una nuova definizione della piccola impresa, entrata in vigore a partire dal 1° gennaio 2005, che modifica, incrementandoli, i parametri precedentemente individuati. Alla luce delle nuove soglie finanziarie e del numero di addetti effettivi la categoria delle PMI è costituita da tutte quelle imprese che occupano stabilmente meno di 250 unità e il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro.

Viene, inoltre, fornito un ulteriore livello di dettaglio che discerne le imprese, all'interno della categoria testé descritta, in piccole e micro. Nello specifico, si definisce microimpresa quell'unità che occupa meno di 10 persone e realizza un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni di euro; mentre si definisce piccola impresa quell'unità che occupa meno di 50 persone e realizza un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo non superiori a 10 milioni di euro<sup>10</sup>.

È possibile, inoltre, citare la definizione data dalla BEI la quale, al fine di identificare le società ammissibili al finanziamento agevolato, non distingue tra piccole e medie imprese, ma considera tali quelle aventi un organico dipendente fino a 500 unità e un massimo di 75 milioni di euro di immobilizzazioni nette e che al contempo non siano detenute da imprese più grandi per più di un terzo del capitale sociale. Diverse sono, poi, le classificazioni definite dagli organismi di statistica: sia l'Istituto

<sup>10</sup> Per ulteriori informazioni sulle disposizioni relative alla classificazione delle imprese si rimanda alla consultazione delle raccomandazione emesse dalla Commissione Europea.

Nazionale di Statistica (Istat) che lo *Statistical Office of the European Communities* (Eurostat) suddividono le aziende in funzione di un unico parametro di tipo quantitativo (il numero di addetti) distinguendo le seguenti quattro classi:

- microimprese: da 1 a 9 addetti;
- piccole imprese: da 10 a 49 addetti;
- medie imprese: da 50 a 249 addetti;
- grandi imprese: da 250 addetti e oltre.

La situazione che emerge dal confronto di tali parametri distintivi è fortemente disomogenea anche in conseguenza del fatto che i fini di politica industriale dei vari organismi governativi necessitano di linee di demarcazione nette tra le imprese.

La caratteristica comune a tutte è quella di ancorare le dimensioni aziendali al numero dei dipendenti poiché la complessità aziendale–organizzativa è in qualche misura correlata positivamente al numero dei dipendenti, al fatturato e al totale di bilancio. La distinzione fornita dagli istituti di statistica soffre di un apparente elemento limitativo: non distingue tra loro, non prevedendo un livello di dettaglio, realtà aziendali presumibilmente varie e fortemente eterogenee in relazione alle proprie caratteristiche strutturali e gestionali, accogliendo in un unico aggregato organismi di carattere artigianale e aziende già sviluppate con assetti organizzativi e meccanismi di gestione tipici anche delle grandi imprese.

La definizione di piccola impresa che più delle altre sembra essere olistica e completa è rintracciabile in quella divulgata dall'Unione Europea che non fa ricorso esclusivo a un solo parametro, ma considera la contestuale esistenza di tre variabili quantitative (addetti, fatturato o attivo immobilizzato e grado di controllo societario da parte di un'altra impresa) che consentono una più dettagliata enucleazione delle realtà omogenee. Infatti limitare la distinzione tra piccole, medie e grandi imprese al solo aspetto dimensionale potrebbe risultare fuorviante e riduttivo.

L'orientamento che dovrebbe esser seguito nella classificazione dimensionale delle imprese si fonda quindi non solo sulla presenza di caratteri di tipo quantitativo, ma sull'integrazione degli stessi con alcuni caratteri di tipo qualitativo. Le modalità di funzionamento, i comportamenti tipici e le modalità di gestione che distinguono le piccole imprese non si basano solo sul fattore dimensionale, quanto piuttosto su determinate caratteristiche che sono proprie del soggetto economico, della proprietà, del

governo, delle modalità di stabilire relazioni inter/intra aziendali e delle soluzioni adottate per la produzione e per il mercato.

Le imprese che possono ricadere all'interno di una medesima classe presentano, nella più parte dei casi, delle similitudini dal punto di vista gestionale-organizzativo. L'elemento discriminante diventa per cui non il volume di produzione o l'entità dell'apparato dipendente, ma gli aspetti strutturali e di funzionamento delle imprese.

Tra le caratteristiche di tipo qualitativo di ausilio nella definizione della classe dimensionale delle imprese si ricordano le seguenti:

- forma giuridica: il valore segnaletico di tale parametro assume risalto solo per livelli dimensionali minimi dove si registra la costituzione soprattutto di imprese individuali e di società di persone. A fronte della limitazione della responsabilità patrimoniale e la possibilità di accedere a essa anche con modesto capitale sociale ha indotto gli imprenditori verso le forme societarie più "complesse" facendo di fatto perdere validità al parametro in oggetto;
- struttura organizzativa: la configurazione degli organi aziendali e degli insiemi di compiti e responsabilità loro assegnati appare positivamente correlata alla dimensione aziendale. Le aziende di piccole dimensioni tendono ad avere strutture organizzative poco formalizzate in funzione della loro modesta complessità gestionale, mentre l'incremento delle dimensioni comporta un fabbisogno di strutture organizzative in grado di supportare maggiori livelli di complessità;
- forme di finanziamento: è frequente rintracciare, tra le piccole e medie imprese, una maggior propensione all'autofinanziamento per il sostegno dello sviluppo aziendale; il ricorso al credito di medio e lungo termine attraverso il ricorso al canale bancario si configura correlato più a elementi soggettivi propri dell'imprenditore con particolare riferimento alla sua capacità di fornire garanzie a copertura del prestito che non alle caratteristiche oggettive della realtà imprenditoriale;
- scarso potere di mercato: ridotta capacità di condizionare il contesto competitivo di riferimento che caratterizza in modo ricorrente le piccole e medie imprese;

- attività su ambiti competitivi ristretti<sup>11</sup>: la piccola impresa appare spesso scarsamente compatibile con un posizionamento ampio lungo tutte le direzioni, con una strategia di focalizzazione attraverso cui l'impresa sceglie un ambito sul quale perseguire un vantaggio competitivo di costo o di differenziazione;
- profilo strutturale dei mercati di riferimento: la piccola impresa opera spesso su settori frammentati<sup>12</sup> in cui competono molte imprese ognuna con un'esigua quota di mercato e un'influenza ridotta sullo stesso o su settori concentrati<sup>13</sup> dove esistono aree poco attrattive per le imprese maggiori o in settori dove si registra una domanda emergente e non si è ancora pervenuti alla definizione netta della struttura di mercato;
- ristrettezza del team al vertice: caratteristica ricorrente delle imprese di ridotte dimensioni. Si tratta di un fattore favorevole e penalizzante allo stesso tempo: se da un lato agevola infatti il processo decisionale e la velocità di azione dall'altra la mancanza di competenze e di tempo nel direttivo dell'azienda non rende possibile intraprendere lo sviluppo lungo tutte le dimensioni;
- sostanziale coincidenza tra proprietà e management: sovente nelle imprese di piccole dimensioni si registra l'accentramento in capo alla stessa persona delle funzioni di direzione e controllo. Tale sovrapposizione è causa e conseguenza di uno scarso sviluppo della struttura organizzativa e di uno scarso ricorso ai processi di delega. Pur rappresentando, da un verso, un fattore di successo in quanto garantisce una maggiore rapidità nei processi decisionali e nell'implementazione delle strategie, d'altra parte può costituire una minaccia per la continuità stessa dell'impresa qualora dovessero mancare uno o alcuni membri del direttivo. In generale uno stile di direzione accentrato e con un elevato grado di coesione è un elemento di successo per le imprese di minori

---

<sup>11</sup> Gli ambiti competitivi di cui si fa menzione si riferiscono al conseguimento di un vantaggio competitivo. In dettaglio si fa riferimento all'ambito geografico, all'ambito di integrazione verticale, all'ambito di settore, all'ambito di segmento e all'ambito di gamma.

<sup>12</sup> Nei settori frammentati si registra la presenza di ridotte economie di scala o la forte differenziazione dei bisogni espressi dai consumatori: la presenza di tali elementi funge da deterrente nei confronti della concentrazione del settore poiché ostacolano l'assunzione di posizioni di controllo tramite una quota significativa del mercato.

<sup>13</sup> Nei settori concentrati la piccola imprese esiste se riesce a ritagliarsi un proprio spazio di competitività attraverso un'efficiente segmentazione dei bisogni e attraverso la valorizzazione di interstizi di mercato lasciati scoperti dalle grandi imprese di cui riescono ad appropriarsi grazie alla loro maggiore flessibilità e in presenza di inefficienza dei leader di grandi dimensioni. La presenza di una leadership di mercato efficiente infatti renderebbe loro difficile l'ingresso nel settore e successivamente poco conveniente la permanenza sullo stesso.

dimensioni se saputo sfruttare sapientemente in termini di rapidità decisionale e di adattamento ai cambiamenti ambientali; la sovrapposizione tra proprietà e controllo si configura quindi quale elemento utile per le imprese di piccolissime dimensioni, ma si connaturerebbe inefficace in presenza di realtà con dimensioni più importanti e con fabbisogni organizzativo-gestionali difficilmente accentrabili;

- limitatezza dei manager: tra le imprese “cadette” è sovente lo scarso ricorso ai manager per il concorso di due cause fondamentali. La prima, e forse anche la più rilevante, è di natura culturale: alcuni imprenditori non riconoscono infatti che l’apporto di persone esterne competenti dal punto di vista professionale possa incrementare il valore aggiunto della gestione d’impresa; altra causa, altrettanto rilevante, scaturisce dalla simbiosi, piuttosto frequente, che si crea tra la famiglia e l’impresa (la maggior parte delle imprese di piccole dimensioni attive in Italia si sovrappongono con le imprese a gestione familiare). Si tratta di un elemento che provoca forti ripercussioni sulla struttura e sul finanziamento dell’impresa nonché sulle sue modalità di sviluppo<sup>14</sup>.

A chiosa di siffatta panoramica appare possibile affermare che le imprese di piccole dimensioni si presentano solitamente caratterizzate da una struttura organizzativa semplice, forme di finanziamento dipendenti dalla figura dell’imprenditore, gestione diretta e autonoma svolta dal soggetto imprenditoriale, sovrapposizione istituzionale tra famiglia e impresa, presenza su ambiti competitivi ristretti e basso potere di mercato<sup>15</sup>.

Nonostante le imprese di piccole e medie dimensioni siano spesso accomunate all’interno di una classe omogenea, va ricordato che queste ultime, soprattutto di recente, cominciano a costituire oggetto di uno studio separato<sup>16</sup>. Generalmente le medie imprese, rispetto alle piccole, appaiono guidate da un più cospicuo numero di persone, operano su contesti competitivi più ampi e all’interno della loro struttura organizzativa si delineano, in misura più marcata, i confini tra l’imprenditore, l’organo di governo e le risorse manageriali spesso facenti capo a soggetti qualificati esterni all’azienda. Le medie imprese sono inoltre in grado di esercitare, seppur in modo non

---

<sup>14</sup> Ulteriori elementi di approfondimento sulle modalità di sviluppo delle imprese saranno forniti nelle pagine a seguire.

<sup>15</sup> La rispondenza ai criteri precedentemente riportati non è sempre automatica e immediata: esistono infatti piccole imprese cui riconoscere uno spiccato potere nel loro mercato di riferimento e con strutture organizzative molto complesse.

<sup>16</sup> Si vedano per ulteriori approfondimenti in proposito, fra gli altri, Corbetta, 2000; Previtali-Aversa, 2000.

molto incisivo, una certa influenza sulle dinamiche del mercato su cui operano; anche dal punto di vista finanziario nelle medie imprese si assiste a una maggiore articolazione della struttura delle fonti di finanziamento; all'adozione di strumenti formalizzati di gestione dei fenomeni finanziari e talora all'apertura del capitale a soggetti terzi.

In sintesi, emerge il permanere di estrema variabilità in tema di dimensioni aziendali e soprattutto di classificazioni dimensionali delle imprese. Le possibili classificazioni proposte dai vari organismi conducono a risultati raramente univoci pur suggerendo l'applicazione convenzionale di parametri quali/quantitativi che generano incertezza soprattutto per le imprese che ricadono nelle zone marginali delle classi.

Ne consegue che il processo di determinazione di confini netti nella dimensione aziendale per l'identificazione di un'unità produttiva come micro, piccola, media o grande impresa si presenta tutt'altro che agevole (Cortesi, 2004<sub>a</sub> pp. 14-28).

### ***1.1.1 L'IDENTITÀ DELLA PICCOLA IMPRESA: PUNTI DI FORZA E DI DEBOLEZZA A CONFRONTO***

Le piccole imprese presentano una vocazione verso le produzioni tradizionali e costituiscono tuttora, nonostante i giudizi approssimativi di alcuni studiosi che, in particolare prima degli anni Ottanta, le ritenevano delle anomalie del sistema produttivo, la base fondamentale dell'economia italiana<sup>17</sup>. Negli ultimi decenni, infatti, la letteratura economica e manageriale, prendendo coscienza del decadimento del modello di produzione gerarchico di matrice fordista a favore di modelli più flessibili e dinamici, ha prestato crescente attenzione al fenomeno cogliendo in esso non solo fattori di fragilità endogena, ma anche elementi di forza.

Sono molte le imprese italiane che nel tempo, pur essendo di piccole dimensioni, hanno mostrato vitalità imprenditoriale prosperando in termini di redditività pur mantenendo le caratteristiche proprie della dimensione ridotta. A primo acchito la maggior stabilità delle piccole imprese sarebbe l'immediata conseguenza della minor turbolenza che ha coinvolto i mercati nei decenni passati rispetto alla complessità dell'attuale contesto competitivo. In realtà pur in presenza di condizioni turbolente in

---

<sup>17</sup> In particolare il ruolo fondamentale delle piccole e medie imprese è stato riconosciuto a partire dalla fine della crisi degli anni Ottanta, quando i risultati economico-finanziari tratti da alcuni campioni di bilanci di grandi gruppi, di medie imprese e di imprese di piccole dimensioni dimostrarono come fossero state queste ultime a risentire meno della fase recessiva, sia sul piano economico che su quello competitivo, riuscendo poi a cogliere più prontamente i segnali di ripresa per uscire dalla recessione. Per ulteriori approfondimenti sul tema si rinvia a Brunetti-Corbetta, 1995 e Baldassi, 1998.

molti casi le imprese di piccole dimensioni sono riuscite a mantenere le proprie posizioni sul mercato registrando delle performance superiori rispetto ad altre organizzazioni aziendali di dimensioni maggiori.

L'innegabile successo ascrivibile alle imprese di ridotte dimensioni deriva dalla presenza di alcuni punti di forza che presentano talora un rovescio della medaglia trasformandosi in punti di debolezza e di fragilità.

Le peculiarità suscettibili di determinare condizioni di vantaggio sono distinte per attività ed enucleate di seguito.

- Flessibilità organizzativa: i rapporti fra l'imprenditore e il personale sono più diretti e caratterizzati da una maggiore informalità; ne consegue una spiccata fluidità nei flussi informativi all'interno dell'organizzazione. La flessibilità direzionale, ossia la capacità di modificare rapidamente la propria impostazione strategica ed organizzativa, riscontrabile all'interno delle imprese di piccola dimensione costituisce un importante elemento che garantisce un maggior coinvolgimento collettivo nello sforzo dell'impresa verso la creazione di valore;
- localismo: la piccola impresa struttura un legame più stretto con il tessuto locale nel quale risulta inserita che facilita i rapporti con i terzi; inoltre, ulteriori vantaggi derivano dalla vicinanza con i clienti e con i mercati di approvvigionamento e di sbocco se l'impresa è all'interno di un distretto produttivo. Non si trascuri, poi, che in siffatte circostanze le imprese possono essere stimolate alla creazione di network di unità produttive su base locale che consentirebbero il superamento di molti degli svantaggi insiti nei limiti dimensionali;
- partecipazione e motivazione del personale: nelle imprese di piccole dimensioni il personale ha, nella maggior parte dei casi, relazioni dirette con la proprietà soprattutto alla luce del fatto che in molti casi le imprese in oggetto sono di tipo familiare per cui si trae beneficio da eventuali legami di parentela con l'imprenditore;
- capacità di attrarre/trattenere potenzialità in termini di risorse umane: l'accumulo di esperienza è spesso in grado di sopperire, all'interno delle imprese di piccole dimensioni, alla mancanza di economie di scala tipiche delle imprese di dimensioni maggiori. Le conoscenze che si formano e si consolidano fanno capo all'imprenditore e ai pochi suoi collaboratori per cui la loro circoscrizione



gli conferisce una caratteristica di univocità difficilmente imitabile dai concorrenti: le piccole imprese contribuiscono in buona misura all'introduzione sul mercato di nuovi prodotti e servizi e all'adattamento dei beni esistenti in coerenza alle esigenze della clientela. La capacità innovativa basata sull'inventiva è peraltro formalmente legata alla possibilità di operare in stretto contatto con clienti e fornitori e alla possibilità di accedere a network in grado di favorire la messa a punto di novità utilizzando degli strumenti che spesso esulano dalla mera tecnologia;

- flessibilità produttiva: la piccola impresa si presta molto di più rispetto a quella di maggiori dimensioni nel proporre e/o offrire un prodotto/servizio fortemente personalizzato. Non va inoltre trascurato un ulteriore punto di forza delle piccole imprese che deriva dalla rapidità con cui le stesse possono adeguare, qualitativamente e quantitativamente, sia la struttura che l'attività operativa alle variazioni della domanda. Le piccole imprese adattano infatti i propri livelli di produttività, in settori caratterizzati da produzioni specializzate e da contesti ambientali esterni instabili, in modo molto più efficiente da quanto dimostrato dalle imprese di dimensioni maggiori che in tale circostanza si configurano meno flessibili;
- contatto diretto con la clientela: le imprese in oggetto dimostrano un'elevata capacità nella fidelizzazione della clientela e il loro successo è spesso da imputare all'abilità di creare relazioni di reciproca fiducia. Questa caratteristica aiuta le stesse a differenziarsi dalle relazioni standard che invece caratterizzano i rapporti tra la clientela e le imprese di maggiori dimensioni. Un contatto assiduo e frequente con la clientela consente di poter interpretare e anticipare eventuali variazioni nei gusti del target di clienti di riferimento;
- ampia conoscenza del mercato di riferimento: il connubio dei punti di forza citati si riflette in una più dettagliata conoscenza del mercato di riferimento che è una *condicio sine qua non* per poter identificare le minacce e le opportunità che dallo stesso conseguono adeguando tempestivamente la propria strategia competitiva e il proprio orientamento strategico di fondo.

Agli indubbi punti di forza di cui sopra fa riscontro la contestuale presenza di altrettanti punti di debolezza che rientrano tra le più ricorrenti cause di mortalità delle piccole

imprese. I principali svantaggi che pervadono la tipologia di imprese in oggetto sono riassumibili come di seguito proposto:

- frequente impiego di personale poco qualificato: le imprese minori esercitano una scarsa attrattività nei confronti delle figure professionali più valide e incontrano maggiori difficoltà, rispetto alle antagoniste, nel mantenerle all'interno del proprio sistema. In suddette imprese infatti gli spazi per la crescita professionale sono piuttosto limitati dal ruolo dell'imprenditore che tende ad accentrare presso di sé la più parte delle funzioni direttive e di responsabilità. Da questo punto di vista la concorrenza che le imprese minori si trovano a dover fronteggiare nei confronti delle imprese di medie e grandi dimensioni è davvero notevole;
- debolezza della struttura finanziaria: altro fenomeno ricorrente nelle imprese di ridotte dimensioni è quello della sottocapitalizzazione, ossia della limitata presenza di capitale di rischio a sostegno dei fabbisogni di finanziamento. Tale circostanza vincola lo svolgimento dell'attività e pone soprattutto degli importanti vincoli ai percorsi di espansione delle piccole imprese. D'altronde il sistema creditizio non consente espansioni dell'indebitamento oltre determinati rapporti rispetto alla consistenza del capitale. Fra tutti i punti di debolezza la struttura finanziaria delle imprese di minori dimensioni rappresenta l'elemento discriminante più rilevante. Si traduce nella difficoltà di ottenere finanziamenti adeguati al sostegno della crescita dell'impresa. È un problema che caratterizza soprattutto le aziende di dimensioni piccolissime, quelle più giovani e soprattutto le aziende del Centro-Sud della Penisola. È una situazione riconducibile alla scarsa cultura imprenditoriale degli intermediari finanziari che, secondo un'accezione tradizionalista, valutano l'affidabilità dell'impresa e dell'imprenditore in funzione delle disponibilità patrimoniali<sup>18</sup>. Inoltre altro aspetto che influenza negativamente lo *standing* creditizio delle piccole imprese è la sovrapposizione del patrimonio della famiglia con quello dell'impresa;
- difficoltà di accesso al capitale di rischio: le strutture finanziarie delle piccole imprese in relazione alla tipicità dei loro percorsi di patrimonializzazione si

---

<sup>18</sup> Ci si riferisce in particolare agli strumenti di finanziamento tradizionali cui si accompagna però la finanza innovativa in grado di consentire un sostegno finanziario alle imprese che in parte prescindono dalle garanzie patrimoniali e si focalizza sulle reali opportunità imprenditoriali (per es. *venture capital*, *private equity* e così via).

basano essenzialmente sull'autofinanziamento. Il capitale di rischio rimane tendenzialmente concentrato nel nucleo proprietario di costituzione dell'impresa e piuttosto rari sono i casi in cui si verifica un allargamento della compagine societaria. Si possono individuare due ragioni fondamentali. In Italia non esiste ancora un evoluto segmento di mercato dei capitale delle piccole imprese pur ricordando la presenza di investitori istituzionali che investono in piccole realtà; inoltre, e si configura probabilmente come la giustificazione più grave a testimonianza dell'arretratezza dello spirito imprenditoriale, si segnala un diffuso atteggiamento di chiusura dei piccoli imprenditori restii ad allargare la compagine societaria verso l'esterno per il timore di subire interferenze nella conduzione o di perdere progressivamente il controllo della gestione;

- focalizzazione sugli aspetti produttivi: nelle piccole imprese si riscontra un orientamento tecnico-produttivo quasi esclusivo dove l'interesse prevalente è rivolto alla specifica attività produttiva a scapito degli aspetti gestionali. L'area del marketing, della finanza, dell'organizzazione e sviluppo delle risorse umane, della logistica e del controllo di gestione assumono un'importanza non del tutto prioritaria: la gestione viene intesa soprattutto come attività prettamente tecnica in cui assume rilevanza la conoscenza approfondita dei processi di trasformazione. La ragione di questo orientamento dipende direttamente da uno dei punti di forza precedentemente menzionati da ricercarsi nella convinzione diffusa, all'interno delle imprese minori, che uno dei fattori critici di successo, se non il primario, sia la capacità di realizzare prodotti di alta qualità e scarsamente standardizzati. Nonostante ne derivi un elemento di vantaggio nella fidelizzazione della clientela può causare una lenta propensione nel recepire e nel rispondere repentinamente agli stimoli provenienti dall'esterno;
- difficoltà ad avviare e gestire processi di ricerca e sviluppo per l'innovazione: lo scarso sviluppo delle attività di R&S non è da imputare, o almeno non solo, alla mancanza di interesse da parte delle imprese verso le attività suddette, quanto piuttosto all'impossibilità delle stesse di far fronte agli ingenti investimenti, in termini di capitale finanziario e di risorse umane, da destinare allo sviluppo dell'attività;
- assenza di gestione strategica e di cultura manageriale: tipici punti di debolezza delle piccole imprese che derivano dall'identificazione dell'impresa con la

persona dell'imprenditore. La carenza di cultura manageriale si attenua nelle imprese guidate da imprenditori più giovani che presentano un grado di dinamismo superiore rispetto agli imprenditori senior. Siffatte carenze diventano via via determinanti al crescere della complessità sia interna che esterna dovuta all'incremento del carico di responsabilità dell'imprenditore che di fatto gli impedisce di concentrarsi in via esclusiva sugli aspetti aziendali più critici;

- eccessivo accentramento dell'attività di guida in capo all'imprenditore: in molte piccole imprese la sovrapposizione dell'impresa con l'imprenditore e l'accentramento dei processi decisionali comporta una notevole contaminazione degli stessi da parte dell'intuito e dell'esperienza dell'imprenditore medesimo, al punto da sostituire gli strumenti di analisi e di pianificazione di cui dovrebbero essere dotate anche le imprese minori.

Il rischio principale in cui incorre la piccola impresa, che si identifica fortemente nella figura dell'imprenditore, è che il ciclo di vita dell'impresa segua la stessa evoluzione della vita dell'imprenditore e si concluda in corrispondenza del termine dell'impegno professionale di quest'ultimo. Sono infatti più che frequenti i casi di estinzione dell'impresa a causa della mancanza di una valida successione nella gestione in grado di assicurare continuità all'azienda. Dall'esposizione dei punti di forza e debolezza emerge, quindi, il ruolo chiave assunto dalle caratteristiche soggettive della persona dell'imprenditore e dalla sua capacità di conferire un'esistenza autonoma alla sua impresa (Cortesi, 2004<sub>b</sub>, pp. 30-35).

Nella tabella che segue (tab. 1.2) è riportato uno schema riepilogativo dei principali vantaggi e svantaggi che sono attribuibili alle imprese di ridotte dimensioni.

**Tabella 1.2 – I principali punti di forza e di debolezza delle piccole imprese**

<b>Punti di forza</b>	<b>Punti di debolezza</b>
Flessibilità organizzativa	Frequente impiego di personale poco qualificato
Localismo	Debolezza finanziaria
Partecipazione e motivazione del personale	Difficoltà di accesso al capitale di rischio
Capacità di attrarre/trattenere potenzialità in termini di risorse umane	Focalizzazione sugli aspetti produttivi
Flessibilità produttiva	Difficoltà ad avviare e gestire processi di ricerca e sviluppo per l'innovazione
Contatto diretto con la clientela	Assenza di gestione strategica e di cultura manageriale
Ampia conoscenza del mercato di riferimento	Eccessivo accentramento delle attività in capo all'imprenditore

Fonte: Cortesi, 2004<sub>a</sub>, p. 30

### 1.1.2 LA DIMENSIONE DELLE IMPRESE NELLE TEORIE ECONOMICHE

Le problematiche legate allo sviluppo dimensionale delle imprese rappresentano un campo di studio molto ampio e sono state analizzate, nel corso del tempo, seguendo diversi approcci sia teorici che empirici. Le posizioni assunte dalla teoria sono state eterogenee enfatizzando a tratti il ruolo della grande dimensione e a tratti criticando le strategie di crescita ed esaltando la flessibilità delle imprese minori. Nessuna posizione assunta poteva essere considerata valida in assoluto rispetto alle antitetiche: la presenza di un *trade-off* tra flessibilità e produttività ha consentito di porre l'accento sulla validità di una forma dimensionale rispetto a un'altra in relazione alla mutevolezza e al dinamismo delle condizioni ambientali e dello scenario competitivo. L'elemento discriminante è stato spesso identificato nella situazione finanziaria: secondo le interpretazioni tradizionali le imprese di dimensioni minori soffrirebbero di una minore efficienza nel reperimento delle fonti di finanziamento da cui scaturirebbe, quindi, una riduzione della competitività delle piccole imprese. Siffatte considerazioni determinarono l'accentuarsi di posizioni critiche sulla valutazione del complessivo stato di competitività dell'intero sistema produttivo del Paese caratterizzato dalla capillare presenza di imprese di ridotte dimensioni, nonostante il perdurare di posizioni di successo di alcune piccole imprese italiane e non solo in nicchie di mercato ben determinate (Zanetti, 2000, p. 15).

Da un punto di vista teorico il fenomeno<sup>19</sup> della piccola dimensione è stato analizzato con riferimento a due aspetti: l'esistenza di una dimensione ottimale per la singola impresa e la giustificazione delle asimmetrie dimensionali fra le imprese nei diversi contesti di attività. La teoria di impresa ha perseguito nel tempo la definizione di parametri sufficientemente determinanti e generali che potessero spiegare la dimensione dell'impresa e motivare la coesistenza di imprese di differenti dimensioni nello stesso contesto competitivo e in condizioni di economia. Di seguito si riportano i principali

---

<sup>19</sup> L'uso della parola "fenomeno" associata alla piccola impresa è molto comune nella letteratura dell'argomento ed è giustificata da molte evidenze empiriche che hanno dimostrato la reale conformazione del sistema produttivo italiano costituito quasi interamente da piccole imprese. Secondo i dati del Censimento Istat del 1991 le piccole imprese con un organico fino a 10 addetti rappresentavano il 94% del totale delle imprese presenti sul territorio nazionale e assorbivano il 49,5% degli occupati. Secondo i dati del Censimento Istat Industria e Servizi del 2001 le piccole imprese, con un organico fino a 10 addetti, rappresentavano in valore assoluto 3.877.834 su un totale di 4.083.166 imprese; gli addetti occupati dalle imprese di tale classe dimensionale ammontavano a 7.296.190 unità su un totale pari a 15.712.908 addetti (46% degli occupati totali).

contributi che la teoria economica ha realizzato con riferimento al tema della dimensione aziendale<sup>20</sup>:

- le teorie neoclassiche degli equilibri generali e la conseguente negazione del problema dimensionale. Questa teoria, che ha caratterizzato gli studi economici dei primi del XX secolo, riportava dei modelli di rappresentazione della realtà che si limitavano o all'intero sistema o i singoli mercati senza lasciare molto spazio ai singoli attori economici coinvolti, ne conseguiva una struttura di mercato riconducibile a due disegni opposti: la concorrenza perfetta e il monopolio, proponendo nel primo caso una dimensione di impresa pressoché infinitesimale e nell'altro, ipotizzata l'assenza di concorrenti, la dimensione coincideva con quella del mercato;
- l'approccio economico-industriale che sottende la visione tecnologica della dimensione d'impresa (economie di scala e/o di scopo) e quella competitiva (il potere di mercato). Trova il suo fondamento nel paradigma "Struttura-Condotta-Performance" secondo cui la dimensione di impresa si determina attraverso la curva dei costi di lungo periodo con le economie di scala e di scopo che definiscono il limite minimo della dimensione. Seguendo un secondo approccio della medesima teoria, emerge una correlazione diretta fra il grado di concentrazione del mercato e il tasso di profitto e contiene un implicito riferimento alla ricerca della maggior dimensione e quindi alla maggior concentrazione;
- le teorie manageriali che fanno leva sulla crescita e sulla divergenza di obiettivi degli *stakeholders*. Esse non affrontano la problematica dimensionale nell'ottica del mercato poiché fanno della crescita lo scopo preminente del management, che sarebbe caratterizzato da una funzione obiettivo divergente rispetto a quella della proprietà, quest'ultima più propensa a mantenere la stabilità dei risultati e la crescita nel reddito rispetto al management, invece, più proteso verso l'incremento della quota di mercato e verso l'espansione delle vendite, aspetti direttamente correlati alla remunerazione e al prestigio dei manager stessi;
- la teoria istituzionale che lega la presenza e la dimensione delle imprese al *trade-off* fra i costi di transazione del mercato e i costi di

---

<sup>20</sup> L'esposizione sarà evidenziata solo per circoscrivere, seppur in modo incompleto, il problema delle dimensioni delle imprese.

coordinamento/controllo della gerarchia. Secondo questa teoria l'impresa tenderà ad aumentare le proprie dimensioni quando (internalizzando fasi precedentemente svolte tramite scambio) il costo marginale dell'internalizzazione eguaglia il costo marginale del ricorso al mercato;

- le teorie evoluzionistiche che definiscono la dimensione di impresa e la sua sopravvivenza in funzione dell'attività di innovazione e/o cambiamento dalla stessa intrapresa. Le fondamenta più recondite di tale teoria si rifanno ai lavori di Schumpeter sul ruolo della necessaria e continua attività di innovazione tecnologica e organizzativa ai fini del miglioramento del proprio posizionamento competitivo. La caratteristica implicita di tali teorie si basa sulla correlazione positiva fra la dimensione dell'impresa e la capacità di spesa in R&S. Tali posizioni sono state in parte ridimensionate nel corso degli anni '70 da alcuni studi condotti con lo spirito di restituire una capacità innovativa anche alle imprese minori;
- le teorie dei network che introducono il problema della ridefinizione dei confini orizzontali e verticali dell'impresa stessa mettendo in secondo piano la dimensione ottimale della singola unità.

Dalla breve disamina dei principali filoni teorici che affrontano il problema della dimensione dell'impresa emerge come il ruolo assegnato alle PMI sia stato marginale e sicuramente inferiore all'esistenza e alla persistenza delle stesse nei processi di creazione del valore (Zanetti, 2000, pp. 17-22).

## **1.2 LE PMI ITALIANE: IL RUOLO E LA SPECIALIZZAZIONE SETTORIALE**

Il tessuto economico-produttivo nazionale è connaturato dalla presenza di alcune peculiarità che meritano di essere richiamate.

In primo luogo, l'elemento portante del nostro sistema industriale è rappresentato da imprese di piccole e medie dimensioni le quali hanno a lungo goduto di caratteristiche di efficienza e competitività grazie, soprattutto, alla flessibilità e alla capacità di catturare innovazioni realizzate da altri. Tuttavia, attualmente i mutamenti dei sistemi finanziari in atto hanno ridotto alcune delle caratteristiche positive di questo modello, mettendone in luce gli elementi di fragilità. Lo stesso processo di concentrazione, che costituisce uno dei risultati più evidenti dell'evoluzione del sistema bancario italiano,

può significare per le piccole e medie imprese la perdita dei principali interlocutori, con evidenti ripercussioni negative sulle possibilità e sulle modalità di accesso al credito.

In secondo luogo, il nostro tessuto imprenditoriale è costituito in prevalenza da imprese a conduzione familiare, le quali sono definibili come le imprese in cui “una o poche famiglie, collegate da vincoli di parentela, di affinità o da solide alleanze detengono una quota del capitale di rischio sufficiente ad assicurare il controllo dell'impresa<sup>21</sup>” (Corbetta, 1995).

L'industrializzazione italiana ha avuto nel tempo, come noto, caratteristiche peculiari rispetto a quella degli altri paesi poiché si è realizzata grazie al considerevole apporto delle piccole e medie imprese tuttora presenti in modo capillare all'interno del sistema economico-produttivo<sup>22</sup>. Tuttora le piccole e medie imprese costituiscono la realtà principale su cui si basa l'economia nazionale. Specificamente, il 70% circa degli occupati nelle manifatture italiane lavora in realtà imprenditoriali con meno di 100 dipendenti, mentre in Francia il dato scende al 30% per contrarsi ulteriormente sia in Germania che negli Stati Uniti dove si rileva un valore pari al 20% (Istituto G. Tagliacarne, 2001).

La rilevante presenza di imprese di piccole e medie dimensioni è ulteriormente confermata dall'ottavo Censimento condotto dall'Istat (2001) il quale ha permesso la rilevazione di 4.138.219 unità locali<sup>23</sup> che impiegano 18.773.824 addetti. Di tali unità il 29,3% è costituito da aziende operanti nei settori industriali, il 32,2% da aziende operanti nel settore del commercio, il 36,9% da aziende che svolgono altri servizi e il restante 7% è rappresentato da istituzioni pubbliche e private (Cortesi, 2004<sub>b</sub>, pp. 43-46).

La maggior parte delle imprese nazionali, essendo sorta nell'immediato secondo dopoguerra attualmente si sta dirigendo verso il ricambio generazionale, con evidenti difficoltà nei casi in cui gli eredi non sono intenzionati a continuarne la gestione.

---

<sup>21</sup> Tale definizione comprende realtà profondamente diverse, caratterizzate da una serie di connotati distintivi che consentono una classificazione per tipologie. A tal proposito, si possono distinguere le imprese familiari in: domestiche, tradizionali, allargate e aperte. Sull'argomento si dispone di una letteratura molto vasta, per un quadro di sintesi si rinvia a Boldizzoni-Cifalinò-Serio, 2000, pp. 3-22; Demattè-Corbetta, 1993; Kets de Vries, 1996; Piva, 2001, pp. 13-24.

<sup>22</sup> In realtà la così massiccia presenza di piccole e piccolissime imprese viene quasi considerata un limite strutturale in grado di rallentare la crescita del tessuto economico-produttivo. Per ulteriori approfondimenti sul tema si vedano, fra gli altri, Onida, 2004; Trento, 2003; Pagano-Schivardi, 2001.

<sup>23</sup> L'unità locale costituisce il luogo fisico in cui l'entità giuridico-economica esercita l'attività.



Pertanto, l'attuale stato delle cose giustificherebbe la ricerca di processi di apertura del capitale societario all'esterno e la conseguente crescita dimensionale<sup>24</sup>.

Per molte delle imprese domestiche l'opzione della crescita esterna rappresenta ancora un'eccezione piuttosto che una tappa obbligata. L'opera di ristrutturazione e riqualificazione dell'assetto produttivo appare, però, improcrastinabile e l'accresciuta attenzione verso le operazioni di M&A si giustifica alla luce di alcune variabili oggettive come:

- l'espansione della quota di mercato con la diversificazione e il consolidamento della corrente posizione competitiva;
- l'ampliamento della gamma produttiva mediante l'acquisizione di operatori specializzati;
- l'estensione dei confini di influenza attraverso il perseguimento di una più minuziosa rete distributiva e l'ampliamento della clientela servita;
- la ricerca del salto dimensionale in grado di avvantaggiare l'impresa di economie di scala e di scopo (Del Prete, 2002, pp. 3-8).

La struttura imprenditoriale nazionale, con riferimento ai dati relativi al periodo 2000-2005, forniti da Movimprese<sup>25</sup>, risulta essere caratterizzata da una dinamica in costante crescita. Si osserva che le imprese registrate sono costantemente aumentate passando da 5.698.562 unità nel 2000 a 6.073.024 unità nel 2005, con un incremento, in valore assoluto, di 374.462 unità pari a un incremento relativo del 6,57%. Tuttavia, tale crescita si è manifestata in maniera più marcata a partire dal 2002 (tab. 1.3).

---

<sup>24</sup> La necessità di indirizzarsi verso le operazioni di crescita esterna si è proposta con particolare intensità a seguito del processo di globalizzazione dei mercati e del ruolo dei *competitors* europei ed extraeuropei, tra i quali risaltano soprattutto quelli di origine orientale, che stanno conquistando una quota non indifferente dei mercati imponendo un clima di ipercompetizione che prescinde dall'ubicazione geografica delle imprese e dai loro mercati di riferimento. La crescita dimensionale delle imprese, soprattutto per vie esterne, si configura perciò come una scelta obbligata, in quanto è la sola a poter garantire quantomeno il mantenimento delle posizioni competitive guadagnate.

<sup>25</sup> Movimprese è l'analisi statistica trimestrale della nati-mortalità delle imprese condotta da InfoCamere, per conto dell'Unioncamere, sugli archivi di tutte le Camere di Commercio italiane. Rappresenta la fonte più completa e aggiornata sulla demografia economica del Paese, rileva la numerosità e la distribuzione sul territorio provinciale, regionale e nazionale di tutti i soggetti economici tenuti all'iscrizione presso il Registro delle Imprese delle Camere di Commercio, analizzando i fenomeni demografici per settore di attività economica e per tipologia di forma giuridica dell'impresa.

**Tabella 1.3 – Le imprese registrate in Italia**

Sezioni e divisioni attività	Registrate <sup>26</sup>					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Agricoltura, caccia e silvicoltura	1.059.169	1.032.382	1.006.957	986.981	972.940	962.840
Pesca e servizi connessi	11.617	11.905	11.999	12.185	12.214	12.198
Estrazione di minerali	6.476	6.385	6.063	5.984	5.953	5.861
Attività manifatturiere	748.027	755.592	753.701	754.339	752.188	750.841
Produzione e distribuzione di energia, acqua e gas	2.864	2.946	3.025	3.286	3.425	3.498
Costruzioni	668.715	693.392	715.373	741.577	771.432	800.110
Commercio	1.524.792	1.542.387	1.549.119	1.563.262	1.581.817	1.591.028
Alberghi e ristoranti	262.409	266.552	271.883	277.557	285.118	292.842
Trasporti e comunicazioni	202.560	205.090	206.064	208.121	212.943	216.367
Intermediazione monetaria e finanziaria	102.686	108.464	109.344	109.170	108.008	109.023
Attività immobiliari, noleggio, informatica	497.648	524.510	537.665	558.621	581.272	605.352
Istruzione	15.444	16.536	17.363	18.207	18.939	19.661
Sanità	21.213	22.065	22.972	23.891	25.213	26.314
Smaltimento rifiuti, attività ricreative e altre attività	225.376	228.497	228.731	232.477	240.039	242.220
Servizi domestici presso famiglie	176	139	122	115	--	--
Imprese non classificate	349.390	375.756	390.473	409.110	426.248	434.869
<b>Totale</b>	<b>5.698.562</b>	<b>5.792.598</b>	<b>5.830.854</b>	<b>5.904.883</b>	<b>5.997.749</b>	<b>6.073.024</b>
<b>Variazione annua</b>	<b>--</b>	<b>1,65%</b>	<b>0,66%</b>	<b>1,27%</b>	<b>1,57%</b>	<b>1,26%</b>

Fonte: Rielaborazione propria su dati Movimprese-Infocamere (anni vari)

Come risulta dai dati riportati nella tabella 1.3 la maggior concentrazione di imprese si denota nel settore dell'agricoltura, delle attività manifatturiere, delle costruzioni, del commercio e delle attività immobiliari che, cumulativamente, rappresentano oltre il

<sup>26</sup> Ai fini di Movimprese si definisce registrata un'impresa presente in archivio e non cessata, indipendentemente dallo stato di attività assunto (attiva, inattiva, sospesa, in liquidazione, fallita).

77% in tutti gli anni della serie storica considerata. Il numero delle imprese registrate può essere confrontato con le imprese attive<sup>27</sup> (tab. 1.4).

**Tabella 1.4 – Le imprese attive in Italia**

Sezioni e divisioni attività	Attive					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Agricoltura, caccia e silvicoltura	1.048.210	1.021.288	996.362	976.384	962.512	952.443
Pesca e servizi connessi	10.795	11.079	11.218	11.410	11.474	11.492
Estrazione di minerali	4.585	4.501	4.409	4.327	4.301	4.224
Attività manifatturiere	639.778	645.508	648.122	647.691	643.267	640.054
Produzione e distribuzione di energia, acqua e gas	2.327	2.397	2.499	2.774	2.910	2.995
Costruzioni	589.707	613.041	640.513	665.834	694.770	722.424
Commercio	1.354.998	1.369.867	1.384.439	1.397.895	1.414.364	1.421.866
Alberghi e ristoranti	226.964	230.326	235.938	241.160	247.342	253.184
Trasporti e comunicazioni	183.856	185.979	187.548	189.104	193.506	196.276
Intermediazione monetaria e finanziaria	90.726	96.630	98.405	98.333	97.616	99.003
Attività immobiliari, noleggio, informatica	404.147	430.793	453.988	474.702	497.193	521.659
Istruzione	13.310	14.364	15.301	16.112	16.768	17.444
Sanità	16.720	17.594	18.706	19.683	21.040	22.167
Smaltimento rifiuti, attività ricreative e altre attività	202.459	205.544	209.137	212.706	220.274	222.709
Servizi domestici presso famiglie	153	118	102	94	--	--
Imprese non classificate	51.631	48.904	45.366	37.529	34.522	30.558
<b>Totale</b>	<b>4.840.366</b>	<b>4.897.933</b>	<b>4.952.053</b>	<b>4.995.738</b>	<b>5.061.859</b>	<b>5.118.498</b>
<b>Variazione annua</b>	<b>--</b>	<b>1,19%</b>	<b>1,10%</b>	<b>0,88%</b>	<b>1,32%</b>	<b>1,12%</b>

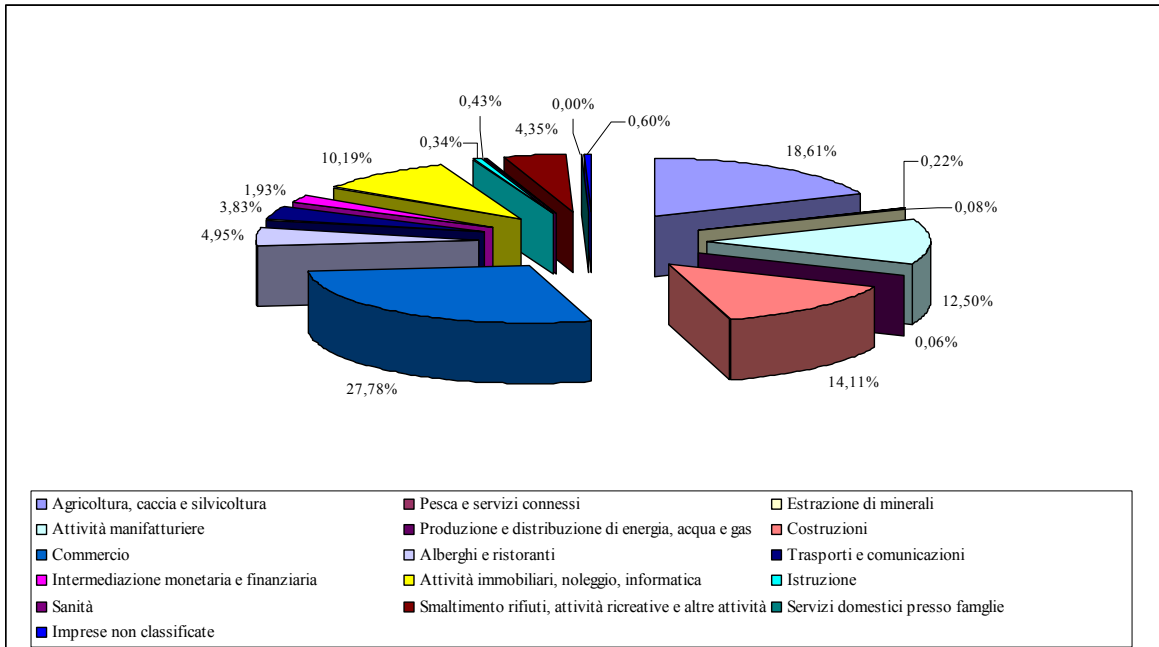
Fonte: Rielaborazione propria su dati Movimprese-Infocamere (anni vari)

Osservando il grafico 1.1, relativo alla specializzazione produttiva delle imprese attive italiane, si evince che, nel 2005, il tessuto imprenditoriale è costituito in prevalenza da aziende operanti nel settore del commercio, con il 27,78% rispetto al totale, seguite dal

<sup>27</sup> L'impresa attiva è l'impresa iscritta nel Registro delle Imprese che esercita l'attività e non risulta avere procedure concorsuali in atto.

settore agricolo (18,61%), dalle attività manifatturiere (12,50%) e dalle attività immobiliari (10,19%).

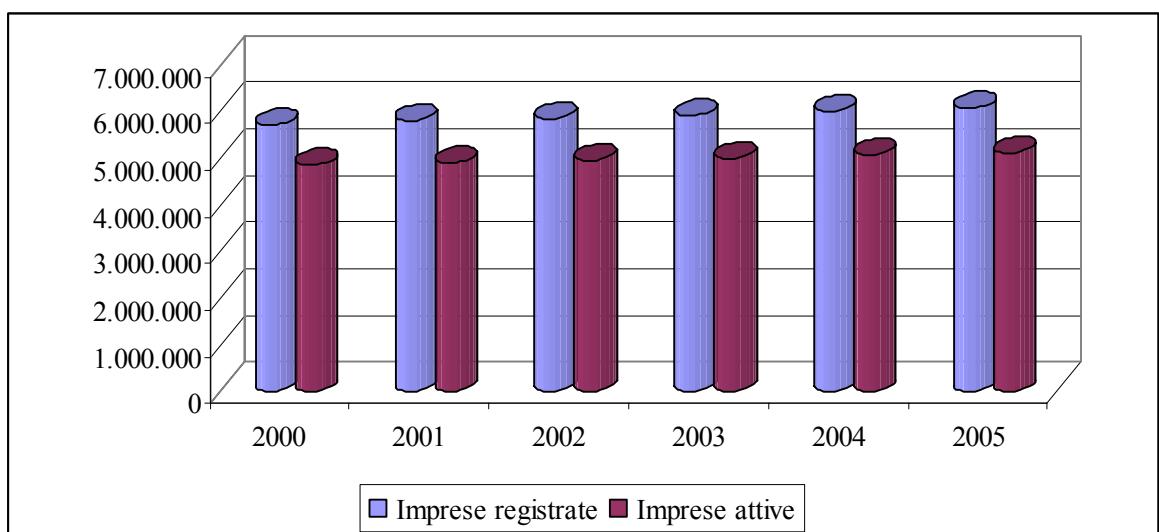
**Grafico 1.1 – La specializzazione settoriale in Italia (valori percentuali)**



Fonte: Rielaborazione propria su dati Movimprese-Infocamere (anni vari)

Il grafico 1.2 propone il confronto fra le imprese registrate e le imprese attive nel periodo 2000-2005 sul territorio nazionale. Emerge, in ciascuno degli anni, che le imprese che svolgono l'attività sono costantemente inferiori alle imprese registrate.

**Grafico 1.2 – Le imprese registrate e attive in Italia (valori assoluti)**



Fonte: Rielaborazione propria su dati Movimprese-Infocamere (anni vari)

Per quanto riguarda le forme giuridiche assunte dalle imprese in Italia, va segnalata la sostanziale prevalenza delle imprese individuali, che costituiscono la forma più snella per l'esercizio di impresa, di gran lunga più rappresentativa rispetto alle altre forme. Tuttavia, nel periodo considerato, sia per le imprese individuali che per le società di persone si può evidenziare un andamento decrescente rispetto al totale imprese attive, seppur marginale, in favore delle forme societarie più evolute e delle altre forme societarie (tab. 1.5).

**Tabella 1.5 – Composizione giuridica delle imprese in Italia**

Forma giuridica		Anni					
		2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Società di capitale</b>	Registrate	878.193	941.144	972.156	1.022.943	1.074.686	1.123.694
	Attive	490.427	529.512	570.829	600.513	632.769	670.953
	<i>Rapporto attive su totale imprese attive</i>	10,13%	10,81%	11,53%	12,02%	12,50%	13,11%
<b>Società di persone</b>	Registrate	1.188.608	1.209.285	1.214.272	1.225.899	1.237.527	1.248.342
	Attive	867.007	879.389	884.373	889.155	894.595	898.497
	<i>Rapporto attive su totale imprese attive</i>	17,91%	17,95%	17,86%	17,80%	17,67%	17,55%
<b>Imprese individuali</b>	Registrate	3.446.941	3451430	3.455.391	3.462.667	3.490.274	3.504.631
	Attive	3.389.839	3393648	3.397.444	3.404.505	3.431.407	3.445.265
	<i>Rapporto attive su totale imprese attive</i>	70,03%	69,29%	68,61%	68,15%	67,79%	67,31%
<b>Altre forme</b>	Registrate	184.820	190.739	189.035	193.374	195.262	196.357
	Attive	93.093	95.384	99.407	101.565	103.088	103.783
	<i>Rapporto attive su totale imprese attive</i>	1,92%	1,95%	2,01%	2,03%	2,04%	2,03%
<b>Totale</b>	<b>Registrate</b>	<b>5.698.562</b>	<b>5.792.598</b>	<b>5.830.854</b>	<b>5.904.883</b>	<b>5.997.749</b>	<b>6.073.024</b>
	<b>Attive</b>	<b>4.840.366</b>	<b>4.897.933</b>	<b>4.952.053</b>	<b>4.995.738</b>	<b>5.061.859</b>	<b>5.118.498</b>
<b>Rapporto attive su registrate</b>		<b>84,94%</b>	<b>84,56%</b>	<b>84,93%</b>	<b>84,60%</b>	<b>84,40%</b>	<b>84,28%</b>

Fonte: Rielaborazione propria su dati Movimprese-Infocamere (anni vari)

La crescente diffusione delle forme giuridiche più evolute evidenzia il miglioramento qualitativo del tessuto imprenditoriale nazionale in conseguenza del fatto che le società

di capitale rappresentano il passaggio naturale dalla piccola dimensione a quella medio-grande e dimostra, al contempo, il diverso approccio degli imprenditori verso l'apertura della compagine societaria e verso le operazioni di crescita.

### 1.2.1 LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE IMPRESE ITALIANE

Nel caso italiano, il sistema imprese appare strutturalmente qualificato dalla presenza di alcune peculiarità:

- poche *large corporates*;
- molte imprese di piccole e medie dimensioni;
- numerosissime micro-imprese e business sommersi.

Tale struttura, oltre a qualificare il tessuto imprenditoriale italiano come profondamente orientato alla piccola dimensione, determina un profilo caratteristico, manageriale e finanziario, dell'impresa e delle sue modalità di relazione con il sistema finanziario.

Nello specifico, con riferimento alle caratteristiche manageriali, i tratti distintivi sono da ricercare nel ruolo centrale che la famiglia proprietaria riveste nel ciclo di vita dell'impresa<sup>28</sup>, nelle forme tendenzialmente avverse all'apertura del capitale proprio a terzi. Con riferimento, invece, alle caratteristiche finanziarie, l'orientamento ai fidi multipli, la ricerca di elevati target di leva finanziaria e la preferenza verso forme di debito a breve termine appaiono dei requisiti difficilmente attenuabili.

La funzione finanziaria tende ad aumentare il suo peso con la crescita delle imprese; in quelle più piccole è pressoché inesistente, mentre nelle più grandi in alcuni casi diventa la funzione dominante. Ciò comporta una sfida per l'imprenditore, perché l'impresa diventa più difficile da gestire. La complessità è funzione crescente sia della varietà delle risorse finanziarie a cui si attinge (prestiti bancari, venture capital o azioni quotate, obbligazioni e così via), sia del numero e delle caratteristiche degli *stakeholder* coi quali si interagisce (ad esempio solo banche locali o anche grandi banche nazionali).

L'interazione con diversi *stakeholder* comporta la gestione di differenti obiettivi, spesso tra loro configgenti; le fonti di finanza più orientate al mercato richiedono strutture di *corporate governance* più articolate; le grandi banche e soprattutto i mercati richiedono una maggiore quantità di informazioni private che non sempre le imprese sono disposte a fornire e che comunque hanno un costo di produzione. Tutto ciò può

---

<sup>28</sup> Le imprese familiari svolgono un ruolo centrale nei sistemi produttivi delle società industrializzate. Esse rappresentano in molti Paesi la forma di organizzazione imprenditoriale di gran lunga più comune.

ostacolare la crescita, perchè a volte le imprese preferiscono concentrare le energie sulla risoluzione delle complessità legate alla sfera produttiva, piuttosto che su quella finanziaria, anche per via degli skill che sono tipicamente reperibili all'interno. Ciò rende fragile il processo di crescita. Potrebbero poi rinunciare alla crescita fin dall'inizio.

Nel suo processo di crescita, l'impresa modifica il peso delle differenti funzioni aziendali che gli sono necessarie per competere in modo soddisfacente. In linea generale, in imprese più grandi l'articolazione si fa più ricca, anche se alcune funzioni potrebbero essere gestite ricorrendo al mercato, semplificando quindi l'organizzazione interna. La funzione finanziaria tende ad aumentare il suo peso con la crescita, nelle imprese più piccole è pressoché inesistente, mentre nelle più grandi in alcuni casi diventa la funzione dominante. Inoltre, ha la caratteristica che difficilmente può essere esternalizzata; un'impresa, per crescere, deve sapere quindi gestire al suo interno questa funzione. Il peso della finanza cresce perchè gli investimenti diventano più complessi; ad esempio occorre gestire delle acquisizioni, o si internazionalizza. Al tempo stesso, occorre ampliare il numero dei finanziatori, perchè la tradizionale banca locale non basta più o perchè i soci non dispongono di sufficienti mezzi da investire in azienda; alcuni pensano alla borsa, o al private equity; altri alle emissioni obbligazionarie. Le differenti fonti di finanziamento hanno soglie minime di accesso e questo crea pertanto delle discontinuità nella condotta finanziaria, e di riflesso sulle politiche di investimento. Il passaggio da una struttura finanziaria in cui vi è soltanto autofinanziamento a una invece in cui vi sono anche altre fonti di finanziamento è una discontinuità organizzativa piuttosto rilevante, che comporta complessità crescenti da gestire, in funzione dell'articolazione delle fonti di finanziamento a cui si ricorre. I motivi sono essenzialmente tre: innanzitutto, l'impresa si assume l'onere di interagire con soggetti che hanno funzioni obiettivo molto differenti. L'imprenditore deve quindi assumere comportamenti che rispondano il più possibile a questa pluralità di obiettivi, che il più delle volte sono confliggenti. In seconda battuta, forme di finanziamento più orientate al mercato richiedono una struttura di governance molto più complessa. Infine, il flusso informativo che si deve produrre diventa più ricco, appesantendo le strutture amministrative. Le imprese che non sanno gestire queste complessità difficilmente riescono a crescere. Problemi di questo tipo vi sono in tutti i paesi, anche se con intensità differente. Questo crea evidentemente delle asimmetrie: in alcuni paesi in

sostanza il vincolo finanziario alla crescita può essere più stringente. In Italia è noto che le imprese hanno maggiore difficoltà a diventare grandi. I motivi sono numerosi, e tra di questi vi sono probabilmente anche motivi finanziari.

L'effetto congiunto delle menzionate caratteristiche determina l'intensità del rapporto fra imprese e sistema finanziario. Il flusso informativo dell'impresa verso le banche appare contenuto e parziale a causa del complesso e riservato rapporto che si instaura fra la famiglia e l'impresa. La prima controparte di rilievo che viene solitamente interpellata è il sistema bancario e in particolare la piccola banca, specialmente se l'impresa opera lontano dai grandi centri urbani. Si ritiene infatti generalmente che le grandi banche siano meno adeguate nel finanziamento delle PMI, e l'ipotesi trova fondamento nella letteratura sulla relazione banca-impresa, che enfatizza il ruolo delle banche di piccole dimensioni e con un forte radicamento territoriale nel finanziamento delle imprese più opache dal punto vista informativo, quali sono tipicamente le PMI:

- le piccole banche (specie quelle costituite in forma cooperativa), infatti, hanno maggiori legami con il contesto socio-economico e sono in grado di valorizzare tutte le informazioni qualitative (dette anche *soft information*) riguardanti le imprese locali;
- il minor numero di livelli gerarchici e decisionali riduce la dispersione di tali informazioni e pone anche l'alta direzione in condizioni di apprezzare meglio la rischiosità delle imprese, riducendo in tal modo la probabilità che PMI meritevoli siano razionate. Le attività di *relationship financing* richiedono tipicamente una struttura organizzativa flessibile e piatta;
- le minori opportunità di diversificazione degli impieghi per classi dimensionali dei prenditori rendono il segmento delle *small business* particolarmente rilevante per le banche di piccole dimensioni.

In questo contesto, l'impresa può operare alterando solo in misura molto limitata il suo comportamento organizzativo rispetto a un situazione in cui si finanzia solo col *cash flow*, in quanto le esigenze del finanziatore sono limitate. Vi sono quindi scarsa interazione con gli altri *stakeholder*, scarse necessità di *governance*, scarso flusso informativo. Ciò avviene anche perché tipicamente le imprese piccole si finanziano a breve termine, e il rischio di credito con questa fattispecie è oggettivamente più limitato. Un finanziamento a breve, rispetto a un finanziamento a lungo, comporta la necessità di



un flusso informativo diretto al creditore meno articolato, in quanto non servono *business plan*, piani finanziari e così via. Un maggiore orientamento alle banche più grandi è diventato negli ultimi anni una via spesso obbligata, perchè il processo di concentrazione che ha interessato il sistema bancario italiano nell'ultimo decennio e la parallela riduzione della presenza delle banche locali (il numero di banche di credito cooperativo si è ridotto del 38% tra il 1990 e metà 2004, passando da 715 a 444 unità) hanno interrotto il rapporto tra localismo industriale e localismo bancario, che ha caratterizzato per lungo tempo lo sviluppo soprattutto delle aree distrettuali.

La peculiarità della struttura finanziaria delle imprese domestiche scaturisce dalla lettura dei dati forniti dal campione di riferimento della Centrale dei Bilanci che consente il confronto delle passività del totale imprese con le piccole imprese<sup>29</sup>.

Dai dati riportati nella tabella successiva (tab. 1.6) si evince la netta predominanza, per le imprese di piccole dimensioni, dell'entità del passivo corrente. In ciascuno degli anni considerati il ricorso ai debiti di breve periodo rappresenta ben oltre la metà delle fonti di finanziamento e costituisce, infatti, un elemento intrinseco che caratterizza le imprese nazionali.

**Tabella 1.6 – Le passività delle imprese italiane (valori percentuali)**

Tipologia passività	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
	<b>Totale imprese</b>						
Passivo corrente	45,2	44,4	44,4	43,3	41,4	41,2	41,0
Passivo a medio-lungo termine	27,6	25,8	26,5	26,3	27,6	27,7	27,9
Capitale netto	27,2	29,8	29,1	30,4	31,0	31,1	31,1
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Tipologia passività	<b>Totale piccole imprese</b>						
	Passivo corrente	61,6	61,1	59,8	59,4	58,3	57,3
Passivo a medio-lungo termine	20,2	20,8	20,1	21,1	21,6	22,1	22,3
Capitale netto	18,2	19,1	20,1	19,5	20,1	20,6	21,7
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>101</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fonte: Forestieri, 2005, p. 5

La scelta fra capitale di debito e capitale di rischio non è certamente neutrale per due motivazioni:

1. la stabilità del capitale di rischio, risorsa permanente dell'azienda;

<sup>29</sup> In merito si vedano più diffusamente le analisi campionarie della Centrale dei Bilanci che offrono dati riferiti sia all'insieme aggregato delle imprese sia alle sole imprese di piccole dimensioni.

2. l'impossibilità di ampliare, oltre certi limiti fisiologici di equilibrio e reperibilità, il capitale di debito.

Dal punto di vista finanziario, gli obiettivi di crescita, quando non sono opportunamente sostenuti da un sufficiente autofinanziamento, pongono l'imprenditore di fronte a un *trade off* tra accentuazione del rischio finanziario attraverso un più intenso utilizzo della leva del debito e la riduzione del proprio potere di controllo sull'impresa (in assenza di disponibilità personali da immettere in azienda), a seguito dell'allargamento del capitale a nuovi soci (Cortesi, 2004<sub>b</sub>, pp. 269-270).

La diversità della struttura finanziaria delle imprese italiane è da ricondurre al fatto che il ricorso sistematico e prevalente al finanziamento bancario ha rappresentato uno strumento di raccolta delle risorse finanziarie a costo più contenuto rispetto a forme alternative di finanziamento. Il costo medio ponderato del capitale si è inoltre contratto per via dell'effetto della leva fiscale che, insieme a forme di agevolazione finanziaria, ha incentivato politiche di provvista orientate al debito bancario. Va poi ricordato che la crescita del rapporto fra debiti e mezzi propri rappresenta un potente strumento di moltiplicazione della redditività aziendale a patto che la redditività operativa sia superiore al costo medio delle passività. Inoltre, l'esigenza del soggetto di controllo dell'azienda di conservare la propria esclusiva capacità di determinare le scelte gestionali dell'impresa e di ridurre la possibilità di ingresso di altri soggetti nella compagine sociale ha orientato, ma orienta tuttora, alla raccolta delle risorse finanziarie attraverso il canale bancario in quanto, quest'ultimo, si presenta neutrale rispetto alla struttura proprietaria e di controllo dell'azienda. Numerosi fattori hanno contribuito a consolidare l'orientamento "alle banche" del sistema economico italiano: specificamente ci si riferisce ai vincoli di specializzazione produttiva e temporale posti dalla normativa e dalla strategia della doppia intermediazione e all'incompletezza del sistema finanziario con specifico riferimento alla mancanza sia di mercati organizzati ed efficienti sia di intermediari specializzati (Forestieri, 2005, pp. 4-6).

### **1.3 LA CRESCITA DELLE IMPRESE: ELEMENTI DI DEFINIZIONE**

Le imprese sono organizzazioni dinamiche orientate "istintivamente" verso lo sviluppo dimensionale. La pressione competitiva conduce a ricercare con costanza nuove opportunità di sviluppo per aumentare la distanza dai principali *competitors*; la

stessa struttura del mercato spinge verso dimensioni crescenti, in assenza delle quali risulterebbe difficile raggiungere posizioni dominanti e risultati significativi<sup>30</sup>.

Di fronte a obiettivi di medio termine l'incremento dimensionale diviene una scelta improcrastinabile piuttosto che un'opzione. La spinta verso i processi evolutivi è correlata al mutamento dello scenario economico di riferimento che spesso impone la revisione dei modelli strategici e obbliga le imprese a un repentino sforzo di cambiamento.

Il successo dell'impresa è sempre più condizionato da fattori immateriali: fondamentale importanza assume la capacità di sapersi muovere in coerenza con il dinamismo del mercato secondo un orientamento pro-attivo.

La crescita si configura come la risposta più appropriata alla necessità di orientare il *core business* verso i seguenti nuovi obiettivi:

- lo sviluppo di nuovi prodotti/servizi e di particolari soluzioni organizzative talvolta verso direzioni inesplorate;
- la gestione, sempre curata, della relazione con il cliente e il mercato;
- l'introduzione di logiche distributive alternative;
- il presidio e lo sfruttamento continuo della variabile tecnologica;
- l'utilizzo diligente di competenze operative e logistiche;
- l'ampliamento del raggio di azione a livello internazionale.

La sensibilità e l'attenzione del management verso tali finalità rappresentano delle *condicio sine qua non* per crescere. Inoltre, occorre ricordare che, in momenti di crisi, sono proprio le imprese di maggiori dimensioni a dimostrare una migliore capacità di sopravvivenza rispetto alle imprese minori. Per quanto le attività di espansione e sviluppo possano esser perseguite attraverso un intenso sforzo di investimento interno può accadere che le imprese non abbiano le competenze e soprattutto il tempo necessario per realizzarle secondo le modalità desiderate.

All'investimento interno si affianca pertanto l'opzione alternativa della crescita per vie esterne<sup>31</sup> che si identifica come soluzione complementare o, del tutto, sostitutiva.

---

<sup>30</sup> "L'adattamento conveniente delle produzioni alla mutevole domanda esige, non di rado, un cambiamento di dimensioni delle imprese, di solito, da qualche decennio, un aumento di tali dimensioni. Solo con accresciute dimensioni, le imprese hanno modo di ampliare gli sbocchi delle loro produzioni, possono meglio differenziare i loro processi, pervengono talvolta a una minore instabilità della gestione." (Zappa, 1957, p. 206).

<sup>31</sup> Le operazioni di crescita esterna sono identificate in letteratura con una terminologia piuttosto varia; nel presente lavoro si farà uso della sigla M&A.

Per le imprese la mancanza di crescita (definita “fattore g” dove “g” indica *growth* cioè crescita) determina un’incapacità nel sostenere la velocità crescente con cui l’ambiente economico di riferimento muta.

Il “fattore g” ha quattro radici principali. La prima è il risultato della crescita del settore nel quale l’impresa opera, combinata con la crescita della quota di mercato dell’azienda in questione. Entrambe hanno un tetto: un settore non può sempre essere in espansione e la quota di mercato ha il suo limite naturale che è dato dalla quota del monopolista. La seconda radice del “fattore g” è la produttività dei laboratori di R&S: in presenza di una produttività elevata sono maggiori le ipotesi fattibili in termini di crescita sostenibile. La terza è la capacità dell’impresa di rappresentare un *fast follower* cioè identificare per tempo le aziende che sanno meglio interpretare il mercato e copiare da esse velocemente e efficacemente. In realtà questa strategia di crescita ha dei limiti intrinseci determinati dal fatto che le aziende di successo non vogliono copiare perché la capacità di riuscirci è molto più forte nelle aziende di dimensioni medio/piccole dove tutto il sistema di *business* è concepito e gestito da una mano unica; in quelle grandi, invece, qualsiasi cambiamento è per definizione più lento. Il concorso di queste radici porta alla definizione della quarta: la crescita per vie esterne che risulta il percorso quasi più breve per garantire alle imprese il successo sul mercato (Conca, 2005, pp. 9-10).

### **1.3.1 DIMENSIONE RIDOTTA E CRESCITA**

La consolidata persistenza di imprese di dimensioni ridotte nel tessuto economico-produttivo dei paesi maggiormente sviluppati<sup>32</sup> costituisce un’evidenza non trascurabile che, se da un lato legittima la rilevanza della piccola impresa quale fondamentale attore economico, dall’altro induce ad approfondirne i comportamenti e i processi di cambiamento. Lo *small business sector* risulta animato da rilevanti dinamiche evolutive che si sostanziano sia nella continua generazione ed estinzione di nuove iniziative imprenditoriali, che nella sopravvivenza e sviluppo di quelle esistenti.

Gli *small business* costituiscono un settore molto dinamico nel quale, a fronte della continua nascita di imprese, si riscontra un altrettanto elevato tasso di estinzione delle stesse. La stringente relazione tra l’impresa di piccole dimensioni e la crescita rende necessarie alcune considerazioni preliminari che conferiscono legittimità e rilevanza ai

---

<sup>32</sup> Sul tema si vedano fra gli altri Acs-Audretsch, 1990 e Traù, 1999.

processi di sviluppo delle imprese. Processi che assumono una diversa configurazione a seconda che si tratti di piccole o di medie e grandi imprese.

Le problematiche relative alla crescita delle imprese si legano indissolubilmente all'aspetto dimensionale. Si tratta di un binomio intelligibile all'interno delle operazioni di finanza straordinaria. La ricerca delle "*dimensioni ottime*" è un tema innato nelle aziende e nei suoi processi di ordine produttivo e finanziario, ma di recente si è imposta all'attenzione di studiosi ed esponenti del mondo operativo dietro la spinta della globalizzazione dei mercati e delle economie.

Le imprese, infatti, volte sempre più a conseguire assetti produttivi più efficaci ed efficienti, si fanno promotrici di operazioni aggregative o di alleanze strategiche al fine di consolidare la propria posizione sul mercato e di spiazzare i *competitors* nazionali e internazionali.

Molti contesti sono caratterizzati dalla presenza di pochi e ben radicati *competitors* che sovente non consentono di ritagliare degli spazi agevoli da destinare alle singole imprese, che, per quanto in crescita, potrebbero non riuscire a creare, e soprattutto mantenere, una leadership senza instaurare o tessere coalizioni con altre unità economiche.

Le operazioni di crescita esterna non dovrebbero perseguire –o almeno non solamente– il mero ampliamento dimensionale che dovrà necessariamente rientrare all'interno di un più ampio e dettagliato piano di crescita; qualora fine a se stesso condurrebbe a un sicuro peggioramento delle condizioni prospettiche di equilibrio il cui mantenimento e potenziamento dovrebbe costituire il fine ultimo cui ogni decisione strategica e operativa tende.

Piuttosto che perseguire in assoluto l'incremento delle dimensioni sarebbe più opportuno considerare la razionalizzazione delle dimensioni sul piano distributivo e operativo, da cui potrebbe anche scaturire la riduzione delle stesse laddove esorbitanti rispetto alle necessità di mercato. L'essenza aziendale risiede nella consapevole creazione di valore e le proporzioni ciclopiche possono far perdere la consapevolezza dei limiti dell'attività economica realizzata.

La crescita, processo armonico e sistemico, non può essere fine a se stessa: lo sviluppo dimensionale deve essere perseguito tenendo fermo l'obiettivo ultimo di preservare la capacità di creare valore, fine strumentalmente assegnato a ciascuna attività

economica. Non sorprende, infatti, che molte operazioni aggregative, alla fine, determinano esclusivamente la distruzione di valore (Del Prete, 2002, pp. 3-8).

Molti studi economico-aziendalistici, prescindendo dalle evidenze empiriche che la Legge di Gibrat<sup>33</sup> ha fatto proprie, distinguono nettamente fra piccole e grandi imprese<sup>34</sup>, attribuendo alle prime un ruolo pressoché marginale, nonostante si configurino come il reale e rilevante propulsore dell'economia nazionale. Una tale osservazione porta a riconsiderare la teoria degli spazi interstiziali secondo la quale, in un sistema economico in espansione, lo sviluppo e la crescita della piccola impresa sarebbe possibile solo in presenza di opportunità di sviluppo mancate o non sfruttabili dalle imprese di maggiori dimensioni.

Elemento discriminante tra la piccola e grande impresa riguarda soprattutto la complessità dei processi decisionali e organizzativi che è strettamente legata alle dimensioni. La letteratura sulle relazioni tra dimensione e crescita mette in evidenza le differenze nella struttura e modalità di comportamento dovute alla maggior complessità dei legami di comunicazione per garantire il buon funzionamento delle organizzazioni maggiori rispetto a quelle di minori dimensioni<sup>35</sup>.

Il binomio crescita-dimensioni è stato oggetto di molti studi empirici che hanno consentito la formazione di due opposte correnti di pensiero:

1. la prima individua una relazione positiva tra crescita e dimensioni cosicché le imprese avrebbero più possibilità di sopravvivere in quanto di grandi dimensioni;
2. la seconda si muove invece in una direzione diametralmente opposta individuando una relazione negativa fra dimensione e crescita.

Le piccole imprese dimostrano empiricamente un andamento decrescente dei tassi di mortalità all'aumentare delle dimensioni sopportando una maggior probabilità di estinzione durante i primi anni di vita. In realtà, tale limite è in parte compensato da una maggiore flessibilità produttiva e competitiva propria di strutture più snelle e dinamiche caratterizzate da processi più elastici. La piccola impresa si dimostra, infatti, più agile nell'adattarsi ai cambiamenti dell'ambiente esterno rispetto alle imprese di dimensioni maggiori le quali, però, dal canto loro, possono far leva sulla presenza di elevate

---

<sup>33</sup> La legge di Gibrat assume la non proporzionalità fra i tassi di crescita all'aumentare delle dimensioni. Secondo tale legge vi è indipendenza tra la crescita attesa delle imprese e la dimensione iniziale.

<sup>34</sup> Si veda, più diffusamente, Moliterni, 2000.

<sup>35</sup> Per ulteriori approfondimenti si vedano, fra gli altri, Pugh, 1969; Blau, 1970; Bourgeois, 1981.

economie di scala e di apprendimento, su un significativo potere di mercato e su una maggiore disponibilità di risorse facilmente adattabili a nuove e imprevedute circostanze.

La seconda corrente sottolinea, al contrario, la rigidità delle *large companies* nei processi di cambiamento a causa dell'estesa burocratizzazione che si accompagna all'inerzia strutturale e ne impedisce un rapido cambiamento organizzativo.

Il processo di crescita non è predeterminato e ammettendo la presenza di fattori in grado di inibirne o condizionarne l'intensità se ne legittima un ulteriore contributo: l'intenzionalità. L'elemento dell'intenzionalità qualifica l'intero percorso non come un processo causale che trasforma radicalmente l'impresa senza motivazioni di fondo e in ossequio a mire imprenditoriali espansionistiche. L'intenzionalità è, invece, una caratteristica necessaria oltre che fondamentale soprattutto in relazione alle imprese di piccole dimensioni perché l'aspetto motivazionale e soggettivo dell'imprenditore è un elemento pregnante nei processi di crescita esterna delle piccole imprese nelle quali le sue caratteristiche (obiettivi, esperienza, capacità e conoscenza) hanno un impatto decisivo sulla formulazione di un processo evolutivo (Moliterni, 2000, p. 5).

Da un'indagine sul dinamismo imprenditoriale svolta su 10 paesi dell'Unione Europea è emerso che negli ultimi cinque anni la dinamica imprenditoriale italiana ha fatto registrare un tasso di natalità più basso rispetto alla media europea (7,8% in Italia contro l'8,5% dell'Europa) e inferiore a quelli di Regno Unito, Spagna, Olanda e Danimarca<sup>36</sup>. Contestualmente il tasso di mortalità (al 7,8% in Italia) è risultato più elevato rispetto a quello registrato in Spagna e Portogallo anche se inferiore a quello di Regno Unito, Olanda, Danimarca e Finlandia. Inoltre, solo il 71,31% delle imprese italiane risulta ancora attiva un anno dopo la nascita. Queste sono due dei principali risultati delle analisi tratte dall'Osservatorio sulla finanza per i piccoli operatori economici, il rapporto realizzato da CRIF Decision Solutions e Nomisma che evidenzia anche come la vivacità imprenditoriale degli italiani abbia subito un freno nell'ultimo periodo. In particolare, il 2003 ha registrato un tasso di dinamica inferiore alla media degli anni precedenti (11,97% contro 13%), probabilmente a causa della stagnazione economica ma anche per la forte incertezza dei mercati. Dalle informazioni disponibili sulle dinamiche imprenditoriali registrate nel 2003 risulta anche cresciuto il rischio di chiusura dell'attività di impresa nel corso dei primi anni di vita: mentre negli anni scorsi

---

<sup>36</sup> I dati riportati si riferiscono alle analisi dell'Osservatorio CRIF Decision Solutions - Nomisma sulla finanza per i POE.

circa un quarto delle aziende cessava entro i primi tre anni di attività, nel 2003 il 30% delle cessazioni ha coinvolto aziende giovani, percentuale che sale al 34% se si considerano le sole ditte individuali (con un incremento del 13% rispetto all'anno precedente).

Per meglio comprendere questa situazione, l'Osservatorio sulla finanza per i piccoli operatori economici analizza in profondità anche il fenomeno dello start-up delle piccolissime imprese e la rischiosità specifica del segmento dei POE rispetto a quelli delle piccole e delle medio-grandi imprese. Il dato di sintesi che emerge è che le imprese italiane nascono piccole perché il sistema di promozione dell'avvio e del finanziamento delle imprese è orientato a finanziare gli imprenditori, piuttosto che i progetti di impresa. A supporto di questa tesi, il dato osservato su un campione di aziende start-up presenti in EURISC - il servizio di referenza creditizia di CRIF, indica che nel 60% dei casi circa le imprese vengono finanziate attraverso prodotti tipici del credito alle famiglie. Di queste, il 9% risulta aver attivato finanziamenti prima ancora di avere uno status di azienda. Del resto le leggi di incentivazione per la nuova imprenditoria fanno sì che in Italia solo il 30% circa delle domande ottenga il riconoscimento del finanziamento. Anche in questo caso i finanziamenti non sono attribuiti alla nuova impresa ma finanziano, di fatto, l'imprenditorialità oppure l'autoimpiego.

Nel confronto europeo è evidente lo stato di relativa e profonda debolezza del fenomeno italiano: gli avvii di impresa finanziati con strumenti dedicati allo start-up rappresentano una quota molto bassa rispetto ai principali paesi europei (19% contro una media continentale del 28,5%). Ulteriore conferma deriva anche nel fatto che nel 2003 le imprese assistite in piani di avvio strutturato e di espansione pianificata, attraverso gli strumenti del private equity e del venture capital, sono state solo 65 rispetto alle 400.000 complessivamente nate.

Il sistema creditizio italiano è per natura portato a sostenere l'imprenditorialità, anche nuova, piuttosto che finanziare l'organizzazione: l'impresa, a maggior ragione quando di piccole dimensioni, coincide con l'imprenditore e non viene percepita come un'organizzazione che può crescere al di là delle vicende personali o familiari di un singolo soggetto.



Il risultato è l'esistenza di tante imprese, che però stentano a crescere e a svilupparsi con evidenti riflessi sull'innovazione e sulla competitività. Con una potenziale fragilità e difficoltà competitiva dell'intero sistema.

I dati relativi alla nati-mortalità del sistema imprenditoriale nazionale, nel periodo 2000-2005, rilevano uno sviluppo lievemente positivo del tessuto economico-produttivo che presenta un tasso di natalità costantemente superiore al tasso di mortalità di oltre un punto percentuale in ciascuno degli anni (si veda tab. 1.7).

**Tabella 1.7 – La nati-mortalità imprenditoriale in Italia (anni 2000-2005)**

Variabili	Anni					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Totale imprese registrate	5.698.562	5.792.598	5.830.854	5.904.883	5.997.749	6.073.024
Saldo iscritte-cessate	86.776	89.738	70.130	71.789	90.365	80.277
Tasso di natalità*	7,08%	7,28%	7,16%	6,59%	7,09%	6,94%
Tasso di mortalità**	5,56%	5,73%	5,95%	5,38%	5,59%	5,62%
Tasso di crescita***	1,52%	1,55%	1,20%	1,22%	1,51%	1,32%

\*Il tasso di natalità esprime il rapporto tra le imprese iscritte nel periodo di riferimento e il numero di imprese registrate all'inizio del periodo di riferimento.  
 \*\*Il tasso di mortalità esprime il rapporto tra le imprese cessate nel periodo di riferimento e il numero di imprese registrate all'inizio del periodo di riferimento.  
 \*\*\*Il tasso di crescita esprime il rapporto tra il saldo delle imprese iscritte e cessate e il numero delle imprese registrate all'inizio del periodo di riferimento.

Fonte: Rielaborazione propria su dati Movimprese-Infocamere (anni vari)

Tuttavia, i tassi di crescita rilevati sono stati piuttosto contenuti soprattutto nel biennio 2002-2003 e nel 2004. In questo contesto, l'interpretazione della crescita e dello sviluppo delle realtà produttive esistenti, intesa quale principale risultato del divenire dell'impresa, costituisce un fenomeno generalizzato, ma non semplicemente riconducibile a specificità di settore o territoriali.

L'attenzione in questo caso si focalizza, in primo luogo, sugli elementi e sulle condizioni in grado di spiegare il generare del processo di sviluppo piuttosto che sulle modalità attraverso cui la crescita si esplica (crescita esterna e/o crescita interna, diversificazione, acquisizione e così via) o sulle fasi in cui tale processo si realizza.

Attribuire rilevanza specifica all'indagine della relazione tra piccola impresa e crescita induce alcune preliminari considerazioni al fine di conferire rilevanza specifica all'analisi dei percorsi di sviluppo delle imprese di piccole dimensioni. Assumendo come *proxy* della dimensione la forma giuridica, risulta che nelle imprese, all'aumentare

delle dimensioni<sup>37</sup> diminuisce il tasso di mortalità, presentando quindi un andamento inclinato negativamente. Va, poi, ricordato che la Legge di Gibrat, di cui si tratterà successivamente, assume la non proporzionalità dei tassi di crescita all'aumentare delle dimensioni, pertanto sarebbero proprio le imprese di minori dimensioni a poter avere un ruolo tutt'altro che marginale nelle operazioni di crescita.

La tabella successiva (tab. 1.8) permette il confronto annuo e per forma giuridica, delle dinamiche che interessano il tessuto imprenditoriale italiano.

**Tabella 1.8 – La nati-mortalità imprenditoriale in Italia distinta per forma giuridica (anni 2000-2005)**

Forma societaria	Variabili	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Società di capitali	Totale imprese registrate	878.193	941.144	972.156	1.022.943	1.074.686	1.123.694
	Saldo iscritte-cessate	46.713	58.468	51.293	48.552	47.976	47.691
	T. di natalità	7,55%	8,67%	14,46%	7,38%	7,49%	7,62%
	T. di mortalità	2,23%	2,46%	3,21%	2,63%	3,02%	3,38%
	T. di crescita	5,32%	6,21%	5,28%	4,75%	4,46%	4,24%
Società di persone	Totale imprese registrate	1.188.608	1.209.285	1.214.272	1.225.899	1.237.527	1.248.342
	Saldo iscritte-cessate	27.251	20.985	11.366	12.415	13.680	14.266
	T. di natalità	5,69%	5,22%	5,26%	4,85%	5,10%	5,14%
	T. di mortalità	3,40%	3,49%	4,32%	3,83%	3,99%	3,99%
	T. di crescita	2,29%	1,74%	0,94%	1,01%	1,11%	1,14%
Imprese individuali	Totale imprese registrate	3.446.941	3.451.430	3.455.391	3.462.667	3.490.274	3.504.631
	Saldo iscritte-cessate	1.450	2.146	3.129	6.424	26.728	17.103
	T. di natalità	7,33%	7,61%	7,49%	7,03%	7,79%	7,44%
	T. di mortalità	7,29%	7,55%	7,40%	6,85%	7,02%	6,95%
	T. di crescita	0,04%	0,06%	0,09%	0,19%	0,77%	0,49%
Altre forme societarie	Totale imprese registrate	184.820	190.739	189.035	193.374	195.262	196.357
	Saldo iscritte-cessate	11.362	8.139	4.342	4.398	1.981	1.217
	T. di natalità	9,03%	7,32%	6,30%	5,68%	5,17%	5,48%
	Tasso di mortalità	2,89%	3,05%	4,01%	3,41%	4,15%	4,86%
	T. di crescita	6,15%	4,27%	2,30%	2,27%	1,01%	0,62%

Fonte: Rielaborazione propria su dati Movimprese-Infocamere (anni vari)

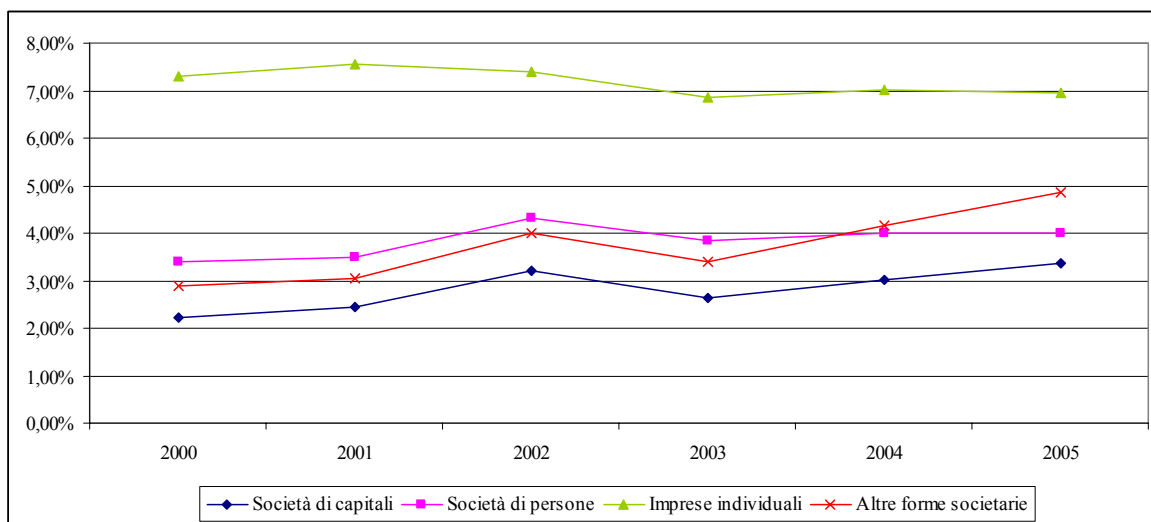
I dati confermano che, passando dalle forme societarie più semplici a quelle più evolute, il tasso di mortalità rilevato diminuisce sensibilmente. Sono soprattutto le imprese individuali che, pur essendo caratterizzate da elevati tassi di natalità tali da eguagliare

<sup>37</sup> Le organizzazioni hanno maggiori probabilità di cessare la propria attività durante i primi anni di vita se sono di piccole dimensioni. Per ulteriori approfondimenti sull'argomento si consulti, fra gli altri, Aldrich-Auster, 1986.

quelli delle società di capitali, presentano, tuttavia, i tassi di mortalità più elevati e al punto da invalidare l'effettivo tasso di crescita.

Il grafico successivo (graf. 1.3) offre un confronto relativo ai tassi di mortalità rilevati per le forme societarie in cui risulta organizzato il tessuto imprenditoriale nazionale.

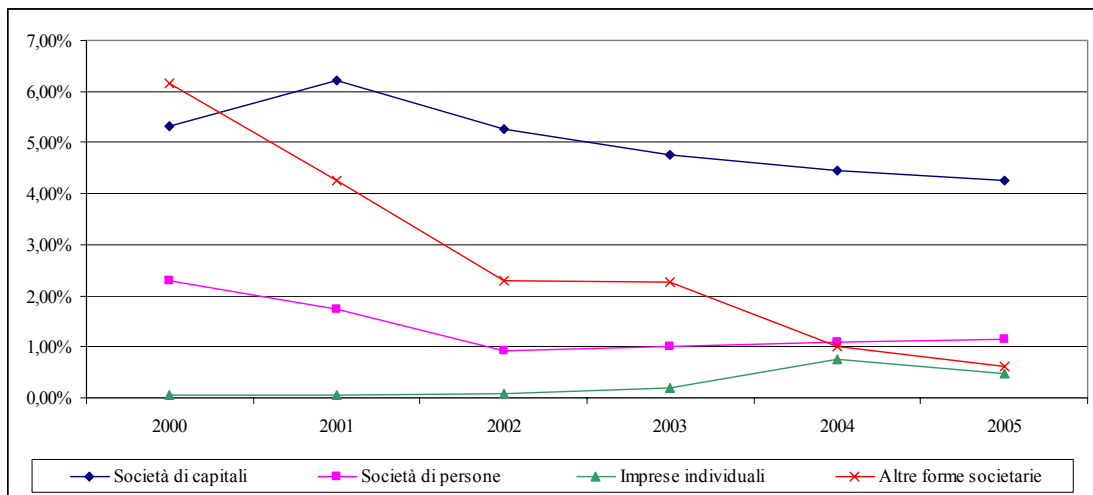
**Grafico 1.3 – Il tasso di mortalità imprenditoriale in Italia distinto per forma giuridica (anni 2000-2005)**



Fonte: Rielaborazione propria su dati Movimprese-Infocamere (anni vari)

Il grafico 1.4 evidenzia invece l'effettivo tasso di crescita, distinto per forma giuridica, che si rileva in Italia. I dati sottolineano come siano, perlopiù, le società di capitali a presentare valori di gran lunga superiori alle altre forme giuridiche eccezion fatta per il 2000. In questa annualità sono le altre forme societarie a presentare la performance più incisiva. Per il resto della serie storica le società di capitali, seppur seguendo un andamento decrescente, evidenziano comunque i tassi di crescita maggiori. In via speculare le imprese individuali, invece, evidenziano dei tassi di crescita prossimi allo zero in quasi tutte le annualità osservate.

**Grafico 1.4 – Il tasso di crescita imprenditoriale in Italia distinto per forma giuridica (anni 2000-2005)**



Fonte: Rielaborazione propria su dati Movimprese-Infocamere (anni vari)

In letteratura l'interpretazione delle dinamiche dello sviluppo non   per  univoca, al contrario, favorisce un dibattito molto vivace che testimonia sia la rilevanza concettuale dell'analisi dei processi di crescita sia la consistenza, tutt'altro che marginale, della piccola impresa nei processi di sviluppo. Nello specifico, si sono delineate soprattutto due correnti di pensiero<sup>38</sup>. Alcuni evidenziano una relazione positiva tra dimensioni e sviluppo di impresa sottolineando la positivit  dei caratteri della grande impresa capace di adottare rapidamente innovazioni, sfruttando la differenziazione e la specializzazione del personale e la disponibilit  di risorse<sup>39</sup>. I sostenitori dell'altra corrente di pensiero propendono, invece, per una relazione negativa tra dimensione d'impresa e crescita sottolineando la rigidit  delle grandi imprese nei processi di cambiamento a causa della diffusa burocratizzazione<sup>40</sup>.

La rilevanza del binomio tra piccola dimensione e crescita necessita di alcuni chiarimenti di fondo che possano circoscriverne i contenuti. La crescita non   un processo eventuale e sicuramente non   necessario. Non esiste alcun predeterminato percorso che l'impresa, in modo pi  o meno rapido,   tenuta a percorrere. Ne consegue che viene ammessa la reale presenza di fattori inibitori che possono sconsigliare o comunque condizionare in modo significativo l'avvio di processi di crescita; in secondo

<sup>38</sup> Va segnalata la scarsit  di studi di carattere empirico in grado di avallare l'una o l'altra interpretazione.

<sup>39</sup> Per ulteriori approfondimenti riguardo al tema si consultino, fra gli altri, Mohr, 1969 e Moch-Morse, 1977.

<sup>40</sup> Si segnalano fra gli altri i lavori di Hannan-Freeman, 1989 e Aldrich-Auster, 1986.

luogo si attribuisce un ruolo fisiologico alla presenza delle imprese di piccole dimensioni nel tessuto produttivo non più da considerare -o almeno non solamente- quale condizione iniziale della vita d'impresa che evolverà dinamicamente, ma piuttosto come stato d'essere dell'impresa stessa. Va, inoltre, ricordato che i processi di crescita dimensionale, a prescindere dalle modalità esecutive, necessitano di un elemento fondamentale che assume ancor più rilevanza nelle imprese di piccole dimensioni: l'intenzionalità.

Studi di carattere empirico sottolineano il peso della motivazione alla crescita nei processi di sviluppo<sup>41</sup>. Le ragioni alla base della mancanza di motivazioni possono essere molteplici: il rischio della perdita del controllo finanziario e manageriale, necessaria conseguenza dell'allargamento delle dimensioni, appare la più significativa barriera motivazionale nelle realtà imprenditoriali minori, soprattutto in Italia il cui tessuto imprenditoriale è caratterizzato dalla capillare presenza di imprese a gestione familiare. Pertanto, l'orientamento allo sviluppo deve essere considerato una pre-condizione necessaria, quantunque non sufficiente, affinché tale fenomeno abbia luogo, poiché la mancanza di un forte elemento motivazionale alla crescita costituisce un deterrente in grado di inibire ogni processo di sviluppo.

Un comportamento *growth oriented* può manifestarsi con diversi livelli di intensità; è possibile, al riguardo, distinguere due diverse tipologie di imprenditorialità:

- a) l'imprenditorialità limitata: conseguenza dell'individualismo dell'impresa. Lo scarso orientamento verso lo sviluppo dimensionale non inibisce la sopravvivenza della stessa, ma di fatto circoscrive la crescita al di sotto di limitate soglie dimensionali;
- b) l'imprenditorialità completa in cui l'attività è orientata verso l'identificazione sistematica di opportunità produttive per l'espansione e l'opzione della crescita per vie esterne rappresenta una possibilità irrinunciabile (Moliterni, 2000, pp. 3-11).

### **1.3.2 LA LEGGE DI GIBRAT**

La Legge di Gibrat (1931) è una relazione descrittiva di tipo statistico che postula indipendenza tra la crescita, in termini percentuali, delle imprese e la loro dimensione. Le evidenze empiriche rintracciabili in letteratura, che hanno analizzato la relazione fra

---

<sup>41</sup> Si vedano fra gli altri Golby-Johns, 1971; Utterback-Reitberger, 1982; Davidsson, 1989.

la crescita e le dimensioni, producono risultati difformi. Nello specifico i contributi di Hart e Prais (1956), Simon e Bovini (1958) e di Hymer e Pashigian (1962) producono evidenza econometrica a sostegno di tale tesi.

La ricerca empirica successiva ha tuttavia messo a dura prova l'ipotesi di un processo di crescita di natura puramente stocastico. Molti studi settoriali hanno evidenziato come questa relazione non sia verificata empiricamente dimostrando come il tasso di crescita delle imprese decresca al crescere delle dimensioni<sup>42</sup>. L'evidenza empirica mostra, infatti, che la relazione tra crescita e dimensione d'impresa nella manifattura industriale non è costante ma decrescente<sup>43</sup>: la necessità di raggiungere dimensioni minime efficienti spinge le piccole imprese a crescere più velocemente di quelle grandi.

Nella maggior parte dei lavori emerge che le imprese più piccole presentano tassi di crescita più alti e variabili rispetto alle imprese di maggiore dimensione<sup>44</sup>, ma non mancano neppure risultati di segno contrario<sup>45</sup>: appare, in definitiva, che la dimensione iniziale dell'impresa ha effetti generalmente non neutrali sulla dimensione futura della stessa. Questo scostamento tra le predizioni della Legge di Gibrat e l'evidenza empirica ha costituito lo stimolo per la ricerca, anche a livello teorico, di modelli che potessero fornire un'interpretazione coerente con le caratteristiche più comunemente osservate del processo di crescita dell'impresa.

Il modello a cui più frequentemente si fa riferimento nella letteratura è quello di Jovanovich (1982), in cui vengono introdotti meccanismi di *passive learning* per descrivere la dinamica evolutiva di un'impresa all'interno di un dato settore industriale. In questo modello, particolare rilievo assumono fattori quali l'eterogeneità d'impresa ed elementi idiosincratici derivanti dall'incertezza relativa ai parametri di costo e al livello di efficienza innata di ciascuna impresa. Seguendo Jovanovich, la fase iniziale del ciclo di vita di un'impresa può essere vista come un periodo di intenso e rapido apprendimento della propria capacità e abilità in quanto le imprese, alla nascita, possiedono una conoscenza imperfetta del reale livello di efficienza innata che si rende manifesta solo con l'avvio dell'attività. In virtù di questa incertezza, le imprese nascono

---

<sup>42</sup> AA. VV. (2003); Sutton, 1997; Caves, 1998

<sup>43</sup> Per una rassegna si consulti Geroski, 1995; mentre per ulteriori approfondimenti sul caso italiano si consulti Lotti-Santarelli-Vivarelli, 2003.

<sup>44</sup> Per ulteriori approfondimenti si vedano fra gli altri Mansfield, 1962; Hall, 1987.

<sup>45</sup> Per ulteriori approfondimenti si vedano fra gli altri Singh e Wittington, 1975.

generalmente piccole e, successivamente, adeguano la propria dimensione in relazione agli esiti della performance di mercato.

Il modello di Jovanovich prevede, infatti, che le risorse fluiscano verso le imprese più efficienti, che quindi sopravvivono e crescono; al contrario, le meno efficienti, dopo una fase di declino, saranno destinate a uscire dal mercato<sup>46</sup>. In questo contesto, dimensione ed età d'impresa possono essere considerati indicatori degli esiti del processo di apprendimento dell'efficienza. Come implicazione empiricamente testabile del modello deve valere che le imprese più piccole e giovani, condizionatamente alla sopravvivenza, presentino tassi di crescita più sostenuti rispetto a quelle più mature e più grandi: ossia, l'età e la dimensione risultano negativamente correlate con la crescita, in maniera più marcata proprio nella fase iniziale del ciclo di vita dell'impresa<sup>47</sup> (Colombo, Ermini, 2005, pp. 1-3).

In relazione al contesto produttivo nazionale, la maggior parte degli studi empirici non ha tenuto conto della possibile esistenza di non-linearità e/o discontinuità nella relazione tra crescita e dimensione d'impresa<sup>48</sup>. Va poi considerata la presenza di "effetti soglia" (*threshold effects*) generati dalla regolamentazione pubblica del lavoro. Nei paesi europei, la legislazione del lavoro cambia a seconda della dimensione d'impresa. In Italia, la regolamentazione pubblica del rapporto di lavoro subordinato si concretizza in un complesso sistema di norme, derivanti da leggi e da contratti collettivi, che introducono molteplici soglie dimensionali nel graduare l'intensità dei vincoli cui sono soggette le aziende nella gestione delle relazioni con i dipendenti. Tra le diverse soglie, quella dei 15 addetti emerge indubbiamente come la più rilevante per il salto qualitativo che comporta nell'organizzazione e nei costi dell'impresa. Con riferimento a quest'ultimo punto, le imprese sono obbligate a reintegrare sul posto di lavoro, oltre che a risarcire, un lavoratore ingiustamente licenziato, solo se esse superano la soglia dimensionale dei 15 dipendenti.

Dal 1990, le imprese con un numero inferiore di dipendenti, se giudicate colpevoli di licenziamento senza giusta causa o giustificato motivo, devono invece corrispondere al lavoratore una somma in denaro corrispondente al numero di mensilità perse (da 2,5 a

---

<sup>46</sup> Altri interessanti formulazioni dei modelli di apprendimento sono presenti in Lippman e Rumelt, 1982; Hopenhayn, 1992.

<sup>47</sup> Sono state condotte numerose verifiche empiriche in relazione alle evidenze della Legge di Gibrat; per un'accurata *survey* dei contributi empirici tra gli altri si vedano Evans, 1987<sub>a</sub> e 1987<sub>b</sub>; Dunne-Hughes, 1994; Audretsch et al., 2004.

<sup>48</sup> Eccezioni a tal proposito sono rappresentate dal lavoro di Garibaldi-Pacelli-Borgarello (2003) e da de Nardis-Mancini-Pappalardo (2003).

6 mesi). Prima del 1990, la legislazione non richiedeva alle piccole imprese di “giustificare” il licenziamento. In tal senso, l’introduzione della tutela obbligatoria nel 1990 corrisponde a un irrigidimento nella disciplina applicata alle piccole imprese. La legislazione potrebbe quindi rappresentare un fattore determinante della crescita: le imprese con una dimensione prossima a quella di soglia potrebbero mostrare una maggiore riluttanza ad aumentare il numero dei propri dipendenti per non incorrere in un innalzamento del costo dei licenziamenti e, più in generale, nel timore di un irrigidimento dei rapporti di lavoro all’interno dell’azienda.

Garibaldi *et al.* (2003), usando dati di fonte INPS, hanno stimato che le imprese vicine alla soglia dei 15 dipendenti hanno una probabilità di inattività (riluttanza a crescere) dell’1,5% superiore rispetto alla media e che le imprese con 15 dipendenti hanno maggiore probabilità di ridurre la propria dimensione piuttosto che aumentarla. In generale, questo studio mostra che gli effetti soglia sono statisticamente significativi e robusti, sebbene quantitativamente poco rilevanti.

Seguendo un diverso approccio metodologico e utilizzando informazioni ottenute da un indagine *ad hoc* presso il campione di imprese dell’ISAE<sup>49</sup>, de Nardis *et al.* (2003) giungono a conclusioni non dissimili, rilevando uno scoraggiamento a crescere per le imprese appena sotto la soglia dei 15 addetti, stimato tra l’1 e il 3,5% circa; un impatto, dunque, quantitativamente limitato, ma statisticamente significativo (Basile, de Nardis, 2004, pp. 7-9).

### ***1.3.3 LE MOTIVAZIONI A SOSTEGNO DELL’ESPANSIONE DELLE IMPRESE***

I processi di crescita devono essere armonici e strutturati per cui l’elemento fondamentale e strumentale alla loro implementazione è l’intenzionalità.

Per le piccole imprese spesso sussiste da parte dell’imprenditore una riluttanza nel realizzare processi di crescita esterna, raramente considerati un fine in se stesso, più spesso un mezzo per raggiungere obiettivi personali di altra natura.

Le ragioni alla base della mancanza di motivazioni alla crescita possono essere molteplici. È soprattutto il rischio della perdita del controllo finanziario e manageriale,

---

<sup>49</sup> Si tratta dell’Istituto di Studi e Analisi Economica istituito con DPR n. 374/98 nell’ambito del processo di riorganizzazione e unificazione dei Ministeri del Tesoro e del Bilancio e della Programmazione Economica. L’ISAE effettua analisi e ricerche che abbiano “*il fine precipuo dell’utilità per le decisioni di politica economica e sociale del Governo, del Parlamento e delle Pubbliche Amministrazioni*”.



necessaria conseguenza dell'aumento delle dimensioni, a costituire un deterrente motivazionale nelle realtà imprenditoriali cadette.

Le motivazioni che inducono a realizzare un'operazione di crescita esterna spesso partono proprio dalla ricerca di una maggiore concentrazione nel settore allo scopo di diluire il grado di competizione o per far fronte a una domanda più contratta che non giustificerebbe investimenti diretti aggiuntivi in grado di aumentare la capacità produttiva, ma all'interno di un settore già saturo<sup>50</sup>.

Agli effetti positivi si contrappongono alcuni fattori limitativi che pur essendo conosciuti *ex-ante* vanno adeguatamente ponderati. La complessità del processo, la delicatezza dell'operazione dal punto di vista finanziario nonché le difficoltà legate alla determinazione dei tempi di attuazione costituiscono certamente degli elementi da considerare con la giusta oculatezza. Infatti sono molti i progetti di acquisizione che falliscono nelle fasi precedenti la discussione del prezzo.

Altrettanto problematica si presenta la gestione della "fase dell'integrazione" post-acquisizione. Nelle operazioni di M&A i partner sono spesso portatori di culture e di stili di gestione eterogenei, al punto da rivelarsi difficilmente compatibili o da innescare tensioni organizzative diverse (Conca, 2005, p. 159).

Le motivazioni che muovono le operazioni di M&A sono di varia natura e spesso le transazioni sono condotte sulla spinta di un insieme correlato di fattori propulsivi. Secondo schemi abituali, le motivazioni si possono raggruppare in macrocategorie tipiche a seconda che siano di ordine:

- a) strategico;
- b) economico;
- c) finanziario;
- d) fiscale;
- e) speculativo.

Le motivazioni strategiche rispondono a esigenze di diversificazione e di miglioramento del rischio complessivo di *corporate* quando sono effettuate a fini di integrazione verticale e quando si pongono come elemento di difesa nei confronti della concorrenza. Fanno perno sul differente posizionamento competitivo che caratterizzerebbe la

---

<sup>50</sup> Per ulteriori approfondimenti sulle motivazioni che sottendono le operazioni di crescita si veda più diffusamente, fra gli altri, Petruccioli, 2001.

compagine societaria risultante da un'operazione di finanza straordinaria. Le principali sinergie create traggono origine da:

- l'aumento della quota di mercato soprattutto se l'acquisizioni permette l'eliminazione di un concorrente;
- l'entrata in nuovi mercati o in nuovi settori di attività;
- l'ampliamento della gamma prodotti;
- la rifocalizzazione del core business;
- l'acquisizione di un cliente o di un fornitore chiave
- l'internalizzazione di nuove conoscenze e di nuove tecnologie;
- il miglioramento della propria immagine;
- l'entrata in network di imprese altamente dinamiche e evolute sul fronte della ricerca e dell'innovazione;
- riassetto della struttura azionaria finalizzati all'eliminazione di soci "scomodi".

Le motivazioni economiche pongono l'accento sulla riduzione di costi che possono conseguire dalla realizzazione delle economie di scala e di esperienza che le concentrazioni societarie consentono di sfruttare<sup>51</sup>.

Altra possibile fonte di risparmio di costi è da attribuire allo sfruttamento delle economie di scopo che consentono di incrementare l'efficienza produttiva delle imprese che partecipano all'operazione di M&A sfruttando la complementarità di risorse e competenze dei partner.

Le motivazioni finanziarie riguardano i vantaggi direttamente collegabili alle mutate possibilità di reperimento di risorse finanziarie o di investimento delle stesse indotte da un'operazioni di M&A. La compagine societaria risultante da un'operazione di finanza straordinaria, in virtù delle diverse dimensioni aziendali, potrebbe contare su un *rating* migliore di quello caratterizzante la società ante riassetto e di conseguenza approvvigionarsi di risorse finanziarie a un costo del capitale sostanzialmente inferiore.

Le operazioni di finanza straordinaria sono incoraggiate dal conflitto di interessi che caratterizza i rapporti fra gli azionisti e la classe manageriale: laddove esista liquidità in eccesso rispetto agli investimenti richiesti dalla gestione (*free cash flow*) i manager potrebbero investirla in un'operazione di M&A piuttosto che restituire le risorse al

---

<sup>51</sup> Si fa riferimento alla riduzione dei costi medi unitari di produzione che scaturisce dall'aumento delle dimensioni d'impresa e quindi anche dall'aumento della capacità produttiva e del volume di output prodotto.

mercato tramite dividendi o riacquisto di azioni proprie; ovviamente acquisizioni realizzate in forza di tali spinte non andranno a generare valore per gli azionisti.

Altra classe di motivazioni è quella che pone l'accento sui benefici fiscali che l'operazione di M&A consentirebbe di conseguire. Benefici che scaturiscono dalla possibilità di utilizzare le perdite pregresse dell'incorporata per ridurre l'onere tributario complessivo dell'incorporante e permettono, grazie alle mutate dimensioni aziendali, di avere un rapporto di indebitamento (mezzi di terzi/mezzi propri) strutturalmente più elevato che innalza, quindi, il tetto di deducibilità degli interessi passivi dal reddito imponibile.

Le motivazioni speculative fanno riferimento invece alla possibilità di trarre dei profitti sfruttando alcune imperfezioni nel funzionamento del mercato; la creazione di valore in questo caso sarebbe il frutto, in fase di negoziazione e a prescindere dall'effettivo conseguimento di benefici di tipo sinergico, della possibilità di spuntare prezzi più convenienti di quelli che si avrebbero in presenza di informazioni complete e mercati dei capitali efficienti.

Va ricordato, ancora, che non è detto che i benefici che si presuppone di conseguire attraverso un'operazione di M&A in realtà vengono poi realizzati. In molti casi gli incrementi medi di valore sono limitati e tendono ad affluire agli azionisti delle società acquisite. Questo risultato è dovuto il più delle volte a errate analisi del *trend* di settore e del posizionamento competitivo dell'azienda *target*, a una stima troppo ottimistica delle sinergie realizzabili, unitamente a una selezione non accurata del potenziale acquirente o dell'impresa *target*.

Pertanto, appare chiaro come un'operazione di M&A debba essere attentamente pianificata e gestita in ogni suo aspetto con l'ausilio di soggetti specializzati in grado di fornire assistenza alle imprese che partecipano all'operazione; l'assenza di tali soggetti specializzati è tra i motivi di insuccesso delle operazioni di M&A.

Le motivazioni, precedentemente descritte, che spingono alla crescita presentano delle caratteristiche speculari se osservate in relazione alle imprese *target*, piuttosto che alle acquirenti, che partecipano alle operazioni, soprattutto se queste sono consensuali.

Dismissione di attività ritenute non più strategiche, scarsa redditività del capitale investito, stati patologici, ma al contempo non particolarmente avanzati, di crisi di

impresa, ricambio generazionale<sup>52</sup> possono suggerire la dismissione del complesso aziendale qualora si ritenga che un diverso assetto proprietario o decisionale possa consentire il proseguimento dell'attività in condizioni di efficienza economica (Capizzi, 2003, p. 334).

#### **1.3.4 LA CREAZIONE DI VALORE NELLE OPERAZIONI DI M&A: LA REALIZZAZIONE DELLE SINERGIE**

Numerosi studi teorici ed empirici hanno indagato le motivazioni e gli effetti delle strategie di crescita esterna e malgrado siano molti i risultati che giungono a riscontrare effetti contrastanti e non di rado negativi, le strategie di crescita esterna continuano a seguire un *trend* in aumento<sup>53</sup>.

Tra le motivazioni addotte per giustificare le complesse operazioni di M&A, quella certamente più ricorrente è la realizzazione di sinergie<sup>54</sup>, cioè una creazione di valore provocato dall'operazione che va al di là della semplice somma dei valori *stand alone*<sup>55</sup> delle imprese interessate. È rara la situazione in cui un'acquisizione non sottenda alcuna ipotesi di tipo sinergico. Pertanto un'acquisizione è giudicata conveniente se in grado di far conseguire un beneficio economico, cioè le due imprese unite dovrebbero avere un valore superiore rispetto a quello delle stesse prese singolarmente<sup>56</sup>.

---

<sup>52</sup> Si tratta di una motivazione molto ricorrente in Italia dove il tessuto produttivo è caratterizzato dalla capillare presenza di imprese di piccole e piccolissime dimensioni di proprietà e a conduzione familiare. I fondatori e proprietari dell'impresa spesso si trovano nelle condizioni di non avere degli eredi interessati al proseguimento dell'attività di famiglia, per cui ricorrono alla vendita per consentire la continuazione dell'attività di impresa (Bossi, 2002).

<sup>53</sup> Bain & Company, *op. cit.*

<sup>54</sup> Sinergia è un vocabolo di origine greca, composto da *syn* (insieme) ed *ergon* (lavoro). Si riferisce a una relazione tale per cui due sostanze o fattori, combinati tra loro, producono un effetto maggiore di quello che risulterebbe dalla somma dei due effetti indipendenti (Zanetti, 1998).

<sup>55</sup> Il valore *stand alone* è un'astrazione che definisce quel valore che potrebbe essere attribuito a un'impresa nelle sue attuali condizioni, in ipotesi di continuità gestionale indipendente, senza cioè considerare gli effetti degli interventi dei potenziali acquirenti né la valorizzazione di eventuali benefici privati.

<sup>56</sup> Si supponga per ipotesi un'acquisizione dell'impresa Y da parte dell'impresa X, se il valore del capitale economico (W), *equity*, della nuova compagine societaria risultante in seguito all'operazione di M&A è superiore alla somma dei valori delle imprese a se stanti allora l'operazione ha generato valore e sinergie, cioè

$$W_{x+y} > W_x + W_y$$

Infatti secondo la teoria di creazione del valore:

$$W(X+Y) - (W_X + W_Y) = \text{beneficio economico}$$

dove  $W(X+Y)$  è il valore di capitale economico delle due imprese dopo l'operazione di acquisizione; mentre  $W_X$  e  $W_Y$  rappresentano il valore di capitale economico *stand alone* dell'acquirente e dell'acquisita. Le sinergie ottenibili dalle operazioni di M&A non sono sempre direttamente riscontrabili nell'aumento immediato dell'utile e del valore di mercato delle azioni, spesso tali sinergie non influiscono immediatamente sulla redditività delle imprese coinvolte.

Nell'ottica del compratore l'analisi è a dir poco delicata dal momento che eventuali errori possono portare alla sopravvalutazione e potrebbero, quindi, indurre a offrire un prezzo più elevato rispetto al valore effettivo, i risultati dell'analisi devono consentire al compratore di stimare il prezzo-soglia oltre il quale non è opportuno realizzare l'operazione. Allo stesso modo anche il venditore tende a valutare gli effetti sinergici per utilizzarli nella trattativa del prezzo; tuttavia non conoscendo direttamente gli obiettivi e le strategie del compratore non è in grado di quantificarle precisamente, ma solamente di ipotizzarle su larga scala.

Il tema delle sinergie rappresenta il punto focale dell'intero processo e scaturisce dalla constatazione che, almeno sul piano teorico, sussiste la possibilità di realizzare effetti sinergici a seguito delle operazioni di M&A. Il perseguimento degli effetti sinergici è relativo alla tipologia dei compratori. Nello specifico, un acquirente industriale può avviare un'operazione di M&A se mosso dalla possibilità di beneficiare di effetti sinergici sul proprio portafoglio prodotti o sul proprio mercato di sbocco. In genere, un investitore finanziario non è interessato dal conseguimento di sinergie che investono la sfera competitiva.

L'analisi delle sinergie può essere agevolata utilizzando uno schema logico che aiuta a valutare ex-ante i punti critici da affrontare. Pertanto, occorre:

- individuare con grande realismo quali tipologie di sinergie sono conseguibili;
- stimare i tempi e le condizioni di realizzazione;
- determinare gli effetti sul piano economico e le conseguenze sui flussi di cassa;
- stabilire un periodo di ritorno (*payback*) obiettivo e un periodo massimo oltre il quale non si intende procedere;
- valutare il grado di rischio associato a ogni ipotesi sinergica;
- considerare l'impatto a livello strategico.

La valutazione delle sinergie realizzabili scaturisce da un'analisi della realtà aziendale dell'impresa che si andrà ad acquisire dalla quale devono emergere i fattori di inefficienza rimovibili, le potenzialità di mercato inesprese e le capacità e gli *assets* non pienamente sfruttati. Inoltre il piano di lavoro di medio-lungo termine dovrà prevedere le condizioni per uno sfruttamento congiunto di competenze e di *know-how* e i livelli possibili di integrazione delle due strutture aziendali<sup>57</sup>.

---

<sup>57</sup> Per un'analisi dettagliata degli effetti sinergici e delle loro caratteristiche si rimanda a Copeland-Koller-Murrin, 1990.

La valutazione delle possibilità sinergiche non è esente da rischi, il pericolo è di ipotizzare molteplici livelli di sinergie, di sovrapporre diverse tipologie sinergiche e, di conseguenza, di sopravvalutarne la portata. Lo sfruttamento delle sinergie non è l'unica fonte della creazione di valore che può derivare, inoltre, dal miglioramento complessivo del livello di rischio o da una razionalizzazione dell'organizzazione; si tratta di fattori che incidono sulla riduzione del tasso di capitalizzazione aumentando di conseguenza il valore del capitale economico. Un incremento della dimensione relativa dell'impresa permette lo sfruttamento di economie dimensionali consentendo la conquista di quote di mercato maggiori, la riduzione della variabilità dei risultati nonché un incremento del potere di mercato<sup>58</sup>. I risparmi di costo che ne derivano sono molteplici e di diversa natura, accomunati da un più efficiente utilizzo delle risorse di cui l'impresa dispone.

Molto comune è il vantaggio che investe la rete distributiva; terminata la realizzazione di nuovi prodotti, simili o complementari, il costo addizionale sostenuto per l'inserimento potrebbe essere nullo o addirittura negativo se vanno a rendere completa la gamma di vendita o se migliorano il servizio reso al cliente. Si può inoltre realizzare un fenomeno di *brand extention* qualora un'azienda nota ne acquisisca una che produce prodotti non di marca migliorandone così l'immagine. È opinione comune che, nella maggior parte delle operazioni di M&A, esista un notevole potenziale in termini di sinergie operative in una forma o nell'altra. Meno chiaro è se queste sinergie possono essere valutate e in che modo. L'idea di sinergia è sicuramente molto ampia e vaga per essere oggetto di una valutazione precisa; questa posizione implica che un'impresa non dovrebbe mai pagare premi troppo sostanziosi in nome di potenziali sinergie di cui non se ne può quantificare il valore: infatti il rischio di un *overpayment* nelle acquisizioni di impresa in nome di sinergie future non meglio identificate è quanto mai concreto (Damodaran, 2001, p. 251).

Limitatamente al profilo della finanza di impresa l'analisi delle operazioni di M&A distingue due prospettive alternative che originano correnti differenziate:

---

<sup>58</sup> Rappresenta la possibilità per l'impresa di esercitare un grado di controllo sui propri mercati di sbocco tale da consentirle di praticare prezzi più elevati di quelli che si formerebbero in regime di concorrenza perfetta. Infatti attraverso un M&A l'impresa che ha realizzato l'operazione può eliminare un concorrente attuale e creare delle barriere all'entrata per scoraggiare i nuovi produttori fissando dei prezzi più alti rispetto a quelli concorrenziali. Sono proprio tali barriere a garantire la sostenibilità del potere di mercato ottenibile mediante la conquista di nuove quote di mercato dopo la concentrazione e a salvaguardare il livello di redditività raggiunto. La capitalizzazione dei profitti che l'acquirente è in grado di conseguire a seguito dell'operazione corrisponde, *ceteris paribus*, al valore creato dalla stessa (Zanetti, 1998).

- l'analisi economica della creazione di valore che vede l'operazione di M&A essenzialmente come un progetto di investimento nell'ottica degli azionisti dell'impresa acquirente per i quali la crescita esterna si giustifica per la creazione di ricchezza;
- l'analisi della redistribuzione di valore conseguente all'operazione di M&A: in questo caso si assiste ad un gioco a somma zero nel quale il valore post acquisizione non muta e si verificano solo dei trasferimenti netti di ricchezza tra le diverse categorie di *stakeholders* (azionisti di maggioranza, di minoranza, creditori ecc.).

Tale distinzione è relativa a finalità espositive perché in genere un'operazione di M&A origina effetti simultanei di creazione e di redistribuzione della ricchezza (Rossi, 1999).

#### **1.4 LE MODALITÀ DI CRESCITA E IL TRADE-OFF TRA CRESCITA INTERNA ED ESTERNA**

In prima approssimazione, le strategie percorribili dalle imprese orientate alla crescita hanno una duplice direzione:

- a) per linee interne;
- b) per linee esterne.

Seguendo la prima opzione si determina il solo incremento della struttura organizzativa preesistente attraverso investimenti diretti in specifici fattori produttivi (ad esempio: singoli beni da introdurre nel processo produttivo). La seconda opzione si configura quando la crescita dell'impresa è compiuta attraverso acquisizioni, fusioni o altre combinazioni di impresa<sup>59</sup>.

In un primo momento la crescita per linee interne appare preferibile ogni qualvolta l'intervento sulla struttura aziendale sia pressoché limitato, come –ad esempio– nei seguenti casi:

- integrare un particolare investimento all'interno della preesistente compagine aziendale;

---

<sup>59</sup> Sono molte le combinazioni di impresa atte a realizzare un processo di crescita esterna, ne sono esempi le alleanze, i consorzi, le *joint venture*, i cartelli, ecc. Si tratta di combinazioni di tipo informale che permettono di fruire dei vantaggi della grande dimensione pur non implicando alcuna crescita reale; in tal senso possono essere concepite come una strada alternativa alla crescita propriamente detta e sono realizzabili sia in termini di collaborazioni verticali che accordi orizzontali. Lo sviluppo di combinazioni d'impresa, diverse da fusioni e acquisizioni, è avvenuto soprattutto in settori caratterizzati da instabilità ambientale molto intensa come per i settori ad alta tecnologia (Petruccioli, 2001, p. 213).

- evitare modifiche permanenti nella struttura azionaria;
- adottare processi decisionali rapidi e semplici riducendo al minimo i costi e i tempi di transazione.

Vi sono delle particolari fattispecie in cui non si adotta la soluzione della crescita interna ai fini del conseguimento di un vantaggio competitivo<sup>60</sup> stabile nei confronti della concorrenza, come nel caso in cui i piani strategici presentano obiettivi temporali stringenti che solo la crescita per via esterna può far raggiungere con rapidità, soprattutto se le previsioni indicano un rapido sviluppo del mercato.

In questo caso diventa essenziale saper sfruttare sin da subito il potenziale di crescita attraverso la combinazione di imprese, non correndo il rischio, tipico degli investimenti diretti, di raggiungere il livello di operatività solo quando il mercato è saturo o in fase di declino; infatti le “*combinazioni di impresa*” consentono di catturare i benefici dell’espansione dimensionale in tempi più contenuti e con maggiore efficacia grazie al miglioramento del *placing power* e della *reputation* di mercato dell’impresa target acquisita.

Tali operazioni permettono la rapida acquisizione di risorse manageriali, forza lavoro, brevetti, *know-how* specifico, impianti nonché il superamento delle barriere all’entrata in tempi più brevi rispetto a quanto la crescita per linee interne consentirebbe.

In via generale il management delle imprese propende per l’esercizio dell’opzione della crescita esterna soprattutto se i piani strategici prevedono il raggiungimento dei seguenti obiettivi:

- la penetrazione in nuove aree geografiche;
- l’ampliamento della gamma prodotti;
- la costituzione di nuovi canali distributivi;
- l’accesso ai mercati internazionali;
- il riorientamento del *brand* e dell’immagine aziendale (Capizzi, 2003, p. 335).

Ciascuna delle due alternative si configura come peculiare: esistono regole ed effetti che si manifestano in modo specifico nell’una o nell’altra opzione, riconducibili a questioni

---

<sup>60</sup> Un’impresa detiene un vantaggio competitivo sui concorrenti quando ha una redditività più elevata o il potenziale per conseguirla. È la capacità di superare gli avversari nell’obiettivo primario dell’impresa cioè la redditività; si traduce in vantaggi di costo o in maggior distinguibilità del prodotto o servizio rispetto a quelli analoghi dei concorrenti.



di carattere generale in quanto indipendenti dal tipo di impresa e dal contesto competitivo di riferimento.

Spesso le due opzioni si pongono in contrapposizione, d'altra parte è frequente che le strategie di sviluppo prevedono dei piani convergenti in cui le stesse divengono complementari. Si configura una decisione di *make or buy* che segue i medesimi principi delle classiche analisi costi-benefici per cui la decisione finale non può prescindere da una valutazione che le metta a confronto.

Un primo rilevante step di comparazione fra le due alternative riguarda le aree aziendali su cui si manifestano i principali effetti che, pur essendo diversi da caso a caso, si palesano essenzialmente sul fronte:

- a) finanziario;
- b) tecnologico;
- c) organizzativo.

In realtà la comparazione risulta tutt'altro che agevole per ragioni di ordine pratico riconducibili nello specifico ai seguenti fattori (che attribuiscono alla scelta un carattere altamente vincolante):

1. la numerosità delle variabili incidenti;
2. l'estensione degli effetti indotti da ogni alternativa;
3. la numerosità delle alternative poste in essere (la scelta interna da luogo a una molteplicità di alternative perseguibili ognuna delle quali con diverse e specifiche soluzioni operative contrariamente all'unicità della crescita di tipo esterno);
4. l'accertamento del profilo di rischio (da questo punto di vista i progetti di crescita spesso non sono confrontabili trattandosi di soluzioni che presentano, per loro natura, un intrinseco grado di rischio);
5. il grado di reversibilità della scelta (la crescita interna mostra una maggior flessibilità in quanto reversibile e con costi di uscita sopportabili).

Dal punto di vista finanziario la scelta di ricorrere all'investimento diretto consente la possibilità di stabilire il livello ottimale del medesimo accertando, in via preliminare, il grado di compatibilità finanziaria dell'operazione. Il vantaggio è dovuto alla possibilità di utilizzare esclusivamente le risorse finanziarie necessarie alla realizzazione del progetto rientrando nei limiti del *budget* destinato all'iniziativa. La crescita esterna implica invece l'avvio di un'iniziativa irreversibile, quantomeno nel breve periodo, con costi talvolta elevati al punto da sconsigliare la decisione: l'esborso finanziario che ne

conseguenze è una variabile fortemente aleatoria su cui si può incidere in modo assai limitato. Accade spesso che un'operazione di crescita esterna comporti l'acquisizione di *assets* poco o per nulla strumentali al *core business* dell'acquirente dai quali, tuttavia, non si può prescindere per vincoli contrattuali.

La flessibilità della crescita interna, rispetto alla crescita esterna, emerge anche sul fronte tecnologico e organizzativo poiché consente un più ampio margine di scelta circa il livello di tecnologia che si presenta funzionale all'investimento che si vuole realizzare. Tali vantaggi non sono riscontrabili nell'opzione esterna, infatti le imprese target potrebbero disporre di tecnologie non adeguate alle esigenze dell'acquirente rappresentando quindi delle scelte sub-ottimali.

L'investimento diretto presenta inoltre un grado di integrazione, all'interno della struttura aziendale preesistente, di gran lunga superiore rispetto alla soluzione esterna che invece genera problemi di riorganizzazione produttiva per rendere compatibili le due unità.

Altrettanto differenti sono le ricadute che le due alternative causano sul processo decisionale. Nel caso dell'investimento diretto l'approvazione del progetto è subordinata al rispetto dei limiti del budget dell'iniziativa; nel caso opposto, invece, il percorso decisionale è ben più complesso, poiché la decisione definitiva è condizionata dall'assenso dei vari organi aziendali cui viene proposta, nonché, in via conclusiva, dal parere dell'imprenditore o degli azionisti<sup>61</sup>.

Vanno poi considerate le ricadute che la scelta determina sul fronte competitivo. Una politica di sviluppo degli investimenti interni produce una dilatazione dei volumi produttivi con conseguenti ricadute sull'offerta e sui prezzi determinando effetti destabilizzanti sull'equilibrio del settore stesso.

La soluzione esterna non determina invece nessuna variazione nel volume produttivo trasferendo solo quote di produzione da un soggetto economico a un altro, per cui, almeno nel breve termine, risulta neutrale rispetto allo *status quo ante*. Non è, comunque, da escludere un effetto destabilizzante del settore indotto da soluzioni di crescita esterna dovuto alla realizzazione di posizioni di tipo monopolistico che alterano la competitività del sistema economico.

---

<sup>61</sup> Sul piano formale le decisioni di acquisizione, anche se valutate preventivamente a livello operativo, devono essere approvate dall'assemblea ordinaria e i tempi si allungano ulteriormente nel caso in cui la società acquirente sia quotata in Borsa per effetto della normativa di controllo esercitata dalla Consob.

La teoria quantitativa non spiega la reale convenienza di una modalità di crescita rispetto all'altra, negli investimenti indiretti (crescita esterna) prevalgono sicuramente ragioni di ordine strategico, poiché esse implicano un maggior esborso finanziario rispetto agli investimenti interni; questi ultimi, infatti, non sono accompagnati dall'acquisizione di altre risorse.

A fronte delle considerazioni di cui sopra la soluzione apparentemente preferibile e più conveniente sembrerebbe la crescita interna che presenta molti più effetti positivi rispetto all'alternativa antagonista, in realtà così non è poiché i vantaggi che la crescita esterna determina sono tali da sopperire agli svantaggi, nonostante la maggior esposizione al rischio. Tra i benefici che potenzialmente una crescita per via esterna può far realizzare, la motivazione che più delle altre la rende attrattiva rispetto alle alternative, è la minimizzazione dei tempi di acquisizione di fattori di mercato e di competenze che consentono il raggiungimento di determinati obiettivi di mercato altrimenti non raggiungibili tramite l'avvio di analoghi progetti di investimento interno soprattutto in presenza di un ambiente caratterizzato da competitività.

Analiticamente i vantaggi oggettivi che un'operazione di crescita esterna comporta sono diversi e tra essi si annovera:

- la rapidità dello sviluppo: le operazioni di crescita esterna infatti consentono l'acquisizione rapida di risorse manageriali, forza lavoro, brevetti, *know-how*, impianti;
- il superamento dei limiti finanziari: uno dei principali vincoli agli investimenti in genere è dato dalla disponibilità di risorse finanziarie liquide necessarie, ma la crescita esterna può ovviare a questo limite perché attraverso le fusioni con concambio di azioni la crescita risulta possibile anche se la società non dispone di risorse liquide;
- il superamento delle barriere all'entrata: un'impresa che opera da tempo in un mercato gode di particolari vantaggi (buona immagine, fidelizzazione della clientela, concessioni governative, ecc). L'entrata in un settore in cui sono presenti aziende con anche uno solo di questi punti di forza può risultare difficoltosa se perseguita attraverso la crescita interna, invece la crescita esterna attraverso l'acquisizione di un'impresa che già opera nel settore rappresenta spesso l'unica modalità per iniziare a operare;

- i vantaggi fiscali: se la crescita esterna avviene tramite fusione il legislatore ha previsto la possibilità di riportare le perdite fiscalmente rilevanti da parte delle società partecipanti all'operazione. Il riporto è riconosciuto solo se le medesime sono in attività per evitare la compravendita di società vuote con perdite fiscali.

La scelta della crescita esterna non costituisce una soluzione esclusiva, molte imprese infatti operano in modo bidirezionale affiancando le acquisizioni a decisioni di investimento interno (Conca, 2005, p. 21).

In Italia la crescita per vie esterne, pur non avendo raggiunto il livello di sviluppo conseguito nei paesi di cultura anglosassone, sta gradualmente incrementandosi. L'iniziale scarsa evoluzione era dovuta all'eccessiva frammentazione di alcuni settori che ha favorito strategie di nicchia e piccole dimensioni del modello di proprietà chiuso dell'imprenditoria italiana caratterizzata dalla forte presenza di PMI<sup>62</sup>.

Malgrado ciò l'importanza del fenomeno ha acquisito, col tempo, una connotazione via via più ragguardevole perché per sorreggere l'alta competitività è necessaria una struttura più solida e più aperta ai mercati internazionali (Petruccioli, 2001, p. 213).

#### **1.4.1 LA CRESCITA ESTERNA: OPERAZIONI OSTILI O AMICHEVOLI?**

Una prima distinzione tra le operazioni di crescita esterna può essere condotta in relazione agli effetti che si determinano a seguito di tali operazioni tra le acquisizioni che sottendono un obiettivo di integrazione rispetto a quelle che lasciano invece immutata l'autonomia gestionale della target acquisita. L'acquisizione configura un'operazione di trasferimento del controllo mediante il passaggio di proprietà e la fusione può essere considerata lo strumento tecnico che sancisce a livello formale l'integrazione fra le due società: l'acquisizione anticipa la fusione. Con il termine "acquisizioni" si identifica, nella pratica, una categoria piuttosto eterogenea di

---

<sup>62</sup> L'Unione Europea ha di recente fornito una nuova definizione di piccola impresa entrata in vigore dal 1° gennaio 2005 con la raccomandazione C 1422/2003 che modifica, incrementando leggermente, i precedenti parametri dati con raccomandazione CE 280/1996. Secondo i criteri enunciati nella raccomandazione della Commissione Europea si considerano PMI le imprese aventi le seguenti caratteristiche:

- meno di 250 persone occupate (50 per le piccole imprese e 10 per le microimprese);
- fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro (10 per le piccole imprese e 2 per le microimprese);
- oppure bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro (10 per le piccole imprese e 2 per le microimprese).

È possibile, inoltre citare, sempre a livello europeo, la definizione data dalla Banca Europea degli Investimenti (BEI) che non distingue tra piccola e media impresa, ma le uniforma considerando tali quelle aventi fino a 500 dipendenti e fino a un massimo di 75 milioni di euro di immobilizzazioni nette.

operazioni, ma in un'accezione restrittiva ci si riferisce a quelle operazioni nelle quali si realizza il trasferimento del controllo di un'impresa mediante il passaggio di proprietà. I termini in questione assumono quindi un differente risultato a seconda del contesto di riferimento cui si trovano inseriti<sup>63</sup>.

I processi di acquisizione contrappongono due differenti modelli: le operazioni di M&A ostili e quelle concordate o amichevoli, in relazione all'assenza o meno del consenso formale e sostanziale delle parti.

Le operazioni ostili<sup>64</sup> sono spesso realizzate con scalate graduali e sostanzialmente rappresentano una minaccia per la società *target* perché ingenerano sostanziali cambiamenti nella compagine societaria. Il *raider*, ossia colui il quale realizza la scalata, ambisce al controllo dell'impresa perché ritiene di poter generare un valore maggiore rispetto a quello creato dal management in atto, facendo così crescere il valore delle azioni.

Le operazioni di M&A concordate presuppongono, invece, una comunione di intenti che vengono pianificati e in grado di realizzare dei potenziali benefici per le imprese che all'operazione prendono parte.

In realtà l'interesse comune delle imprese che partecipano a un'operazione di M&A, anche se ostile, fa sì che questa diventi quasi amichevole al fine di limitare quanto più possibile i danni.

Le operazioni di crescita esterna, nonostante siano per lo più considerate strategie di attacco e strumento di aggressione competitiva, in realtà sono utilizzate come strumento di difesa in virtù della rapidità e prontezza con cui queste rispondono all'esigenza di un incremento dimensionale che garantisce contemporaneamente la sopravvivenza dell'impresa medesima e lo sfruttamento di opportunità altrimenti fruibili dai concorrenti. Il mercato statunitense e i mercati finanziari più evoluti offrono una

---

<sup>63</sup> Nei paesi di cultura anglosassone i termini *merger and acquisition* sono complementari al punto che la società acquirente è definita incorporante e l'acquisita incorporata. Nel contesto italiano i due termini sottendono invece due istituti giuridici differenti. Pertanto, prescindendo da valutazioni di carattere giuridico che investono l'assetto societario delle imprese coinvolte i termini fusione e acquisizione possono essere utilizzati come sinonimi.

<sup>64</sup> L'utilizzo del termine inglese *take-over* implica che l'acquisizione viene realizzata senza il completo consenso della società acquisita. Il *Take-over bid*, Offerta Pubblica di Acquisto, rappresenta una forma particolare di acquisizione dei titoli di una società quotata in Borsa attraverso l'offerta – formulata dalla società acquirente – agli azionisti della target di cui si vuole acquisire il controllo. L'offerta impegna il proponente all'acquisto a un determinato prezzo (di solito superiore a quello di mercato) delle azioni presentate dagli azionisti entro un certo limite di tempo prestabilito. L'offerta può essere illimitata o rivolta al raggiungimento di un determinato quantitativo del pacchetto azionario di controllo.

casistica molto articolata di acquisizioni ostili o aggressive che mirano alla scalata di una società di cui l'azionista di maggioranza non intende cedere il controllo.

Nella tabella successiva (tab. 1.9) si riportano i dati relativi alle operazioni di M&A internazionali distinte in operazioni ostili e amichevoli nel periodo 1987-1999.

**Tabella 1.9 – Le operazioni di M&A Internazionali ostili e amichevoli: un confronto**

Anno	Numero		Valore in miliardi di dollari	
	Amichevole	Ostile	Amichevole	Ostile
1987	814	10	67,9	4,4
1988	1.413	15	83,1	26,0
1989	2.074	12	122,8	13,8
1990	2.390	4	139,2	1,3
1991	2.752	4	75,0	2,8
1992	2.620	3	73,2	2,9
1993	2.728	3	77,5	0,4
1994	3.341	5	122,4	0,7
1995	4.091	14	166,2	8,1
1996	4.372	10	206,4	6,8
1997	4.833	9	287,6	6,2
1998	5.420	5	511,9	2,7
1999	5.942	10	676,2	8,8

Fonte: Palmieri, 2004, p. 83

In Italia l'analisi delle motivazioni prevalenti fa propendere per identificare tali operazioni quali strategie di tipo aggressivo piuttosto che di reazione difensiva. Rimane comunque sostanzialmente difficile riuscire a stabilire se si tratti di una strategia d'attacco o di difesa, infatti nonostante le motivazioni sottostanti siano antitetiche il risultato prodotto è il medesimo.

Comunque, nel contesto italiano le acquisizioni hanno carattere per lo più amichevole; nel recente passato le acquisizioni ostili quali l'acquisizione di Rolo Banca da parte del Credito Italiano e l'acquisizione di Telecom da parte di Olivetti sono stati esempi sporadici (Conca, 2005, p. 33).

## CAPITOLO II

### LA STRUTTURA DEL PROCESSO DI UN'OPERAZIONE DI M&A

#### 2.1 LA PIANIFICAZIONE DELL'INTEGRAZIONE

Le operazioni di crescita esterna rappresentano una decisione di grande portata strategica e impongono, pertanto, un accurato processo di analisi che consenta di soppesarne gli aspetti critici e di valutarne l'effettiva percorribilità. La complessità, l'estensione degli effetti generati e l'orizzonte temporale che l'acquisizione comporta per la sua realizzazione obbligano a seguire l'approccio decisionale tipico degli schemi della pianificazione a lungo termine; in effetti si tratta di valutare un progetto pluriennale che coinvolge l'intera struttura aziendale.

In tale contesto, una decisione di acquisizione ha forti probabilità di essere realizzata con successo solo se rientra in un disegno strategico ampio e articolato, che la vede inserita con coerenza e organicità: l'efficacia della decisione dipende proprio dall'accuratezza con cui essa è stata progettata nel tempo. Per tali ragioni in alcuni grandi gruppi viene definita una vera e propria politica di acquisizioni/cessioni, internalizzata e gestita da manager specializzati in tale attività.

In via speculare, spesso il progetto si inquadra in una logica di tipo opportunistico poiché la decisione di dar luogo all'operazione di finanza straordinaria non è parte di un piano strategico definito a priori, ma finalizzata a cogliere un'opportunità di mercato casuale e non programmata (Conca, 2005, p. 45).

Sebbene il numero di acquisizioni e fusioni sia fortemente cresciuto negli ultimi anni, a dimostrazione del favore che queste forme di concentrazione incontrano presso gli operatori, la percentuale di operazioni che non sortiscono gli effetti desiderati rimane ancora alta.

Tra i motivi che conducono all'elevato numero di insuccessi più spesso citati si identifica la superficiale analisi che si compie e la "giustificazione" che si fornisce prima di intraprendere l'operazione<sup>65</sup>.

Il fallimento di molte acquisizioni sarebbe così dovuto, almeno in buona parte, a carenze nella "riflessione" pre-acquisitiva.

---

<sup>65</sup> Per ulteriori approfondimenti sul tema si rimanda a Brouthers-Van Hastenburg-Van de Ven, 1998.

La tradizionale suddivisione del processo di acquisizione nelle fasi della valutazione ex-ante dei benefici ricercati, della negoziazione e dell'integrazione post-acquisitiva può indurre a trascurare, prima che l'operazione prenda vita, gli aspetti relativi alle aziende coinvolte, che peraltro tendono a manifestare la loro criticità solo nel momento in cui le due realtà oggetto di concentrazione dovranno integrarsi<sup>66</sup>. In altri termini si tende a non valutare, anzi a trascurare, ex-ante la compatibilità culturale e organizzativa delle singole realtà. Vi è di più. Non è infatti raro che, in determinati contesti, non si giunga neppure a compiere una stringente analisi delle sinergie e dei vantaggi conseguibili con l'operazione, dei miglioramenti realizzabili e delle razionalizzazioni possibili.

Si tratta di un'eventualità che si verifica molto frequentemente quando si presentano inaspettatamente possibili acquisizioni e in tal caso il fattore tempo diventa cruciale imponendo una veloce chiusura dell'acquisizione e consentendo poche analisi, più spesso di tipo finanziario e contabile. Solo successivamente le sperate sinergie si rilevano meno possibili, la compatibilità culturale e organizzativa modesta e i miglioramenti difficilmente realizzabili.

Jemison e Sitkin (1986) identificano tre tipi di fattori da considerare attentamente in sede di pianificazione e di valutazione di un'acquisizione:

- la motivazione/consonanza strategica;
- l'integrabilità delle organizzazioni;
- il modo secondo cui condurre il processo acquisitivo.

Qualunque percorso di sviluppo specifico -realizzabile, in questo caso attraverso le operazioni di M&A- deve essere collegato e dunque parte di un progetto strategico

---

<sup>66</sup> Si veda sul tema Haspeslagh-Jemison, 1992 e Abravanel-Ernst, 1993. Nello specifico gli autori hanno analizzato il processo acquisitivo sostenendo che i rapporti fra acquisizioni e pianificazioni della strategia presentano molte varianti e che nella realtà non prevalgono né le manifestazioni di evidente opportunismo né i casi di acquisizioni attentamente pianificate. Un'acquisizione veramente pianificata comporta la sistematica messa in opera di una strategia ben definita che sia il risultato di un processo di pianificazione, di una ricerca e di uno screening ben formalizzati. Questi programmi formali di acquisizione sono tipici di imprese di grandi dimensioni che hanno individuato un divario nella crescita o l'esigenza di un consistente riposizionamento. Altre acquisizioni sono invece veramente opportunistiche: in questo caso, il rischio è che il processo di "giustificazione" non porti alla chiara individuazione di una valida strategia, necessaria per guidare poi il processo nella sua interezza e complessità. Gli autori sopra citati ritengono "strategica" un'acquisizione in cui il processo di "giustificazione" sia fondato non tanto sulla semplice validità economico-finanziaria dell'integrazione, ma soprattutto sulla definizione di una strategia di cui l'operazione è parte integrante. Va poi ricordato che anche quando le operazioni di M&A sono contemplate in un contesto strategico dettagliato e precipuo possono determinare opportunità e vincoli che richiedono correzioni o modifiche delle strategie stesse. Pertanto, l'adozione di questa prospettiva comporta che la "giustificazione" strategica dell'operazione risulti il punto di partenza di un processo acquisitivo strutturato e la necessaria verifica del ruolo che la potenziale operazione andrà a ricoprire nella strategia dell'impresa.



sovraordinato che determini i contenuti e indirizzi la metodologia stessa dello sviluppo. Pertanto, l'acquisizione diventa il veicolo attraverso cui passare dal concepimento alla realizzazione della strategia (Cortesi, 2000, pp. 137-141).

Occorre poi osservare che le operazioni di M&A possono essere analizzate sotto due differenti ottiche, che sottendono obiettivi e modalità di gestione talvolta differenti:

- l'ottica strategica, tipica dell'impresa;
- l'ottica finanziaria, tipica dell'intermediario finanziario.

La distinzione tra le due ottiche non è di poco conto in relazione alla diversa natura di obiettivi e motivazioni sottostanti che intervengono, quindi, sulle modalità di gestione dell'intero processo acquisitivo.

Nel primo caso il soggetto centrale è l'imprenditore o il management aziendale che interpreta l'acquisizione come strumento di implementazione delle strategie di crescita. Nella valutazione del processo segue una logica di sviluppo industriale con particolare riferimento alle sinergie correlate, alle modalità di integrazione e ai piani futuri.

Nel secondo caso il soggetto è, invece, un operatore istituzionale che interviene con obiettivi di realizzazione di un capital gain; l'acquisizione assume le caratteristiche di un'operazione finanziaria di durata variabile, gestita secondo la logica stringente di un investimento finanziario che, in tempi più o meno lunghi, deve consentire livelli di rendimento del denaro investito in linea con il rischio assunto.

In entrambi i casi la sequenza e i contenuti delle fasi di svolgimento del processo sono simili, tuttavia il processo può assumere una fisionomia particolare in funzione delle esigenze specifiche dei due soggetti economici.

Nello specifico, le differenze principali si riscontrano in due punti prioritari:

- l'approccio finanziario non contempla la fase dell'integrazione post-acquisizione che, invece, diventa più che rilevante nell'ottica manageriale;
- nei criteri tipici dell'approccio finanziario rilevanza fondamentale è attribuita alla potenziale exit way che è, invece, assente nell'approccio manageriale.

Va da sé che il processo può inoltre essere analizzato secondo un'ulteriore prospettiva a seconda che si tratti del compratore o del venditore. Molte problematiche assumono significati e risposte speculari in relazione alla posizione osservata (Conca, 2005, p. 46).

## 2.2 LE MACROFASI: CARATTERISTICHE E ASPETTI CRITICI A CONFRONTO

Il processo acquisitivo evoca tutta una serie di sotto-processi, di fasi e di azioni che connotano le acquisizioni dal momento dell'ideazione a quello dell'integrazione. Specificamente, un'operazione di M&A si sostanzia in una concatenazione sistematica di azioni da svolgere e non è certamente la transazione in sé che porta dei benefici piuttosto tutte le attività a essa collegate poste in essere prima e dopo l'accordo.

Passando a esaminare più in dettaglio il processo acquisitivo, lo stesso può essere scomposto in alcune macrofasi, che seguono una sequenza logica, attraverso le quali si sviluppa. Sono soprattutto tre le esigenze che impongono il susseguirsi delle macrofasi e che rendono fluido il processo:

- l'ordine di priorità dei problemi da affrontare;
- l'allocazione delle risorse necessarie;
- i tempi di attuazione.

Trattandosi di operazioni che investono l'area straordinaria di attività di impresa non stupisce che le imprese non siano adeguatamente preparate ad affrontarle. In queste situazioni si corre il rischio di condurre il processo in modo non sistematico, in funzione dei problemi che affiorano di volta in volta con conseguenti sprechi di risorse e di tempo. Può capitare che il salto di alcune fasi possa inficiare il processo nella sua complessità costringendo a rimettere in discussione aspetti che si ritenevano già chiariti o risolti. Non è, poi, da escludere che possano subentrare cambiamenti, di natura interna o esterna all'azienda, da cui potrebbero scaturire dei fattori in grado di porre in dubbio la stessa prosecuzione.

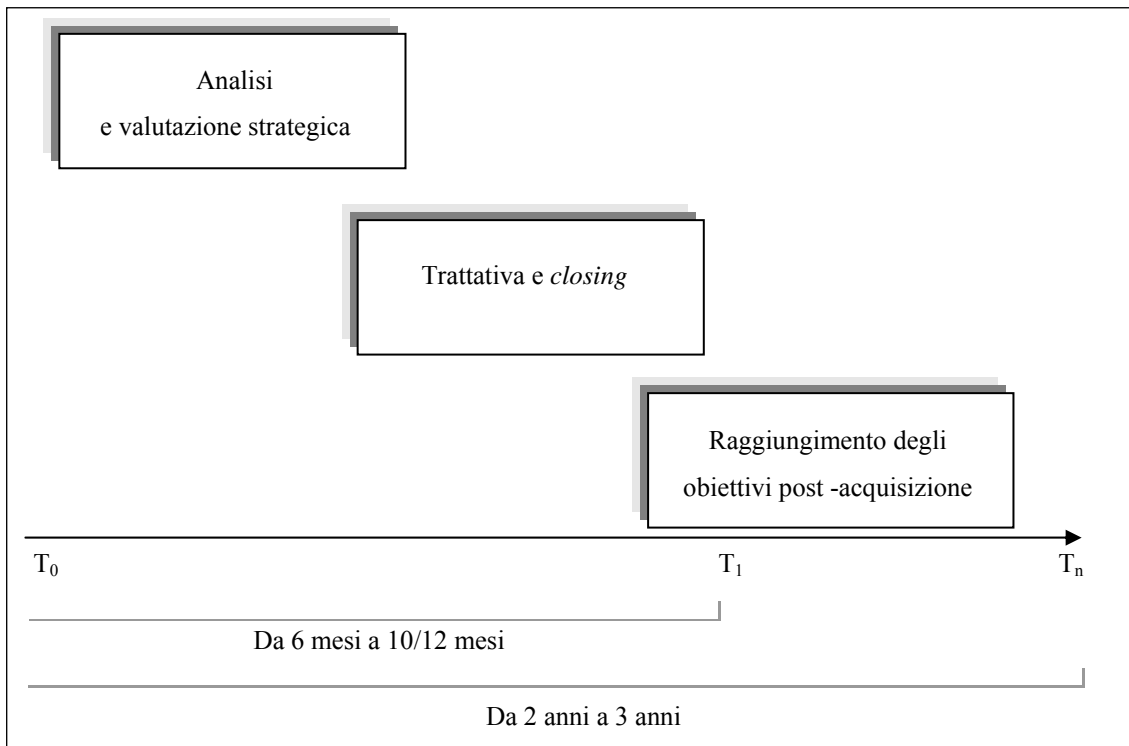
Il rischio si riduce notevolmente se si segue una traccia di riferimento preordinata sin dall'inizio. Una corretta pianificazione del processo consente al management di soffermare l'attenzione su alcuni aspetti particolarmente critici quali ad esempio la durata delle singole fasi e i tempi necessari al completamento del processo acquisitivo.

Per rispondere a tali incertezze è necessario specificare i tempi determinati di ogni fase e darsi un obiettivo di tempo complessivo entro il quale il processo deve essere concluso (si veda in proposito la fig. 2.1)

Generalmente il processo segue uno schema di tipo top-down secondo il quale la decisione parte dal vertice aziendale e si sviluppa gradualmente sino alla conclusione dell'operazione.

L'obbligo di un'accurata azione di planning risponde a esigenze organizzative contingenti: il management responsabile del coordinamento dell'operazione è contemporaneamente impegnato anche sul fronte della gestione corrente. In linea generale, il fattore temporale è di importanza fondamentale nelle operazioni in esame che spesso generano notevoli benefici solo se realizzate celermente in modo da spiazzare la concorrenza. La rapidità decisionale assume maggiore rilevanza quando il numero delle potenziali target è molto limitato e facilmente individuabile.

**Figura 2.1 – Tempi di attuazione del processo di un'operazione di M&A**



Fonte: Conca, 2005, p. 48

Come esposto nella fig. 2.1, le tre macrofasi cruciali del processo acquisitivo sono rappresentate dalla fase iniziale in cui matura la decisione, dalla fase intermedia delle trattative e del *closing* e da quella finale in cui si dovrebbero realizzare gli obiettivi desiderati.

Ogni operazione è connotata da proprie specificità e non si può certamente individuare un riferimento temporale standard valido a livello generale. Tuttavia da alcune ricerche empiriche risulta che i tempi ritenuti normali per la chiusura della prima fase rientrano in un periodo massimo di non oltre dodici mesi, mentre i tempi previsti

per l'ottenimento dei risultati finali del processo, pur variando in funzione degli obiettivi sottostanti, prevedono un orizzonte medio di due/tre anni<sup>67</sup>.

Se le intenzioni dei membri che prendono parte alla trattativa sono serie, l'operazione dovrebbe concludersi nel minor tempo possibile: uno slittamento indicherebbe l'insorgere di difficoltà che allontanano ulteriormente la conclusione dell'operazione. Il controllo dei tempi non è impresa agevole e la possibilità di accorciarne la durata dipende dal potere negoziale delle parti in causa; sono agevolate le situazioni in cui vi è un forte squilibrio nei rapporti di forza tra le parti sia in caso di successo che di fallimento della trattativa; situazioni di sostanziale equilibrio conducono verso una dilatazione del timing dell'operazione.

Sotto questo profilo, l'intervento di consulenti o di operatori finanziari specializzati, soprattutto nella fase iniziale della trattativa, assume un ruolo determinante e incrementa l'efficienza e le possibilità di riuscita dell'intero processo.

In via speculare, si riscontrano situazioni che esulano dalla norma e dai tempi solitamente necessari. È il caso delle acquisizioni di imprese di piccole dimensioni da parte di grandi gruppi: in queste fattispecie il passaggio dal momento decisionale alla conclusione della trattativa può svolgersi rapidamente e concludersi in meno di sei mesi<sup>68</sup>.

Pertanto, pur rispettando la loro sequenza logica è possibile il verificarsi di situazioni caratterizzate da salti di fase che rendono più semplice il passaggio verso la decisione finale e sono riscontrabili soprattutto in quelle trattative in cui le parti concordano pienamente sulle modalità di risoluzione dei problemi e delle criticità che di volta in volta si presentano.

Il processo di acquisizione è molto complesso e articolato e si sviluppa con il susseguirsi di una serie di fasi che si presentano in via sequenziale, in modo tale che alla conclusione di ognuna di esse segue il passaggio automatico a quella successiva. La relazione fra le fasi è molto stretta e il processo si sviluppa in modo organico: l'output di ogni fase diventa l'input per quella successiva. Può succedere che il lavoro di analisi svolto in una singola fase porti il management a conclusioni tali da rimettere in

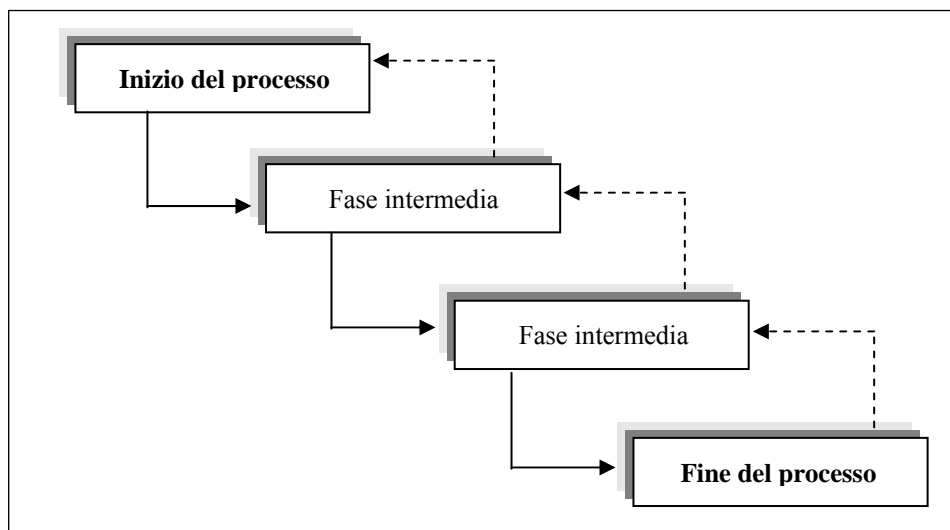
---

<sup>67</sup> Ci si riferisce, nello specifico, ai risultati di una ricerca condotta dall'Osservatorio M&A Findustria presso l'Università Bocconi che ha analizzato un panel permanente con i principali operatori del settore sulla base dell'esperienza maturata in un orizzonte temporale significativo (di almeno cinque anni) e sulla base di un campione di oltre trecento operazioni.

<sup>68</sup> Un esempio, in tal senso, è dato dalle acquisizioni realizzate dalla Tyco Internazionale che in undici mesi (tra settembre 1998 e ottobre 1999) ha effettuato 135 operazioni per un valore complessivo pari a 743 milioni di dollari.

discussione le ipotesi di lavoro iniziali e pertanto si è obbligati a riprendere il percorso dalla fase precedente dando vita a un fenomeno detto di “circolarità” che è tipico dei progetti molto complessi nei quali le fasi iniziali si basano su ipotesi grezze che vengono affinate solo in momenti successivi: a causa delle variabili in gioco, diventano necessarie revisioni continue dovute all’esigenza di correggere e migliorare il processo acquisitivo in itinere (si veda in proposito la fig. 2.2).

**Figura 2.2 – Sequenzialità e iterazione nello svolgimento del processo acquisitivo**



Fonte: Conca, 2005, p. 51

L’ipotesi di circolarità e di iterazione del processo si manifesta frequentemente quando:

- l’analisi delle aziende target non soddisfa completamente i requisiti strategici richiesti dal progetto;
- i risultati della fase di valutazione finanziaria non rendono percorribile l’iniziativa scelta;
- l’analisi delle possibili sinergie con la target porta a risultati non accettabili;
- nella *due diligence*<sup>69</sup> si evidenziano problematiche che consigliano l’abbandono dell’alternativa prescelta o una revisione degli obiettivi.

<sup>69</sup> Dopo aver siglato la lettera di intenti, il processo necessita ancora dell’adempimento di alcune procedure e formalità che consentono di avvicinare il momento del *closing* dell’operazione. La *due diligence* si può definire come un processo investigativo sulla struttura operativa ed economico-finanziaria della società target. L’indagine, generalmente, non viene effettuata dalla società acquirente, ma demandata a enti o a professionisti qualificati nelle singole aree di analisi. Lo scopo del documento è quello di disporre, in una fase intermedia, di una conoscenza preliminare diretta e sufficientemente organica di oneri e rischi latenti nell’operazione. I contenuti e le procedure di una *due diligence* precontrattuale variano per estensione e profondità in funzione delle singole e specifiche esigenze di analisi del committente. In linea generale, uno schema di *due diligence* completo può analizzare gli aspetti legati la business e alla concorrenza, i risultati operativi, economico-finanziari e patrimoniali, gli aspetti legati all’organizzazione (procedure interne), al personale, ai sistemi informativi.

Il processo standard di un'operazione di M&A si può sinteticamente descrivere attraverso tre macrofasi. Ciascuna di esse necessita di particolari competenze ed è per tale motivo che generalmente è assegnata a un team di risorse particolarmente qualificate.

Le tre macrofasi, ognuna delle quali è poi articolata in ulteriori sottofasi, sono identificabili nelle seguenti:

- fase di analisi e valutazione strategica;
- fase della negoziazione;
- fase dell'integrazione ex-post (Conca, 2005, pp. 46-61).

### **2.2.1 LA FASE DI ANALISI E DI VALUTAZIONE STRATEGICA**

Il processo finalizzato alla realizzazione di un'operazione di M&A prende avvio con la fase dell'analisi strategica preventiva dalla quale devono scaturire degli elementi in grado di individuare nell'acquisizione la risposta più adeguata ai problemi che l'impresa presenta e intende risolvere. L'obiettivo della fase è quello di identificare, partendo da un ventaglio di possibili alternative, il quadro ideale della target in modo da facilitare l'individuazione delle imprese che rispondono ai requisiti richiesti.

Le sottofasi che tipicamente compongono questo primo momento di analisi riguardano:

- l'impostazione strategica;
- la definizione degli obiettivi dell'acquisizione e l'identificazione del profilo ideale della target;
- la ricerca delle alternative.

Il punto di partenza consiste nella valutazione del generale e complesso quadro strategico unitario nel quale contestualizzare l'operazione straordinaria. Una corretta impostazione strategica non può prescindere da un processo di "audit strategico" rivolto essenzialmente:

- all'analisi del settore, della concorrenza e delle variabili competitive;
- al riconoscimento oggettivo delle aree di debolezza delle imprese;
- all'identificazione delle possibili economie di scala o di scopo e delle sinergie conseguibili soprattutto in relazione alle aree deboli;
- alla verifica della rispondenza dell'operazione al disegno strategico.

L'attività di analisi è finalizzata alla comprensione del contesto in cui l'impresa opera. Si tratta di un'analisi che non si limita alla sola considerazione dello *status quo* al momento in cui ci si accinge all'avvio del processo, ma è diretta a valutare, nello specifico, le conseguenze che l'operazione, una volta conclusasi, determinerà nel sistema competitivo. Il processo determinerà, infatti, delle reazioni da parte dei concorrenti e muteranno i rapporti di forza contrattuale all'interno della filiera, sia a monte -con i fornitori- che a valle, con i clienti. La capacità di riuscire a prevedere e simulare gli effetti dell'operazione nel contesto di riferimento può divenire l'elemento discriminante decisivo in favore o meno della continuazione del processo.

Accertata la validità dell'alternativa sul piano strategico, si procede con l'analisi dei punti di forza e di debolezza dell'impresa acquirente dai quali poter mutuare gli elementi necessari all'individuazione del profilo ideale della target e avviare di conseguenza l'attività di screening. La fattibilità del progetto dipende, fra l'altro, anche dalla numerosità delle possibili alternative. È evidente che all'aumentare delle possibili scelte farà riscontro una maggior complessità nel processo di valutazione. A tal fine, un elemento che necessita di appropriata ponderazione è l'identificazione delle sinergie realizzabili: errori di sopravvalutazione in questa fase comporteranno l'avvio di processi acquisitivi che ovviamente non consentiranno il conseguimento degli obiettivi predeterminati con successiva distruzione di valore. Gli sforzi dovrebbero essere finalizzati a stimare le prospettive di valore concretamente conseguibili a seguito dell'operazione.

Queste prime valutazioni, seppur generali, consentono di verificare la rispondenza dell'operazione al disegno strategico complessivo e se condivise costituiranno l'input per la fase successiva: gli obiettivi dell'acquisizione e il profilo ideale dell'impresa target.

Per disegnare il modello delle società da acquisire, in coerenza con le valutazioni emerse a livello strategico, l'attività di analisi dovrà approfondire i seguenti aspetti:

- le caratteristiche dell'impresa target;
- il timing dell'operazione;
- il livello dell'investimento complessivo;
- il prezzo limite dell'offerta;
- le implicazioni sul piano economico-finanziario.

In prima battuta, un elemento che può incidere sul proseguimento del processo acquisitivo riguarda in modo particolare la sopportabilità finanziaria dell'operazione. Si ricorda, in proposito, che l'impatto finanziario complessivo dipende non solo dal prezzo della transazione, quanto più dagli investimenti necessari a portare l'acquisita agli standard operativi desiderati.

Per evitare che il management responsabile della negoziazione possa essere personalmente coinvolto nell'operazione, è buona norma stabilire a priori un livello massimo di prezzo cui attenersi. La fissazione di un prezzo presenta numerosi vantaggi poiché consente di:

- limitare l'esborso finanziario;
- favorire la programmazione dei flussi e la compatibilità finanziaria del progetto;
- obbligare il negoziatore a motivare chiaramente le eventuali richieste di prezzo superiori a quello fissato.

Definito, almeno nei suoi punti generali, il progetto strategico è possibile avviare la fase della ricerca delle alternative disponibili. In questo momento il progetto di integrazione perde la sua accezione ideale per divenire concreto in quanto inizia a misurarsi con il mercato.

Questa fase è caratterizzata dalle ricerche, in ambito nazionale e internazionale, finalizzate a individuare le imprese che possiedono i requisiti ritenuti indispensabili per essere inserite nel ventaglio delle alternative. La ricerca deve porsi l'obiettivo di individuare un numero congruo di candidati potenziali per procedere poi al confronto.

I criteri di selezione rilevanti, in ordine di importanza, possono essere classificati come segue:

- grado di coerenza strategica complessiva;
- presenza dei requisiti richiesti;
- compatibilità organizzativa;
- fattibilità finanziaria;
- possibilità di contatto.

Definiti i criteri, si costruisce un ranking delle alternative disponibili prima della scelta vera e propria in modo da rendere l'analisi il più oggettiva possibile e solo successivamente si procede con la selezione. Le maggiori difficoltà in questa fase consistono nella capacità di individuare un cospicuo numero di candidati, a causa dell'elevato tasso di mortalità che la selezione comporta nei momenti successivi. La



possibilità di pervenire a un significativo ventaglio di alternative possibili dipende, in larga misura, dalla rigidità dei requisiti richiesti, dal tempo disponibile e dalla qualità delle risorse utilizzabili nel progetto. L'individuazione delle target può essere svolta all'interno dell'impresa acquirente o all'esterno. Il ricorso all'opzione interna è più facile se le imprese fanno parte del medesimo settore o di un settore correlato, nel caso cioè si tratti di operazioni volte a consolidare o sviluppare la posizione di mercato. Le difficoltà aumentano nel caso di operazioni finalizzate all'ingresso in nuovi mercati o che coinvolgono partner stranieri; in tal caso l'attività di individuazione delle target viene esternalizzata. La soluzione interna è preferibile in quanto a costo quasi nullo ed è, inoltre, di immediata attuazione; se poi investe aziende pressoché simili che operano in mercati correlati consente di stimare, con più certezza, gli eventuali problemi di integrazione facilitando la valutazione delle sinergie conseguibili (Conca, 2005, pp. 61-69).

### **2.2.2 LA FASE DELLA NEGOZIAZIONE**

La seconda macrofase del processo riguarda l'avvio, la gestione e la conclusione definitiva della trattativa. Si caratterizza per il passaggio dall'ideazione del progetto acquisitivo alla sua realizzazione concreta.

I risultati cui hanno condotto le analisi svolte nella precedente fase costituiscono la base di riferimento per identificare le società suscettibili di acquisizione e il momento critico, che determina il successo dell'operazione, è rappresentato proprio dall'identificazione del candidato ideale e dall'impostazione della strategia negoziale. In quest'ultima fase in realtà il contributo del management assume una rilevanza secondaria a causa della specificità delle competenze: sono infatti rare le occasioni in cui la fase viene gestita all'interno dell'impresa, ben più frequente è il ricorso a consulenti esterni.

Anche questa macrofase si articola a sua volta in fasi distinte. Si tratta delle seguenti:

- selezione delle imprese target;
- valutazione finanziaria;
- valutazione di eventuali adempimenti antitrust;
- conclusione e formalizzazione dell'accordo.

La natura e le caratteristiche di questa macrofase la rendono particolarmente soggetta al fenomeno della “circolarità” di cui si discuteva precedentemente. La reiterazione del processo comporta un aggravio di costi e una diluizione dei tempi di avanzamento dell'operazione e si manifesta in relazione alle difficoltà che si incontrano durante l'avvio dei contatti con le imprese selezionate.

Per la valutazione dei candidati è necessario comprendere le caratteristiche di ognuno, verificare la presenza dei requisiti precedentemente delineati e valutare il progetto complessivo di alleanza con il candidato. Selezionate le imprese che presentano i requisiti si procede con l'avvio dei contatti. Il processo presenta elementi di minor criticità quando coinvolge concorrenti diretti: in tal caso l'avvio del contatto è più semplice poiché spesso le imprese hanno rapporti collaborativi. D'altra parte il fattore che in tali casi presenta sfavorevole è la valutazione della serietà delle intenzioni delle società contattate e la loro reale disponibilità verso l'operazione. Inoltre, il rapporto con i concorrenti diretti presenta molteplici problemi. Con l'avvio della trattativa si riconosce formalmente alla controparte una forza che la stessa può utilizzare per accrescere la propria forza contrattuale e per rafforzare l'immagine aziendale sul mercato (soprattutto con clienti e fornitori). L'esistenza di un legame competitivo nel rapporto costituisce talvolta una barriera all'avvio della proposta pur in presenza di oggettive situazioni di convenienza reciproca.

Esistono poi situazioni particolarmente favorevoli, nell'ambito delle quali una proposta può essere analizzata con maggior interesse in quanto combacia con le effettive esigenze dell'impresa. Sono ritenute occasioni propizie le situazioni in cui l'impresa target è condizionata da:

- crisi persistente;
- difficoltà finanziarie;
- imminente cessazione dell'attività;
- problemi di successione generazionale.

In un contesto caratterizzato dagli elementi menzionati è probabile che la stessa target abbia maturato l'esigenza di individuare, in via autonoma, un partner esterno per la risoluzione delle sue problematiche. In questi casi non è infrequente che la stessa target agisca in modo diretto nei confronti dell'acquirente.

Definita la graduatoria dei possibili candidati e avviati i primi contatti si dà l'avvio alla trattativa con le imprese disponibili. La progressiva raccolta delle informazioni

durante i vari contatti permette di restringere le possibilità e individuare il candidato principale. Con l'avanzare del progetto, il rapporto tra le parti necessita di un chiarimento formale gestito generalmente mediante una lettera di confidenzialità (*confidentiality agreement*) con cui si dà un primo inquadramento formale all'operazione senza scendere nei dettagli operativi. La stesura del documento si propone il raggiungimento di tre obiettivi:

- comunicare al venditore la serietà dell'interesse nei suoi confronti;
- realizzare il primo scambio di informazioni necessarie per approfondire l'analisi e la valutazione;
- impegnare formalmente il venditore (Conca, 2005, pp. 71-86).

### **2.2.3 LA FASE DI GESTIONE DEL PROCESSO POST-ACQUISIZIONE**

L'ultima macrofase del processo di acquisizione si svolge dopo la chiusura formale del contratto. Si tratta di un momento molto particolare nella gestione dell'intero processo e presenta caratteristiche peculiari che la distinguono dalle precedenti per la natura degli obiettivi a essa associati. Non si presenta in tutte le operazioni di acquisizione. Quando l'obiettivo è unicamente legato a ottenere la proprietà del capitale azionario, la società acquisita può anche mantenere una completa autonomia gestionale e il processo di integrazione non è necessario. Rientrano in questa fattispecie le acquisizioni effettuate dagli investitori istituzionali, la maggior parte delle acquisizioni di minoranza, le acquisizioni effettuate secondo un'ottica di pura diversificazione.

L'iter di questa fase è legato esclusivamente alla prospettiva di trarre dei benefici attraverso un lavoro congiunto tra le due società che hanno preso parte al deal.

I motivi che rendono necessaria la gestione di questa macrofase sono riconducibili al fatto che nelle acquisizioni i partner sono solitamente portatori di culture e di stili di gestione molto differenti, al punto da rilevarsi difficilmente compatibili o da innescare conflitti e tensioni organizzative<sup>70</sup> o conflitti.

La letteratura assegna un'importanza critica alle problematiche della fase post-acquisizione, al punto tale da ipotizzare la necessità di una valutazione ex-ante sulla

---

<sup>70</sup> Per ulteriori informazioni sul tema delle diversità della strategica e culturale nella gestione delle imprese si rimanda a Gilardoni, 2000 e Faulkner, 1995.

compatibilità degli assetti organizzativi e di una progettazione di risorse e competenze specifiche per gestire il processo<sup>71</sup>.

Se in sede di analisi pre-acquisitiva ci fossero dei fondati timori circa la possibile incompatibilità tra le imprese oggetto di potenziale concentrazione e non si intravedessero efficaci soluzioni, occorrerebbe ricercare un'azienda target alternativa. In realtà l'attività di screening sulle potenziali target dovrebbe già contemplare la valutazione sulle effettive possibilità di integrazione e di conseguenza i possibili candidati dovrebbero già risultare compatibili dal punto di vista culturale e organizzativo, minimizzando le difficoltà del processo. Accade spesso, infatti, che la possibilità di conseguire gli obiettivi prefissati sia proprio legata alla completa integrazione fra le società: in questi casi la fusione rappresenta lo scopo conclusivo dell'operazione, l'ultimo stadio di un percorso lungo e complesso. Tuttavia, in alcune operazioni il compratore può avere interesse a integrare culture differenti e modelli di management difforni. Si possono configurare delle situazioni particolari in cui l'elemento vincente delle operazioni di M&A diventa la diversità sostanziale, se ben gestita, che c'è fra le società.

La fase in oggetto rappresenta il momento in cui si verificherà sia la bontà del progetto strategico sia le capacità di management di gestire la situazione e conseguire i risultati previsti. L'acquisizione diventa uno strumento con il quale perseguire la gestione del cambiamento che l'impresa ha auspicato con l'ideazione del progetto.

Le ragioni per cui le acquisizioni hanno un impatto notevole sul valore dell'impresa derivano dal fatto che lo scopo principale del processo acquisitivo è di riuscire a sfruttare il valore potenziale presente nella società da acquisire. L'incremento dei prezzi di borsa delle società oggetto di acquisizioni (ostili o amichevoli) dipende proprio dal fatto che il mercato si attende un netto miglioramento delle performance e del valore delle azioni, motivato dall'azione di un nuovo management, di nuove strategie e di nuove opportunità precedentemente non sfruttate appieno. Pertanto l'integrazione diventa una fonte per la creazione di valore.

Le quattro aree di intervento che costituiscono delle leve prioritarie nella gestione della fase post-merger riguardano:

1. l'integrazione culturale e organizzativa;
2. la generazione del consenso;

---

<sup>71</sup> Si vedano, fra gli altri, i contributi di Needham-Rouse-Colombo, 1990; Kaplan, 1996; Meglio, 2004.

3. la trasferibilità delle risorse e delle competenze;
4. il contenimento dei tempi di adattamento e di risposta.

In relazione al primo punto, le aree critiche che possono trasformarsi in vere e proprie barriere in grado di ostacolare il processo di integrazione sono molteplici.

Le barriere possono distinguersi in primarie e secondarie. Nel primo caso hanno un'origine culturale, nel secondo derivano invece dai modelli di comportamento e dalle procedure organizzative interne. La presenza di differenze culturali è un fenomeno molto frequente e non facile da modificare interamente poiché la matrice culturale si forma progressivamente nel tempo e risente di un legame molto ben radicato fra l'individuo e l'organizzazione.

Va, poi, ricordato che non è sempre il modello culturale e organizzativo dell'acquisita a dover essere modificato soprattutto se è di successo; in questo caso la necessità più avvertita è di preservare la cultura esistente o introdurre un nuovo modello da affiancare al precedente in via complementare<sup>72</sup>. La verifica della compatibilità culturale rappresenta un momento fondamentale nel processo in quanto nella cultura aziendale si trova il fondamento che consente ai membri delle imprese di sentirsi parte integrante della nuova realtà aziendale.

Riguardo alla generazione del consenso va da sé che questo non può che scaturire da un atteggiamento partecipativo e costruttivo del management e dell'intera struttura aziendale, evitando situazioni impositive. La generazione del consenso può essere perseguita sfruttando il carisma di alcuni manager che, assumendo il ruolo di opinion leaders, possono contribuire a convincere la struttura della necessità di reagire positivamente ai cambiamenti in atto<sup>73</sup>. Il consenso all'operazione può inoltre

---

<sup>72</sup> La cultura aziendale rappresenta quell'insieme di valori, di idee, di comportamenti, di consuetudini che costituiscono l'ossatura portante del modo di decidere e operare proprio di ogni azienda. Differenti culture aziendali comportano altrettanti modelli di relazione con l'ambiente economico generale e con il sistema competitivo: la cultura diventa l'elemento determinante per il successo. Rendere complementari culture diverse non è compito agevole.

<sup>73</sup> Jeminson e Sitkin (1986) attribuiscono notevole importanza allo strumento della comunicazione. I motivi che spingono a sottolineare questa problematica scaturiscono dal fatto che molti processi di integrazione non si sono realizzati nei tempi previsti e non hanno prodotto i risultati sperati a causa dell'assenza di un'adeguata comunicazione. La progettazione di una corretta comunicazione implica la risoluzione di tre problematiche:

- la scelta dei destinatari;
- la sequenza temporale e le fasi del processo;
- gli attori e le modalità di impostazione del messaggio.

La comunicazione consente di chiarire gli obiettivi dell'operazione, illustrare le fasi del processo di integrazione, identificare le aree e le persone maggiormente coinvolte. Attraverso il coinvolgimento si riducono sensibilmente le aree di incertezza evitando la circolazione di informazioni distorte che, conducendo a interpretazioni errate, ostacolano l'integrazione.

conseguire, in modo del tutto naturale, mediante una strategia di collaborazione pregressa con la società target in variati campi (R&S, marketing, distribuzione ecc.).

Il trasferimento delle risorse e delle competenze è presente quando la società acquisita non conserva completamente la propria autonomia strategica e operativa. Gli sforzi sono finalizzati alla creazione di un flusso tra le due unità organizzative. Le maggiori difficoltà emergono in relazione al know-how da parte della nuova struttura soprattutto laddove legato al fattore umano. Si distingue tra risorse di tipo hard (tecnologie, brevetti ecc.) e di tipo soft (competenze organizzative, capacità legate al lavoro in team ecc.).

Il trasferimento delle prime appare sicuramente più agevole se non altro per la loro riproducibilità fisica; il trasferimento delle seconde non è sempre riversabile in modo diretto e questa difficoltà può rappresentare una delle cause che conducono alla perdita di competitività e quindi alla distruzione di valore.

L'ultima area di intervento nella gestione della fase post-merger riguarda i tempi di adattamento e di risposta alle nuove esigenze che si manifestano; ci si riferisce nello specifico ai tempi nei quali la struttura integrata possa iniziare a operare a regime. L'imposizione di vincoli di breve termine e un'eccessiva enfasi posta ai soli risultati potrebbe compromettere il processo di adattamento; la priorità dovrebbe riguardare le modalità di avvio e di gestione del processo di integrazione, indipendentemente dai risultati, che comunque avranno modo di scaturire se il processo è stato ben pianificato e condotto (Conca, 2005, pp. 159-173).

### **2.3 L'ANALISI DEL PROCESSO PRODUTTIVO**

Un'operazione di M&A è il frutto di un complesso negoziato tra due controparti, caratterizzato da obiettivi ed esigenze contrapposte che le imprese, da sole, non sono in grado di gestire ed affrontare non avendo maturato un'esperienza pregressa; quindi entrambe le parti necessitano del supporto di figure professionali in grado di gestire la realizzazione della transazione ed entrambe rappresentano potenziali clienti dell'*advisor*.

La necessità di strutturare il processo in fasi deriva dalla necessità di strutturare lo stesso in modo sistematico e quindi dare un ordine di priorità alle varie problematiche da affrontare, allocare le risorse necessarie e stabilire i tempi di attuazione.

Inoltre un'accurata pianificazione delle fasi consente al management di valutare sin da subito l'esistenza di aspetti critici che necessitano di maggiore attenzione. Dal momento iniziale in cui matura l'idea dell'operazione al momento del *closing* possono passare diversi mesi quindi succedersi dei cambiamenti in grado anche di diminuire l'attrattività del progetto iniziale: in casi estremi subentrano fattori che ne mettono in dubbio la reale prosecuzione.

Per rispondere a tali incertezze è necessario specificare i tempi specifici di ogni fase e darsi un obiettivo di tempo complessivo entro il quale il processo deve essere concluso.

L'obbligo di un'accurata azione di *planning* risponde a esigenze organizzative interne dell'intermediario che segue l'operazione di M&A, contemporaneamente impegnato anche nella gestione corrente. Il fattore temporale è di importanza fondamentale nelle operazioni in esame che spesso generano notevoli benefici solo se realizzate celermente in modo da spiazzare la concorrenza. La rapidità decisionale assume maggiore rilevanza quando il numero delle potenziali *target* è molto limitato e facilmente individuabile. Le tre macrofasi cruciali del processo sono rappresentate dalla fase iniziale in cui matura la decisione, dalla fase intermedia delle trattative e del *closing* e da quella finale in cui si dovrebbero realizzare gli obiettivi desiderati.

Ogni operazione è connotata da proprie specificità e non si può individuare un riferimento temporale *standard* valido a livello generale, ricerche empiriche hanno comunque dimostrato che i tempi ritenuti normali per l'ottenimento dei risultati finali del processo, pur variando in funzione degli obiettivi sottostanti, prevedono un orizzonte medio di due/tre anni, uno slittamento dei tempi indicherebbe l'insorgere di difficoltà che allontanano ulteriormente la conclusione dell'operazione. Il controllo dei tempi non è impresa agevole e la possibilità di accorciarne la durata dipende dal potere negoziale delle parti in causa; sono agevolate le situazioni in cui vi è un forte squilibrio nei rapporti di forza tra le parti sia in caso di successo che di fallimento della trattativa.

I diversi *step* tipicamente presenti in un'operazione di M&A presuppongono l'utilizzo di risorse e competenze specifiche nonché il sostenimento di costi correlati all'acquisizione e sviluppo interno dei fattori produttivi rilevanti. Ciascuna delle fasi, in cui è disaggregabile un'operazione di M&A, può generare o distruggere valore e possono essere raggruppate in tre macrocategorie:

- fasi non generatrici di valore;

- fasi generatrici di valore;
- fasi generatrici di *sunk cost* (Capizzi, 2001, pp. 90).

### 2.3.1 LE FASI NON GENERATRICI DI VALORE

Tra le fasi non generatrici di valore sono da annoverare l'incarico, la valutazione, la definizione della strategia di vendita e l'analisi di mercato. In tali fasi, da considerare a monte dell'intero procedimento, viene svolta un'attività che richiede il sostenimento, da parte dell'*advisor* di ingenti investimenti soprattutto in capitale umano, è in queste fasi che gli analisti finanziari devono effettuare le analisi di settore, redigere i *blind profile* elaborare proiezioni e scenari strumentali alla determinazione del valore della società *target*.

Con la firma del mandato la struttura del consulente compie ufficialmente i primi passi dediti all'implementazione dell'operazione e ciò implica:

- la creazione di un *team* incaricato di portare a termine il progetto, nel quale il professionista senior gestisce le relazioni con il cliente e con gli *advisor* dei potenziali acquirenti, mentre gli analisti finanziari sono responsabili di predisporre il *selling memorandum* e tutte le elaborazioni a supporto delle trattative;
- l'apertura di un apposito "centro di costo" intestato al progetto cui imputare qualsiasi esborso da sostenere nel corso di validità del mandato, in modo da poter sempre controllare l'ammontare di risorse che l'*advisor* dedica ad un'operazione di M&A.

Le fasi raggruppate in questa macrocategoria vengono remunerate tramite un'apposita commissione denominata *commitment fee* o *retainer fee* corrisposta normalmente alla firma del mandato e defalcata poi dalla quota di compenso subordinata all'esito positivo della trattativa detta *success fee*.

La *commitment fee* ha lo scopo di coprire i costi fissi sostenuti anche in caso di eventuale fallimento della ricerca di coprire i costi fissi sostenuti anche in caso di fallimento della ricerca del potenziale *buyer* e di tutelare l'*advisor* da possibili comportamenti opportunistici da parte del gruppo venditore volti ad esempio a disporre di una completa analisi di settore o di una valutazione del suo capitale economico. Maggiore è il portafoglio di mandati dell'*advisor* maggiore sarà la sua capacità di operare con limitate *commitment fee* condizione spesso determinante per l'ottenimento



di un incarico M&A soprattutto se la clientela è rappresentata da imprese di piccole e medie dimensioni. Stime recenti hanno valutato che più del 70% dei mandati non supera la fase dell'analisi di mercato, ne consegue come l'attività di *advisoring* sia caratterizzata, a monte, dalla presenza di condizioni disequilibrio gestionale a livello di singola operazione che comunque non fa desumere la presenza di uno stato patologico fintanto che lo squilibrio non si rilevi a livello *corporate* cioè considerando tutte le operazioni in essere in un dato momento (Capizzi, 2001, pp. 90-95).

### 2.3.2 LE FASI GENERATRICI DI VALORE

Sono da includere tra queste le fasi a valle del processo produttivo e cioè la fase in cui l'*advisor* prende i primi contatti con i potenziali *buyer*, il *selling memorandum*, la negoziazione e il *closing*. Sono attività produttive che richiedono il possesso:

- di un *know-how* non solo sulle consuetudini, ma anche su tutti gli elementi tecnici propri di un'operazione di M&A;
- del *placing power* che garantisce un patrimonio di contatti indispensabile per poter svolgere su base continuativa l'attività di M&A;
- di un *network* di relazioni con altri professionisti portatori di competenze che non si è ritenuto conveniente internalizzare nella propria struttura, ma da attivare necessariamente in fase di *closing*.

Questa categoria comprende una serie di attività ad alto valore aggiunto che richiedono competenze di tipo relazionale, requisiti che si acquisiscono con il tempo, con l'esperienza e l'esito positivo delle operazioni, componenti non controllabili dall'*advisor* nel breve termine.

Inoltre, questa categoria di attività viene di solito remunerata attraverso la *success fee* che rappresenta la parte più importante del compenso complessivamente percepito dall'intermediario nell'ambito di un'operazione di M&A. La commissione viene calcolata come percentuale del prezzo finale di vendita percentuale che oscilla tra il 2% e il 3% e diminuisce all'1% per le operazioni di elevato ammontare, metodo che ha sostituito la cosiddetta formula *Lehman*<sup>74</sup>.

---

<sup>74</sup> In passato si utilizzava la cosiddetta formula *Lehman* o *Wall Street rule* che prevedeva l'applicazione di percentuali decrescenti all'aumentare dell'importo dell'operazione: ad esempio il 5% sul primo miliardo, il 4% sul secondo ecc. La *ratio* di tale formula risiede nella constatazione che la qualità dell'intervento professionale richiesto all'intermediario dovrebbe variare meno che proporzionalmente all'aumentare del *deal*.

Un modo opposto alla formula *Lehman* per il calcolo della *success fee* consiste nello stabilire *ex ante* un prezzo soddisfacente per il venditore e utilizzare una percentuale fissa fino a tale prezzo e percentuali crescenti una volta superato lo stesso, così da premiare il contributo differenziale eventualmente apportato dall'*advisor* grazie alle sue capacità negoziali.

Il neo di tale metodo consiste nel fatto che potrebbe stimolare comportamenti opportunistici da parte dell'*advisor*, il quale potrebbe sottostimare volontariamente il valore *stand alone* della società *target* rispetto alle reali opportunità offerte dal mercato.

La *success fee* dovrebbe consentire all'*advisor* di recuperare sia gli investimenti non esplicitamente remunerati sostenuti per l'acquisizione delle risorse di fiducia, sia la quota di costi sostenuta nelle fasi precedenti a monte del processo che eccede la remunerazione fissa cioè la *commitment fee*. L'intermediario, per mantenere la capacità di operare nel mercato M&A preservando la propria economicità di gestione, deve essere in grado di avere un numero consistente di mandati in portafoglio e deve saper chiudere positivamente le operazioni in cui si impegna al fine di mantenere un vantaggio competitivo nel lungo periodo.

La fase della *due diligence* coinvolge l'*advisor* dei potenziali acquirenti della società *target* e non anche l'*advisor* del venditore. Per la capacità di tale fase di creare valore bisogna considerare come la medesima viene svolta; in caso di eventuale esternalizzazione della stessa ad appositi specialisti, quali società di revisione e certificazione, si dovrà esplicitamente remunerare il professionista esterno.

La remunerazione del *selling memorandum* avviene con la *commitment fee* in modo da garantire un compenso minimo anche in caso di insuccesso dell'alienazione, anche se il progressivo intensificarsi della competizione esistente sul mercato delle operazioni di M&A ha reso sempre più premiante la capacità dell'*advisor* di operare con commissioni fisse limitate e di sostenere elevati investimenti aventi natura di *sunk cost*.

### **2.3.3 LE FASI GENERATRICI DI SUNK COST**

In tale categoria rientrano la prima e l'ultima fase cioè il contatto e la gestione del medesimo post-acquisizione. Sono attività strumentali all'avvio dell'assistenza propriamente detta che non generano per l'intermediario forme esplicite di remunerazione pur assorbendo risorse.

Si tratta comunque di oneri necessari per generare quel volume minimo di contatti indispensabile per l'ottenimento su base continuativa di un numero elevato di mandati: condizione necessaria affinché l'*advisor* chiuda un numero di operazioni sufficiente a garantirne la sopravvivenza e la competitività nel mercato dell'M&A.

Gli investimenti sostenuti per la creazione e gestione dei contatti sono da considerarsi dei *sunk cost* necessari per lo svolgimento su larga scala di operazioni di M&A.

La capacità della banca d'affari di mantenere i contatti attivati nell'ambito di una particolare operazione di finanza straordinaria conclusa con esito favorevole rientra in una strategia di copertura volta ad aumentare le probabilità di ricevere anche in futuro analoghi incarichi di *advisoring*.

Sono, inoltre, da ascrivere in questa categoria tutti gli investimenti sostenuti nelle fasi a valle del processo, precedentemente incluse tra le fasi generatrici di valore, in caso di esito negativo dell'operazione di M&A; si tratta infatti di una serie di attività realizzate dall'*advisor* che, seppur non concretizzatesi nella chiusura positiva del *deal*, contribuiscono ad arricchire il patrimonio di conoscenze e competenze di natura relazionale da cui dipende la futura capacità dell'intermediario di acquisire mandati nel mercato M&A (Capizzi, 2001, pp. 90-96).

#### **2.4 LE IMPLICAZIONI ORGANIZZATIVE DELL'OPERATIVITÀ NEL SETTORE M&A: L'IMPORTANZA DEL TEAM**

L'operatività a supporto delle operazioni del settore M&A impone l'acquisizione di molteplici competenze al fine di poter competere secondo condizioni di economicità. A fianco della tradizionale struttura gerarchica di tipo verticale, è possibile individuare nell'organizzazione aziendale, una struttura trasversale organizzata per *team*, nella quale ognuno di essi ha la completa responsabilità dall'acquisizione di una particolare fase o sottofase del processo acquisitivo.

Il *team* è un'unità organizzativa ristretta e flessibile che consente la creazione e soprattutto il mantenimento dell'orientamento al *problem solving* funzionale alla conservazione di un vantaggio competitivo durevole nel settore in esame perché il *team* consente di passare da un approccio standardizzato orientato alla vendita del prodotto ad un approccio *customer-oriented* che porta alla creazione di prodotti e servizi concepiti

unicamente per risolvere specifiche esigenze di un dato cliente (Capizzi, 2005, pp. 334-337).

I *team* devono essere equilibrati, da *team* male assortiti conseguono processi di *post merger* molto complessi e conflittuali. L'importanza del *team* è dimostrata anche da una ricerca condotta dalla McKinsey su un campione di circa 130 aziende, caratterizzate da alta redditività e che hanno scelto la strada dell'acquisizione per realizzare i loro programmi di crescita.

L'analisi dei casi di successo dimostra che, tra le regole da seguire per realizzare un'operazione di M&A con successo, bisogna disporre necessariamente di *team* cui assegnare lo svolgimento delle fasi in cui un processo di finanza straordinaria si sviluppa (Proverbio, 1998, p. 8).

Ogni *team* è formato da persone contraddistinte da un diverso livello di esperienza e di *seniority*; a fianco di professionisti *senior*, in genere non più di uno per *team*, che hanno la responsabilità della gestione del cliente, vi è un numero variabile, in funzione della dimensione della transazione in essere, di alcuni analisti finanziari di differente *seniority*; di solito ogni *team* è dotato di un *senior analyst* che supervisiona il lavoro svolto dagli altri analisti e fa da tramite tra questi e il professionista *senior* addetto alla relazione con la clientela. I *team* sono strutturati in modo da comprendere un'ampia gamma di capacità e conoscenze apportate, laddove necessario, anche da soggetti esterni in modo da permettere alla struttura, nel suo complesso, di disporre di tutte le risorse necessarie: l'integrazione di tali differenti competenze è il punto di forza della squadra che è dotata di intrinseco dinamismo che si evolve di continuo, richiedendo un continuo adattamento di *skills*, via via che vengono completate le diverse fasi del progetto. Inoltre il *team* deve essere caratterizzato dalla cosiddetta "autonomia deliberante", cioè i capi-progetto, nello svolgimento della loro attività, devono poter prendere delle decisioni in maniera rapida e indipendente senza doverle subordinare a complessi e formali iter burocratici di approvazione da parte dei vertici della struttura operativa; questo allo scopo di poter rendere più flessibile l'intero processo produttivo e di non sminuire la figura del capo-progetto di fronte al cliente che lui stesso è chiamato a gestire.

Il *team*, inoltre, deve focalizzarsi completamente sull'attività produttiva che è chiamato a curare cioè deve concentrarsi esclusivamente sullo svolgimento delle singole fasi della catena del valore che porta alla realizzazione del prodotto finito; questo non

implica di per sé che la medesima risorsa non possa essere allocata contemporaneamente su più progetti distinti, ma implica che i membri dei *team* non dovrebbero aver l'onere di svolgere attribuzioni che richiedono l'esercizio di competenze diverse da quelle effettivamente necessarie e strumentali allo svolgimento di un'operazione di M&A, questo soprattutto in riferimento a quegli intermediari diversificati che si impegnano in diversi settori di attività (gestione patrimoniale, credito tradizionale, gestione patrimoniale) nei quali non si può realizzare quella specializzazione necessaria a garantire al cliente l'offerta di un servizio rapido ed efficiente.

Il punto di raccordo tra la struttura verticale e quella trasversale, organizzata per *team*, è dato dal *back office* o *staff* costituito dal personale impiegatizio cui sono affidate delle mansioni a basso valore aggiunto e per le quali non è richiesta una specializzazione per progetto. Più il *back office* è organizzato maggiore potrà essere il tempo che ciascuno dei *team* potrà dedicare alla propria attività.

## 2.5 I MODELLI DI INTEGRAZIONE: LE TEORIE PREVALENTI

Come affermato in precedenza l'integrazione rappresenta un processo interattivo e graduale, nel quale l'elemento determinante si identifica nella capacità di far convivere, collaborare e coordinare due strutture organizzative diverse. Il principale ostacolo che ogni operazione comporta riguarda la resistenza al cambiamento: il processo di integrazione si scontra con l'eventuale richiesta, da parte del management dell'acquisita, di mantenere una propria autonomia organizzativa.

La letteratura offre al riguardo numerosi spunti di riflessione. Alcuni autori sostengono l'ipotesi che i problemi dell'integrazione siano fortemente dipendenti dalle dimensioni aziendali<sup>75</sup>. Un secondo filone ritiene che il buon esito delle operazioni sia da imputare alla tipologia delle sinergie realizzabili<sup>76</sup>. Un terzo filone pone come focus del processo il problema culturale<sup>77</sup>. Nonostante le diverse sfaccettature, in tutte le ricerche la gestione dell'adattamento culturale viene riconosciuta come il tema dominante del processo.

---

<sup>75</sup> Per ulteriori approfondimenti sul tema si rimanda a Kitching, 1967, Van de Ven, 1986.

<sup>76</sup> Si consulti sul tema Chatterjee, 1986.

<sup>77</sup> Per ulteriori approfondimenti al riguardo si consulti Nahavandi-Malekzadeh, 1988.

Il modello di Haspeslagh e Jemison illustra i possibili approcci operativi all'integrazione<sup>78</sup> (si veda in proposito la fig. 2.3).

**Figura 2.3 – Il modello di Haspeslagh e Jemison sulle tipologie di approccio all'integrazione**

		Necessità di interdipendenza strategica	
		Bassa	Alta
Necessità di autonomia organizzativa	Alta	Conservazione	Simbiosi
	Bassa	Holding	Assorbimento

Fonte: Haspeslagh-Jemison, 1992

La matrice riportata nella figura 2.4 presuppone che le soluzioni organizzative adottabili derivino dalla combinazione delle esigenze di interdipendenza strategica, così come dalla necessità di mantenere un adeguato livello di autonomia organizzativa. Il modello interpreta una situazione tipica delle acquisizioni nella quale le esigenze assumono valenze molto differenti: mentre in alcuni casi si fondano su un'elevata interdipendenza strategica e su una bassa autonomia organizzativa, in altri ricorrono situazioni completamente opposte.

Le situazioni presentate nelle quattro aree della matrice evidenziano approcci che comportano differenti modelli organizzativi che producono effetti difforni. Il punto cruciale di un processo di integrazione non consiste nell'eliminare le differenze culturali, ma nel comprendere quali culture e quali valori debbano essere preservati e mantenuti nel tempo in quanto fattori critici di successo anche per il futuro.

Il modello della conservazione si rende utili quando in presenza di un basso livello di interdipendenza strategica, la società acquisita richiede un elevato grado di autonomia organizzativa.

Il modello dell'assorbimento, tecnicamente riconducibile alla soluzione tecnica dell'incorporazione, si rende necessario quando le acquisizioni necessitano di un alto grado di interdipendenza strategica e, contemporaneamente, di una scarsa esigenza di autonomia organizzativa.

<sup>78</sup> Haspeslagh P.C.-Jemison D.B., 1992.

Il modello della simbiosi è probabilmente quello che presenta le caratteristiche di una vera e propria sfida per il management, poiché in esso si racchiudono le maggiori potenzialità e le attese di tipo sinergico. Sono necessari notevoli sforzi, più che nelle situazioni precedenti, per il trasferimento delle capacità e delle competenze pur mantenendo contemporaneamente un'elevata autonomia organizzativa.

L'ultima situazione -modello delle holding- non presenta alcun particolare interesse di tipo strategico poiché non contempla la possibilità di realizzare significativi effetti sinergici, tranne alcune economie di natura tipicamente finanziaria.

Un modello simile a quello di Haspeslagh e Jemison è stato proposto successivamente da Sinatra nel quale cerca di valutare i probabili risultati del processo di acquisizione secondo alcune tipologie caratteristiche di integrazione<sup>79</sup>.

Secondo questo schema l'integrazione può essere realizzata secondo tre diverse modalità:

- la colonizzazione: l'impresa acquirente tende a espropriare le sole competenze che ritiene funzionali al disegno strategico di base; quest'alternativa si manifesta con l'imposizione della propria cultura. La diversità delle esperienze vissute e delle conoscenze maturate funge da barriera al processo di integrazione, la dimensione della distanza alimenta ulteriormente tale difficoltà e le possibilità di insuccesso sono molto elevate;
- il matrimonio: si caratterizza per la necessità di un adeguamento reciproco delle strutture aziendali, in assenza del quale vengono a cadere le potenzialità del progetto. Tale modalità evidenzia un elevato potenziale di innovazione anche in tempi brevi legato alla capacità di valorizzare le diversità mantenendo comunque forte il grado di coesione interna;
- l'imprinting: si caratterizza per l'attività di orientamento strategico da parte dell'acquirente sul processo decisionale dell'acquisita che viene guidata nella direzione desiderata.

In conclusione si può affermare che tutte le soluzioni descritte si pongono l'obiettivo di definire comportamenti di tipo generale che, tuttavia, non esauriscono il ventaglio delle possibili scelte che si possono effettuare; esistono infatti una molteplicità di soluzioni intermedie tra un modello e l'altro in grado di soddisfare esigenze specifiche e diverse da caso a caso (Conca, 2005, pp. 174-179).

---

<sup>79</sup> Si veda al riguardo Sinatra, 1993.

**2.5.1 L'INTEGRAZIONE: L'IMPATTO SUL MANAGEMENT**

L'integrazione tra due società rappresenta un processo estremamente delicato e complesso che coinvolge le imprese nella sua interezza dal vertice ai livelli operativi.

Le esperienze in tema di operazioni di M&A mostrano risultati eterogenei. Alcune operazioni hanno conseguito notevoli e importanti successi, altre hanno comportato lunghi tempi di attesa, altre, infine, non hanno raggiunto gli obiettivi attesi. Ne consegue che non è tanto l'efficacia della soluzione acquisitiva il problema quanto la capacità e le competenze di coloro che la gestiscono.

Alla difficoltà di rendere oggettiva la valutazione sui benefici raggiunti si aggiungono poi problemi di altra natura. Primo fra tutti riguarda il fatto che la valutazione dei risultati dipende dalla prospettiva con cui si affronta l'analisi. I risultati appaiono difforni quando scaturiscono da analisi riferite a soggetti che hanno interessi diversi e mutevoli nel tempo. Inoltre i risultati non sempre soddisfano gli interessi di ogni categoria. Non è infrequente che a delle performance giudicate positive per gli stakeholders corrispondano delle performance ritenute negative per gli shareholders e viceversa.

La letteratura anglosassone, ricca di esempi e casi e esplicativi, analizza i risultati delle ricerche sul successo delle acquisizioni<sup>80</sup>.

Secondo una ricerca svolta da PriceWaterhouseCoopers sulla base delle esperienze maturate in molte anni di attività nel campo dell'assistenza per la realizzazione di operazioni di M&A, i risultati delle acquisizioni non sembrano molto incoraggianti. I possibili effetti indotti sono evidenziati nella tab. 2.1.

**Tabella 2.1 – Alcuni possibili effetti delle acquisizioni**

Principali conseguenze delle acquisizioni	Effetti
Turnover del management	I senior manager dell'acquirente lasciano la società entro un anno e la percentuale cresce nei tre anni successivi
Cambiamento di proprietà	Il 30% delle imprese acquisite e successivamente sottoposte a fusione è rivenduto dopo soli tre anni
Performance finanziarie	In un orizzonte temporale di 5 anni l'80% delle operazioni di M&A da performance finanziarie negative o comunque non soddisfacenti Dopo 10 anni solamente il 23% delle operazioni raggiunge il break-even finanziario rispetto ai costi sostenuti per la realizzazione delle stesse

Fonte: Conca, 2005, p.181

<sup>80</sup> Si vedano in proposito i contributi di Jensen-Ruback, 1983 e Walsh, 1988.



Il problema è ancora più marcato se si confrontano le acquisizioni amichevoli con quelle ostili. Franks e Mayer, in una ricerca del 1997, hanno analizzato un campione di 65 acquisizioni di cui circa la metà erano a carattere ostile<sup>81</sup>. Dall'evidenza empirica è emerso quanto segue:

- il turnover del top management è maggiore nelle acquisizioni ostili rispetto a quelle amichevoli;
- nelle acquisizioni di tipo ostile il 90% degli *executive directors* si sono dimessi dopo l'operazione, mentre nelle operazioni amichevoli il tasso di abbandono scende al 50% (Conca, 2005, pp. 173-186).

### 2.5.2 I SETTE MITI DA SFATARE DEL PROCESSO DI INTEGRAZIONE

L'esperienza degli ultimi anni nel settore dell'M&A ha insegnato molto: chi ha saputo gestire il rischio ha visto incrementare la competitività complessiva dell'azienda e il valore per gli azionisti. Nonostante il boom di tali operazioni, sono stati registrati molti insuccessi e gli studi empirici sulle cause di fallimento hanno dimostrato come più che di errori di valutazione finanziaria e strategica *pre-deal* si è trattato di errori riguardanti la fase *post-deal* legati alla gestione del processo di integrazione delle realtà aziendali. Dall'esperienza pregressa è emerso che ci sono sette errori da evitare per avere successo lungo il difficile cammino della creazione di valore *post-deal*.

- Realizzare subito i risparmi previsti.

Un'eccessiva attenzione all'ottenimento di risparmi dovuto al contenimento dei costi, pur essendo una componente fondamentale del piano di rientro dell'investimento, è il primo errore che si commette in un'operazione di M&A, soprattutto perché risponde a un'ottica di breve periodo a discapito della capacità del processo di acquisizione di generare valore nel lungo termine.

- Utilizzare l'acquisizione come alternativa alla crescita organica.

L'idea che si possa crescere soltanto grazie a una combinazione delle due realtà aziendali è ancora un luogo comune, infatti per cogliere nuove opportunità di crescita non è sufficiente consolidare le due compagini societarie sperando che si generino spontaneamente combinazioni vincenti. Tutti i cambiamenti di tipo organizzativo, tecnologico o di mercato devono necessariamente essere pianificati. Anzi molte ricerche empiriche dimostrano che nel breve termine il tasso di crescita della nuova entità può

---

<sup>81</sup> Per ulteriori approfondimenti si veda Franks-Mayer, 1994.

risultare inferiore alla media ponderata delle due aziende *pre-deal* a causa del lavoro di integrazione.

- Adottare le *best practices* di entrambe le aziende.

Una delle motivazioni alla base di un'operazione di M&A è la ricerca di nuove competenze e qualità distintive non internalizzate, ma detenute dall'azienda *target* che si è deciso di acquisire al fine di "scomporre" ciascuna organizzazione in parti e "riassemblare" poi il nuovo modello utilizzando i migliori componenti di ognuno. Purtroppo, l'ottimizzazione di un sistema complesso non si ottiene dalla semplice ottimizzazione delle sue sottocomponenti a causa di tensioni politiche e organizzative insite nel dover scegliere quale *best practice* adottare.

- Armonizzare le differenze culturali per risolvere il problema principale.

La collaborazione iniziale è oggettivamente difficile a causa della diversità di cultura delle due aziende che hanno creato la nuova entità. Il problema nasce quando l'integrazione culturale, necessaria e inizialmente difficile, assorbe tutte le energie del management come se si trattasse del problema fondamentale.

- Definizione della strategia e successivo allineamento dell'organizzazione.

Uno dei miti della *leadership* afferma che il top management decide cosa fare e l'organizzazione lo realizza. L'esigenza odierna di reagire rapidamente al mercato e la sempre maggiore decentralizzazione delle strutture decisionali e del *knowledge* strategico rendono necessario un sistema di valori e di linee condiviso anche perifericamente, esigenza accentuata in occasione delle operazioni di M&A. La nuova *leadership*, che non conosce a fondo le due realtà, non ha la credibilità per definire e sviluppare una nuova linea strategica ed imporla con successo, tanto più che l'organizzazione avendo subito un cambiamento tra gli organi direttivi sviluppa un risentimento nei confronti degli ultimi arrivati e delle loro strategie. L'approccio tradizionale per spingere l'intera compagine verso la simbiosi prevede l'elaborazione delle strategie ad alto livello e la sua successiva comunicazione al resto dell'organizzazione per la sua esecuzione allineandola al piano strategico. L'esperienza empirica ha dimostrato che tale percorso implica delle barriere che ne rendono difficile l'implementazione. I casi di maggior successo hanno assistito al coinvolgimento, in fase di elaborazione, dei *team* destinati a mettere in atto la strategia.

- Rendere l'operazione invisibile ai clienti.

Altro elemento critico per la riuscita del processo di integrazione è costituito dal modo in cui la nuova entità sarà percepita dai clienti. Errore diffuso è quello di pensare di poterla rendere trasparente ai loro occhi.

I clienti, infatti sono perfettamente consapevoli del cambio di proprietà e di management e inoltre nutriranno aspettative, comprensibili, sul miglioramento del livello di servizio per cui giustificare l'integrazione solo attraverso motivazioni puramente interne ed organizzative rivela un'assenza di idee per lo sviluppo futuro mandando un segnale contraddittorio al mercato; bisogna invece gestire attivamente le aspettative dei clienti.

- Intervenire solo su ciò che necessita di un intervento.

Il nuovo contesto che si genera a seguito di un'operazione di M&A ha un diverso Dna rispetto alle entità preesistenti e il management non dovrebbe avere un atteggiamento passivo alle problematiche *post-deal* (Di Fiore, Rosati, 1998).

## 2.6 PERCHÉ FALLISCONO LE OPERAZIONI DI M&A

La storia dei processi di M&A è costellata di operazioni che hanno distrutto valore per gli azionisti, ma le aziende che sono riuscite a utilizzare adeguatamente la leva delle acquisizioni sono quelle che nel tempo sono riuscite a garantire i migliori ritorni ai loro azionisti. Le operazioni di M&A spesso danno vita a un paradosso fondamentale: gli studi scientifici dimostrano che una quota intorno al 70% di tutte le operazioni non riesce a creare valore sostanziale per gli azionisti, tuttavia l'osservazione empirica indica come sia estremamente difficile creare una società di livello mondiale esclusivamente attraverso la crescita organica. Le fusioni falliscono molto più spesso di quanto non vadano bene, ma sono indispensabili.

Lo studio degli acquirenti di successo e dei loro comportamenti evidenzia come questi condividano una serie di caratteristiche chiave che li rendono diversi dagli altri. Essi fanno operazioni con una certa sistematicità, in periodi sia di recessione che di crescita, cominciando spesso da piccoli *deal* a basso rischio grazie ai quali iniziano a sviluppare un adeguato *know-how* prima di affrontare operazioni più complesse e articolate. Essi di solito “dedicano” un apposito *core team* che cura costantemente le operazioni di M&A, definisce processi e linee guida per istituzionalizzare l'esperienza acquisita nel corso delle varie operazioni e stabilisce sin dall'inizio i prezzi di uscita

legando la remunerazione dei manager alla performance nel tempo del business più che alla realizzazione dell'acquisizione stessa<sup>82</sup>.

Il fallimento di un'operazione di M&A è una possibilità che rientra tra gli eventi possibili e le ragioni in grado di motivarlo sono molteplici e di natura diversificata. Le cause addotte per la spiegazione degli insuccessi si riconducono a tre tipologie essenziali:

1. errori di visione strategica e di mercato;
2. scelte sbagliate nell'individuazione del partner ideale;
3. incapacità di gestione dell'operazione.

Gli errori di stampo strategico sono dovuti alla natura stessa della decisione, complessa e non strutturabile, a elevato contenuto di rischio, naturalmente soggetta a possibili insuccessi. In genere tali errori hanno natura interna e sono imputabili a errate percezioni dello scenario strategico da parte del management.

L'errore nell'individuazione del partner ideale, molto frequente, dipende dall'incapacità del management di riconoscere nella target l'assenza delle caratteristiche ritenute essenziali ai fini dell'acquisizione.

Il terzo punto configura il caso di mancata conclusione dell'operazione più che un insuccesso. Si tratta delle situazioni in cui la trattativa si è interrotta per motivi riconducibili a punti di vista inconciliabili su questioni di fondo, a divergenze nel momento della valutazione, a prezzi ritenuti inaccettabili, a problemi di natura fiscale, a difficoltà che insorgono nel momento della stesura del contratto (presenza di clausole, richiesta di garanzie ecc.).

Il fallimento dovuto a queste cause può dipendere dall'incapacità dei consulenti esterni a gestire i conflitti e le tensioni che generalmente si presentano e di trovare le soluzioni tecniche idonee a soddisfare le esigenze della controparte. Per queste ragioni l'esperienza di professionisti che hanno gestito un numero corposo di operazioni può risultare un fattore critico di successo di tutto il processo acquisitivo. Nel fallimento di un'operazione di M&A l'aspetto che suscita maggior preoccupazione è relativo alla gravità delle conseguenze che comporta poiché nella maggior parte dei casi si dimostrano irreversibili. Quando un'acquisizione non raggiunge gli obiettivi prefissati,

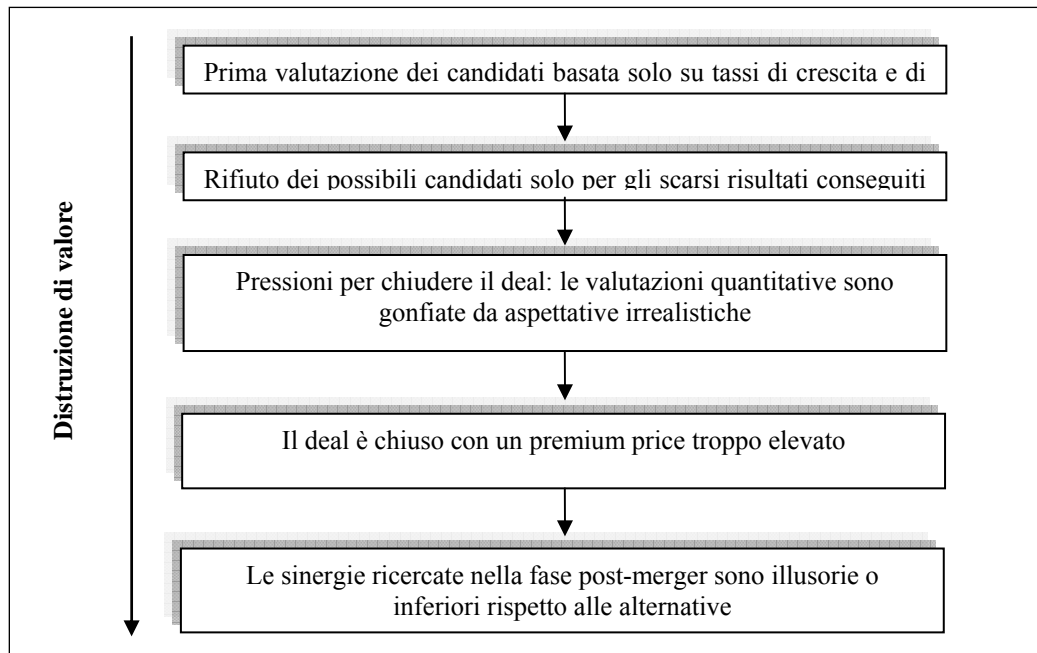
---

<sup>82</sup> Società come Cisco, Fidelity National, GE, Clear Channel hanno perfezionato queste tecniche con il tempo, in modo da trasformare l'attività di M&A in una strategia di crescita profittevole. Esse hanno trovato il modo di catturare il *Know-how* sviluppato in ogni deal riuscendo così a scalare la curva di esperienza delle acquisizioni. Pertanto, si può concludere che tali aziende non hanno semplicemente colto delle opportunità, ma si sono organizzate per crearle.

si assiste a una progressiva distruzione di valore con evidenti ripercussioni sul management che l'ha voluta e gestita e con effetti negativi di tipo finanziario in capo agli azionisti.

Il fallimento di un'operazione di M&A è accompagnato da una relazione causa-effetto<sup>83</sup> (si veda in proposito la fig. 2.4).

**Figura 2.4 – La relazione causa-effetto nel fallimento delle operazioni di M&A**

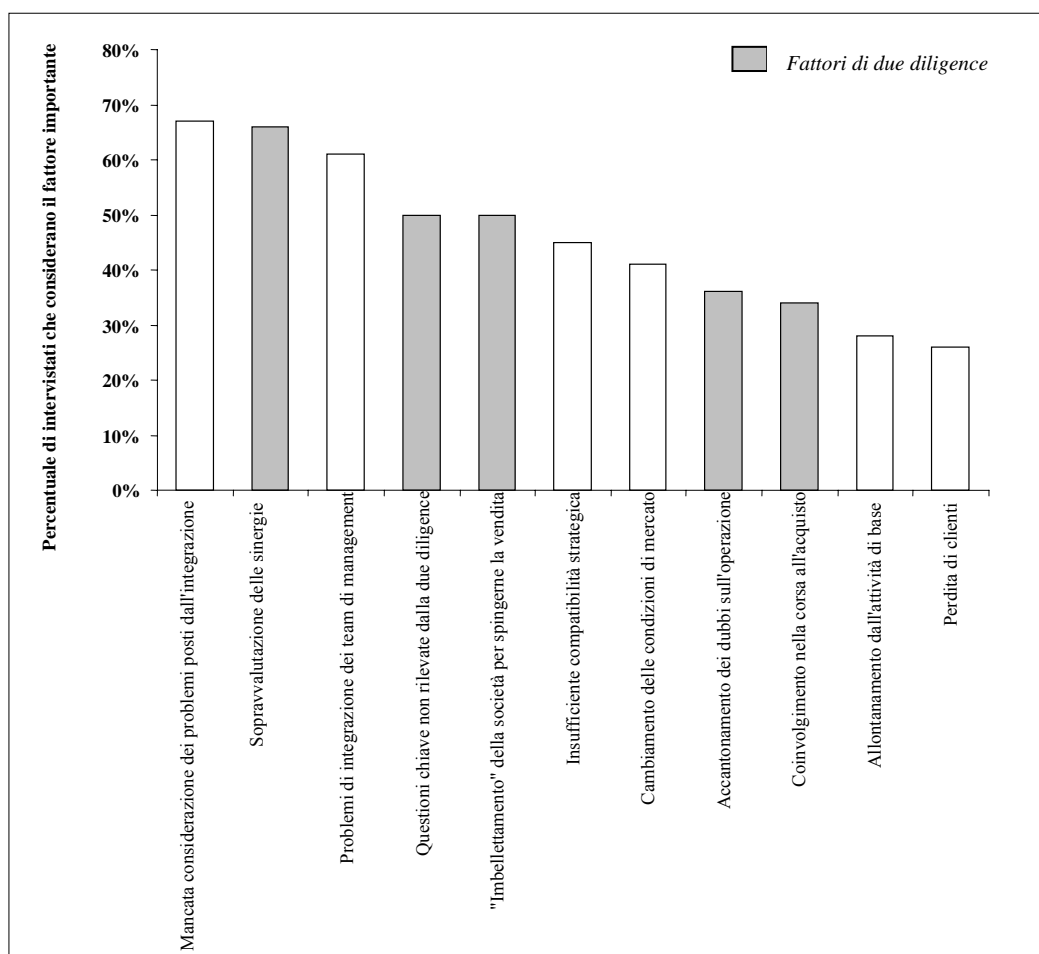


Fonte: Conca, 2005, p. 188

Da un'evidenza empirica, realizzata dalla Bain & Company, su un campione di 724 imprese statunitensi quotate in Borsa dal 1986 con un fatturato, nel 2000, di 500 milioni di dollari risulta che le motivazioni più ricorrenti nel giustificare il fallimento delle operazioni di M&A riguardano le carenze nella *due diligence* e le discrepanze tra i risultati e le decisioni manageriali sono ai primi posti nell'elenco delle cause di insuccesso (si veda in proposito il graf. 2.1).

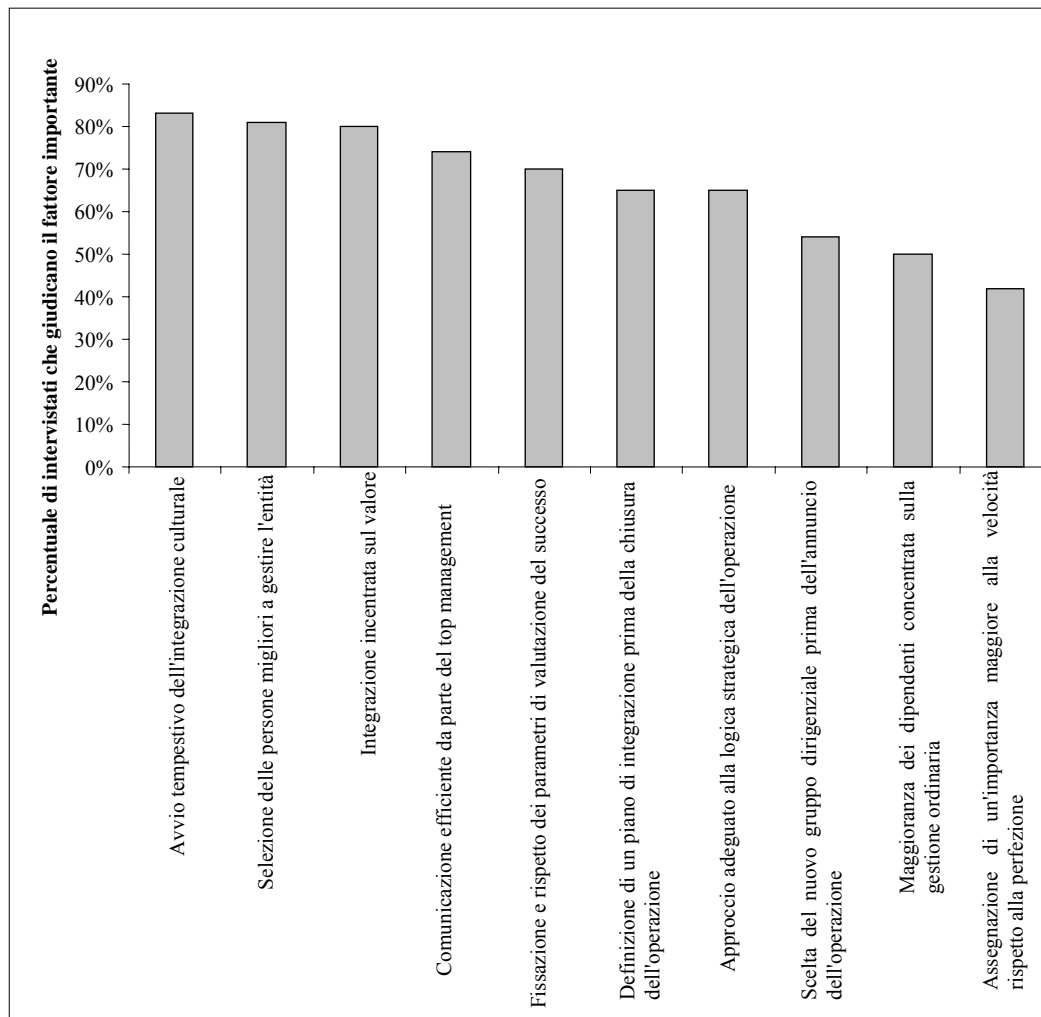
<sup>83</sup> Per ulteriori approfondimenti si veda sul tema Copeland-Koller, 1990.

**Grafico 2.1 – Le cause più frequenti del fallimento delle operazioni di M&A**



Fonte: Harding e Rovit, 2005, p. 62

Dalla medesima evidenza empirica sono emerse le motivazioni più frequentemente adottate per spiegare il successo delle integrazioni (si veda il graf. 2.2).

**Grafico 2.2 – I motivi del successo delle integrazioni**

Fonte: Bain & Company, 2005, p. 96

## 2.7 LE OPERAZIONI DI M&A E IL DIRITTO ALLA CONCORRENZA: LA NORMATIVA ANTITRUST

La legge n. 287/90 ha introdotto la normativa antitrust a tutela della concorrenza e del mercato. La medesima legge ha istituito anche l'Autorità Garante della concorrenza e del mercato<sup>84</sup> (d'ora in poi Agcm) con il mandato di sorvegliare il regolare svolgimento delle pratiche concorrenziali.

<sup>84</sup> È l'autorità Garante della Concorrenza e del Mercato che vigila sulle intese restrittive della concorrenza, sugli abusi di posizioni dominanti, sulle operazioni di concentrazione che comportano la costituzione o il rafforzamento di una posizione dominante. È un'autorità indipendente poiché trattasi di un'Amministrazione Pubblica che decide sulla base della legge senza ingerenze da parte del Governo e del Parlamento, ovvero in piena autonomia rispetto al potere esecutivo. È un organo collegiale che decide a maggioranza composto da un presidente e quattro membri nominati di comune accordo dai Presidenti del Senato e della Camera. Tutti i componenti restano in carica sette anni senza la possibilità di rinnovo del mandato.

Gli obiettivi intrinseci nella legge sono due e cioè permettere agli operatori di accedere al mercato e competere sulla base di pari opportunità e tutelare i consumatori favorendo il contenimento dei prezzi e il miglioramento della qualità di prodotti e servizi che derivano dal libero gioco della concorrenza.

La necessità di vigilare sul rispetto dei comportamenti concorrenziali adottati dalle imprese nasce dalla constatazione che esse trovano conveniente accordarsi per coordinare le proprie azioni sul mercato piuttosto che operare in regime di concorrenza. La realizzazione di pratiche collusive si manifesta attraverso la costituzione di cartelli di imprese, che conducono alla fissazione congiunta dei prezzi da parte dei soggetti aderenti determinando una spartizione concordata dei mercati.

Una situazione tipica di queste pratiche ricorre negli accordi tra imprese che ricoprono stadi successivi nell'ambito della medesima filiera produttiva. L'articolo 5 della legge 287/1990 disciplina le operazioni di concentrazione<sup>85</sup> realizzabili in varie forme tra imprese indipendenti poiché in grado di alterare le condizioni concorrenziali dei mercati. La criticità si manifesta quando un'impresa raggiunge quote di mercato particolarmente rilevanti così da impedire, restringere o falsare la concorrenza.

Ad alterare il sistema concorrenziale non è l'operazione di concentrazione, ma la dimensione raggiunta in termini di fatturato prodotto, a seguito dell'aggregazione, che può modificare in modo sostanziale le condizioni di mercato.

Le operazioni di M&A rappresentano certamente l'ambito di maggior attenzione della normativa a tutela della concorrenza. In linea teorica l'aumento della dimensione sul mercato può comportare una riduzione dei costi a favore dei consumatori, ma accade spesso che l'incremento dimensionale riduca durevolmente la concorrenza a favore delle imprese che si sono concentrate. Esse vedono accresciuta la capacità di controllo dei prezzi, nonché la possibilità di praticare condizioni svantaggiose per il consumatore finale.

Pertanto, le operazioni di concentrazione che superano determinate soglie dimensionali devono essere, dalle stesse imprese coinvolte, preventivamente comunicate all'Agcm, che esprimerà un giudizio sugli effetti che l'operazione potrà determinare sulle condizioni di mercato vietando o permettendo, quindi, l'operazione.

---

<sup>85</sup> A norma dell'articolo 5 della legge 287/90 per operazione di concentrazione deve intendersi una qualsiasi operazione che comporti una modifica strutturale delle imprese partecipanti all'operazione, che consegue alla fusione di imprese, all'acquisizione del controllo dell'insieme o di parti di impresa, ovvero alla costituzione di un'impresa comune.



A norma dell'articolo 16 primo comma della legge 287/1990 devono essere preventivamente comunicate all'Agcm tutte le operazioni di concentrazione fra imprese il cui fatturato totale realizzato a livello nazionale dall'insieme delle imprese interessate sia superiore a 411 milioni di euro o qualora il fatturato totale realizzato dall'impresa di cui è prevista l'acquisizione sia superiore a 41 milioni di euro.

Nei riguardi delle operazioni di concentrazione l'Agcm valuta se comportano la costituzione o il rafforzamento di una posizione dominante sul mercato nazionale, in modo da eliminare in modo sostanziale e duraturo la concorrenza, in tal caso può vietarne la realizzazione o imporre delle modifiche al progetto originario che ne rimuovano gli effetti distorsivi.

Non rientrano nell'ambito delle concentrazioni le acquisizioni di partecipazioni per fini finanziari; imprese comuni cooperative che danno luogo ad un'impresa comune che non svolga le funzioni di un'entità economica autonoma e le operazioni intragrupo. Tra le operazioni di concentrazione è possibile distinguere tra:

- concentrazioni orizzontali: coinvolgono imprese direttamente concorrenti;
- concentrazioni verticali: (a monte o a valle) rappresentano aggregazioni lungo la medesima filiera produttiva e distributiva;
- concentrazioni conglomerali: coinvolgono imprese appartenenti a settori non correlati che operano quindi in mercati indipendenti.

Nei primi due casi i rischi di politiche lesive della libera concorrenza sono normalmente maggiori. Le finalità e le caratteristiche delle concentrazioni orizzontali determinano una maggior attenzione da parte dell'autorità competente (si veda in proposito la tab. 2.2).

**Tabella 2.2 – Le tipologie di concentrazioni analizzate dall'Antitrust**

Concentrazione	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Orizzontale	68,7	90,0	86,4	87,5	89,6	88,9	86,2	92,9	84,8	85,6	86,5	85,0
Verticale	22,8	6,6	8,4	4,2	3,8	2,7	2,0	1,5	4,8	1,7	2,5	2,0
Conglomerale	8,5	3,4	5,2	8,3	6,6	8,4	11,8	5,6	10,4	12,7	11,0	13,0
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fonte: Agcm (anni vari)

Va poi ricordato che la legge per la tutela del risparmio (legge n. 262 del 2005) che persegue l'obiettivo di rafforzare la protezione dei risparmiatori e di innalzare il grado di trasparenza dei mercati, con norme che incidono sulla disciplina degli operatori e sull'assetto delle autorità di controllo, si ispira al principio di ripartire le competenze in

base alle finalità. In tal senso si realizza il trasferimento delle funzioni antitrust nel settore bancario dalla Banca d'Italia all'Agcm e l'attribuzione alla Consob di nuovi compiti di regolamentazione e controllo sull'offerta dei prodotti finanziari di banche e assicurazioni.

## 2.8 ALCUNE RIFLESSIONI SULLE ACQUISIZIONI

Il processo attraverso il quale matura e si concretizza la strategia acquisitiva è molto complesso e articolato. La molteplicità delle variabili in campo e la varietà delle situazioni di riferimento non consentono di individuare delle regole di validità assoluta poiché l'evoluzione dell'operazione di acquisizione è diversa da caso a caso. Vi sono però degli aspetti essenziali di portata generale che si prestano a un qualsiasi processo acquisitivo e riassumibili nei seguenti punti:

- validità del disegno strategico complessivo;
- realizzabilità dell'operazione alla luce della normativa antitrust;
- scelta del partner compatibile;
- pagamento di un prezzo congruo;
- valutazione delle fonti di copertura utilizzate e dell'impatto fiscale dell'operazione;
- adeguatezza del management nella gestione del processo.

Tra gli aspetti indicati, particolare attenzione merita la valutazione delle politiche finanziarie. La tipologia delle fonti di finanziamento utilizzate incide sul grado di rischio dell'operazione ai rischi di business operativi si accompagna normalmente anche il rischio finanziario legato alle scelte di leva. Nei casi in cui si ricorre a elevati livelli di debito, frequenti nelle operazioni di *leveraged buy-out*, aumenta considerevolmente non solo il rischio di rimborso, ma anche il drenaggio delle risorse finanziarie altrimenti disponibili per lo sviluppo aziendale.

Pertanto è necessario procedere alla redazione di piani economico-finanziari realistici che tengano conto dell'impatto sui flussi di cassa di variazioni negative alle ipotesi alla base del piano stesso. L'obiettivo finale consiste nel valutare la sostenibilità complessiva del piano di acquisizione e i margini di manovra che la situazione consente a fronte di eventuali impreviste difficoltà.

Giova, infine, ricordare che le operazioni di acquisizione determinano un aumento del grado di concentrazione settoriale e producono effetti di modificazione del sistema

competitivo, pregiudicando in taluni casi le condizioni di libera concorrenza. A tal fine tutelare le imprese di fronte a comportamenti che minacciano le regole della libera concorrenza e che comportano la costituzione di posizioni dominanti o di abuso, l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ha il compito di sorvegliare l'applicazione della legge. Nello specifico, per valutare la conformità dell'acquisizione alla normativa vigente in materia antitrust è necessario valutare preventivamente la fattibilità dell'operazione, evitando di incorrere in un contenzioso con l'autorità competente (Conca, 2005, pp. 195-196).

**PARTE SECONDA**

**IL MERCATO DELLE FUSIONI E ACQUISIZIONI NEL SISTEMA IMPRESE E NEL SISTEMA**

**BANCARIO**

## CAPITOLO I

### IL MERCATO DELLE OPERAZIONI DI M&A TRA IMPRESE

#### 1.1 L'EVOLUZIONE STORICA DELLE OPERAZIONI DI M&A NEL CONTESTO INTERNAZIONALE: LE QUATTRO MERGER WAVES

La crescita per vie esterne è un fenomeno dinamico che pur assecondando trend ciclici<sup>86</sup> è in costante fase di espansione. Le strategie tradizionali, rivolte verso il perseguimento della crescita per vie interne, appaiono poco convincenti soprattutto se inserite in un contesto caratterizzato da rilevante variabilità ambientale che richiede un pronto ed efficace adattamento delle imprese, e che non determini, al contempo, sconvolgimenti negli equilibri gestionali delle stesse. L'incentivo che ne consegue è la ricerca di formule snelle che possano aumentare l'elasticità della struttura aziendale smussando le rigidità organizzative.

Le operazioni di M&A hanno un'origine assai lontana nel tempo, le prime operazioni hanno avuto luogo nei mercati di cultura anglosassone e risalgono alla fine del XIX secolo. Esse modificarono radicalmente la struttura del sistema industriale, anche se all'interno dei singoli sistemi economici i periodi di intensa attività nel campo delle fusioni e acquisizioni sono sempre avvenuti con cadenza quasi ciclica.

La scelta di analizzare il fenomeno sin dalle origini scaturisce dall'esigenza di comprendere i legami tra l'evoluzione dell'ambiente esterno e le risposte strategiche delle imprese di cui le acquisizioni sono una componente rilevante.

Sin dai primi del Novecento gli effetti registrati sui sistemi economici e sulla competizione industriale dall'avvento di profonde innovazioni tecnologiche, dal processo di graduale apertura internazionale dei mercati hanno favorito e stimolato le imprese ad adottare strategie di sviluppo basate anche sull'acquisizione di altre imprese, sia concorrenti sia operanti in business diversi.

Pertanto, in corrispondenza di modificazioni strutturali del sistema economico, le imprese sono praticamente obbligate a pianificare il cambiamento per prepararsi nel modo migliore alle sfide delle fasi successive, imponendosi di cogliere le opportunità che nascono dalle modificazioni in corso nello scenario competitivo.

---

<sup>86</sup> La ciclicità che caratterizza il fenomeno è spiegata da fattori di carattere esogeno e macroeconomico al medesimo tempo; oltre le fasi ascendenti o discendenti dell'economia, incide sull'andamento delle operazioni in oggetto, soprattutto il processo di innovazione tecnologica.

Osservando il fenomeno in chiave storica le operazioni di M&A rappresentano una delle possibili risposte delle imprese alla gestione attiva del cambiamento.

In particolare, si possono distinguere quattro merger waves, ciascuna delle quali caratterizzata da fattori specifici che giustificano la consistenza delle operazioni in studio.

Una prima fase si verifica a cavallo tra la fine dell'Ottocento e l'inizio del Novecento (1850-1920) ed è localizzata negli Stati Uniti. Le motivazioni prevalenti che hanno spinto le imprese ad affrontare la sfida dell'acquisizione riguardano:

- il fenomeno della caduta dei prezzi dovuto alla rilevante disponibilità di capitali per le imprese e alla conseguente crescita della produzione industriale;
- la spinta agli investimenti per seguire la crescita del mercato;
- il completamento della rete ferroviaria che elimina il fenomeno della "regionalizzazione" dei mercati creando le premesse per un mercato allargato.

A queste motivazioni si aggiunge la costituzione del primo mercato mobiliare per la negoziazione dei titoli che ha agevolato il finanziamento delle imprese, conferendo una notevole fattibilità alle operazioni di M&A.

Il fenomeno ha provocato un forte impatto sulla struttura dell'economia statunitense: si è assistito a un profondo processo di integrazione industriale che ha portato alla scomparsa di numerose piccole e medie imprese e alla corrispondente nascita delle prime grandi imprese dell'epoca contemporanea (ne sono esempi la General Motors e l'attuale IBM).

Tale processo ha coinvolto principalmente il settore manifatturiero tradizionale e quello minerario (si veda tab. 1.1).

**Tabella 1.1 – Le operazioni di M&A durante la prima ondata**

Settori	N. operazioni	Concentrazione macrosettoriale
Alimentare	758	Manifatturiero 78,9%
Siderurgico	634	
Chimico	360	
Forniture per trasporti	270	
Prodotti metalliferi	269	Minerario 17,4%
Macchinari per l'industria	263	
Carbone	573	
Prodotti in pietra e vetro	226	
Tabacco	180	Diversi 3,7%
Tessile	172	
Carta	155	
Altri	965	
<b>Totale</b>	<b>4.825</b>	<b>100%</b>

Fonte: Conca, 2005, p. 340

Nel Regno Unito e in Germania le operazioni di M&A interessarono solamente imprese di dimensioni medio grandi e furono concentrate in alcuni business specifici senza, con ciò, modificare in modo radicale il tessuto connettivo dell'economia.

Un primo importante risultato indotto da tale ondata di M&A fu l'accelerazione della crescita dell'impresa dalle condizioni iniziali di impresa artigianale verso un modello organizzativo più articolato ed efficiente, proprio dell'impresa moderna (Conca, 2005, pp. 337-341).

Il secondo momento si è collocato alla fine degli anni venti (1926-1930) e si è sviluppato, come in precedenza, soprattutto nell'economia statunitense. Rispetto, però, alla prima fase ha peculiarità e motivazioni differenti.

Dal punto di vista quantitativo è caratterizzato dal peso decisamente inferiore delle operazioni, furono stimate 2.700 operazioni contro le oltre 4.800 del primo momento, con un conseguente decremento pari al 44%; il picco massimo rilevato durante la prima fase fece registrare 1.150 operazioni nel 1899, mentre la punta massima della seconda raggiunse le 587 operazioni nel 1929.

La seconda fase è stata caratterizzata da integrazioni di tipo orizzontale, nell'ambito delle quali prevalgono le fusioni, e da integrazioni di tipo verticale realizzate mediante sole acquisizioni. Queste ultime furono in aumento, rispetto al passato, per effetto della normativa antitrust che, con lo *Sherman Act* del 1890 e con il *Clayton Act* del 1914,

andò a limitare le operazioni effettuate tra imprese appartenenti al medesimo settore e tra loro concorrenti favorendo le acquisizioni di tipo verticale e laterale, che rimanevano fuori dal campo di applicazione della legislazione antitrust (si veda tab. 1.2).

**Tabella 1.2 – Le tipologie di operazioni di M&A durante la seconda ondata**

Tipologia di integrazione	Consistenza rispetto al numero totale	Consistenza rispetto al valore totale
Integrazione orizzontale	41%	36%
Integrazione verticale	5%	5%
Estensione di prodotto	18%	21%
Estensione di mercato	12%	4%
Miste (orizzontali-verticali)	10%	24%
Non classificabili	14%	10%

Fonte: Conca, 2005, p. 342

Le motivazioni principali sono riconducibili a:

1. l'esigenza di razionalizzare la struttura delle grandi imprese che si erano costituite in seguito alla prima ondata;
2. la ricerca dei vantaggi legati alle economie di scala;
3. la razionalizzazione della struttura distributiva delle imprese (Conca, 2005, p. 341).

La terza fase, conosciuta anche come “dell'internazionalizzazione”, riguarda il periodo a cavallo tra il 1950 e l'inizio degli anni settanta, ma contrariamente alle precedenti, questa *merger wave* interessa contemporaneamente il mercato statunitense e quello europeo: si tratta dunque della prima manifestazione a carattere internazionale.

Rispetto alle prime due fasi, specificamente concentrate nel mercato statunitense, questa si è contraddistinta per la crescente importanza delle operazioni che sono intercorse tra imprese di Stati diversi (*cross-border*). Ciò ha rappresentato il segno tangibile dell'internazionalizzazione dell'economia e del definitivo allargamento del raggio d'azione strategico delle grandi imprese conducendo al fenomeno dell'integrazione internazionale e della globalizzazione.

Negli Stati Uniti l'apice dello sviluppo si è registrato nel 1968 con circa 2.300 operazioni di acquisizione; nel Regno Unito la concentrazione massima si è avuta nel 1964 con circa 700 operazioni; mentre in Francia, nel 1969, sono state registrate poco più di 250 operazioni.



Comunque, il motivo prevalente in grado di spiegare buona parte delle operazioni è individuabile nella spinta allo sviluppo diversificato.

Molte grandi imprese si impongono obiettivi di sviluppo attraverso l'ingresso in nuovi settori, confortati dagli elevati tassi di crescita dell'economia in generale e dall'avvio di un processo di spinta alla segmentazione dei mercati. In particolare, l'ondata in oggetto si concentra in un periodo di boom economico particolarmente favorevole alla realizzazione di strategie espansive. Alcune imprese si sono dimostrate particolarmente attive (come risulta dalla tab. 1.3 di seguito riportata) realizzando nel periodo considerato un cospicuo numero di operazioni di acquisizione e creando le premesse per la costituzione di gruppi industriali di particolare rilevanza dimensionale.

**Tabella 1.3 – Le società che hanno realizzato il maggior numero di operazioni negli Stati Uniti nella terza ondata**

Settore	Società	N. di acquisizioni
Telefonia, Radio, Televisione	Litton Industry	10
	ITT	9
	Teledyne	9
Alimentare	Beatrice Foods	7
Componentistica auto	Gulf Western	6
Petrolifero	Occidental Petroleum	5
Energia idroelettrica	Boise Cascade	5
Veicoli a motore	TRW	5

Fonte: Conca, 2005, p. 343

Abbastanza differenti sono, invece, le motivazioni che sottendono le operazioni di crescita durante la terza ondata nei vari mercati.

Specificamente, nei contesti di origine anglosassone la maggior parte delle operazioni è stata realizzata in funzione degli obiettivi strategici tipici della diversificazione del *core business*; in tali contesti competitivi le principali *corporations* hanno maturato per prime la convinzione della validità degli approcci di portafoglio. Al contrario, nei paesi di origine europea le motivazioni prevalenti ruotano attorno alla necessità di raggiungere soglie dimensionali maggiori.

Pertanto, in sintesi si può affermare che le motivazioni tipiche della terza fase si identificano nella:

- diversificazione del portafoglio di attività ai fini di una sostanziale riduzione del rischio;
- tendenza alla concentrazione settoriale;

- influenza del potere decisionale del management, collegato alle allargate dimensioni dell'attività gestita.

In conclusione, a seconda dei Paesi di riferimento, le operazioni di crescita esterna avvengono, in questo periodo, secondo due differenti modalità.

Nel mercato statunitense si assiste alla costituzione delle prime grandi imprese conglomerate a seguito delle iniziative volte alla diversificazione: le operazioni di tipo conglomerale incidono per l'80% circa negli anni 1964-1971. La necessità di competere con prodotti nuovi e diversi, più che l'allargamento dei confini spaziali dei mercati, sembra essere, pertanto, la motivazione fondamentale delle operazioni di M&A statunitensi nel periodo di riferimento.

In Europa, invece, prevalgono le operazioni di integrazione orizzontale. Le strategie di sviluppo riflettono obiettivi e condizioni competitive completamente differenti rispetto al mercato statunitense perché orientate principalmente verso la:

- concentrazione sinergica;
- revisione delle scelte di portafoglio (Conca, 2005, pp. 343-344).

L'ultima delle quattro *merger waves*, la più recente, ha inizio intorno al 1980 e si distingue dalle precedenti per il carattere spiccatamente internazionale, per i livelli dimensionali raggiunti dai singoli *deals* e per l'attenzione verso gli effetti sul mercato posti dalla concentrazione. La tendenza all'internazionalizzazione è dimostrata dalla dinamica delle acquisizioni tra i vari paesi in risposta alle pressanti esigenze di integrazione internazionale che spingono ad adottare strategie di globalizzazione.

Come già per molti altri fenomeni economici, le imprese europee seguono a qualche anno di distanza quelle americane (è negli Stati Uniti che l'ultima ondata si accentua particolarmente nel periodo 1996-2000), da sempre anticipatrici di tendenze innovative. Solo alla fine del secolo scorso si sviluppa anche in Europa.

Alla dimensione internazionale delle acquisizioni ha certamente contribuito l'avvio del processo di integrazione del mercato unico europeo e il suo progressivo allargamento ai Paesi dell'Est<sup>87</sup>.

---

<sup>87</sup> Dopo la firma dell'Atto Unico nel 1987, molte imprese europee comprendono l'importanza strategica della crescita esterna e dell'allargamento dei mercati di riferimento e avviano una profonda opera di ristrutturazione che si basa anche su soluzioni di crescita esterna. Dal 1985 al 1989 il valore complessivo delle operazioni di M&A passa dai 15 ai 140 miliardi di dollari e nel decennio 1980-1990 le acquisizioni in Europa raggiungono i 500 miliardi di dollari. Per ulteriori approfondimenti si rimanda a Mullaney, 1992, pp. 41-42.

Le motivazioni che caratterizzano l'ultima fase di operazioni di M&A in Europa sono differenti da quelle statunitensi e sono riconducibili a:

- i differenziali di prezzo tra aree geografiche protette;
- la riallocazione dei fattori produttivi su scala europea.

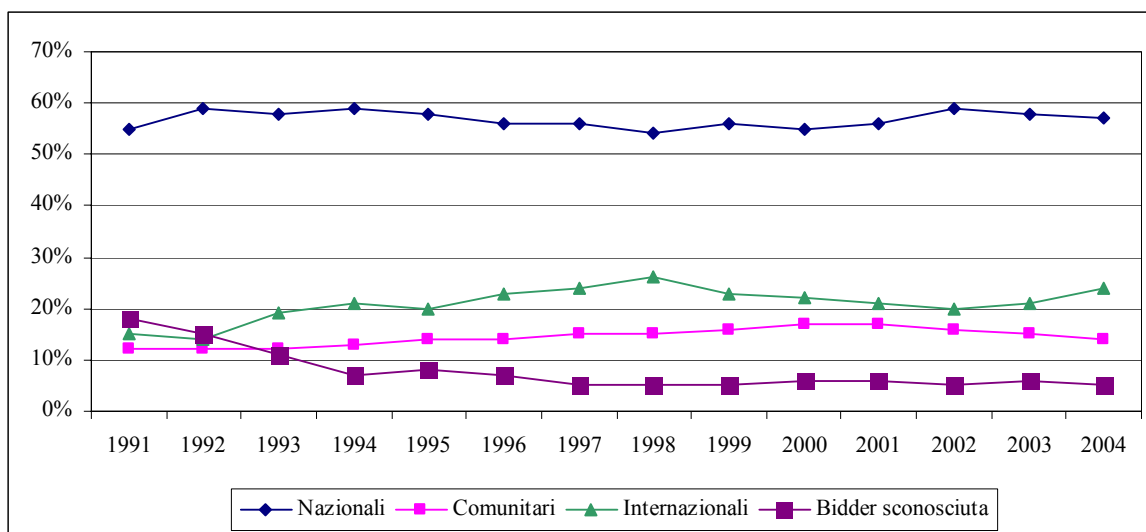
La prima motivazione deriva dall'esistenza di fenomeni di protezionismo, che provocano differenziali di prezzo nei mercati europei. Proprio i settori in cui si sono registrati i differenziali più cospicui (alimentare, bevande, editoria, farmaceutico) hanno fatto registrare una maggiore attività nel mercato M&A.

La seconda motivazione riguarda, invece, la ricerca di una dimensione produttiva aziendale ottimale in linea con la mutata ampiezza del nuovo mercato. La riallocazione delle unità produttive, soprattutto nei settori ad alto contenuto tecnologico, unitamente alla presenza di paesi che vantano una particolare specializzazione produttiva, conducono verso la revisione delle strategie produttive. Molti gruppi industriali, infatti, spostano le produzioni in aree geografiche diverse in unità produttive a scala ottimale. La ristrutturazione produttiva è dimostrata dalla prevalenza delle acquisizioni orizzontali, tipiche del periodo in esame.

Durante l'ultima *merger waves*, le operazioni di M&A realizzate in Europa manifestano tratti simili all'andamento dei *deal* realizzati negli Stati Uniti in relazione ai settori coinvolti e al più ampio orientamento geografico. A conferma che le dinamiche di fondo dei sistemi economici aperti alla competizione internazionale non si discostano di molto.

I punti comuni sono dovuti essenzialmente alla progressiva diminuzione delle barriere commerciali a livello internazionale e al rapido cambiamento tecnologico che si registra in alcuni settori (soprattutto telecomunicazioni, *information technology*, servizi finanziari), che spostano la competizione al di fuori dei confini domestici.

Il grafico successivo (graf. 1.1) evidenzia il trend e la tipologia delle operazioni di M&A che sono state realizzate in Europa durante l'ultima ondata e specificamente nel periodo compreso tra il 1991 e il 2004.

**Grafico 1.1 – Andamento e tipologia dei deal in Europa**

Fonte: Merger and Acquisition Note, European Commission, Giugno 2005

I dati esposti danno informazioni sulla dinamica e sulla direzione delle acquisizioni che coinvolgono le imprese europee: le operazioni domestiche superano di poco, in ciascuno degli anni della serie storica considerata, la metà delle operazioni registrate; piuttosto stabili risultano, invece, le acquisizioni comunitarie. Segnali positivi emergono dall'analisi delle operazioni *cross-border* in costante crescita dal 1992 al 1998 e in ripresa dal 2002 in poi.

Riguardo al valore di transazione delle acquisizioni va considerato che solo in questa fase, e soprattutto a partire dagli anni novanta, si manifestano le prime operazioni di dimensioni ragguardevoli che avviano, in tutti i paesi coinvolti dal fenomeno, un processo di crescita continua nel valore medio dei *deal*.

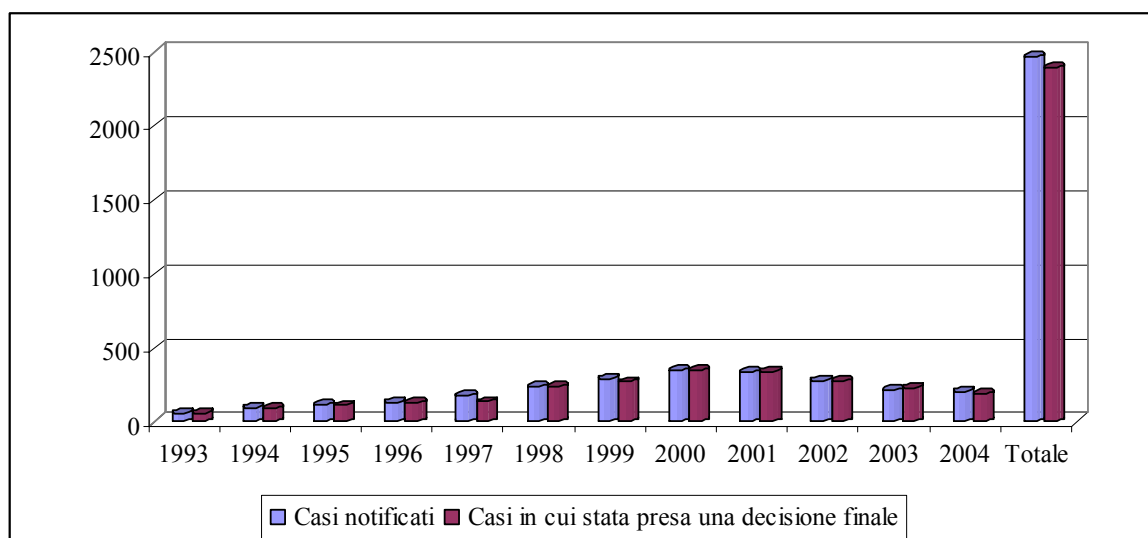
Altra peculiarità di questa ondata riguarda l'attenzione da parte del mercato e dell'opinione pubblica verso gli effetti delle acquisizioni.

Le posizioni in realtà sono discordanti: mentre alcune opinioni sottolineano la necessità della crescita per il rafforzamento della competitività, dando al fenomeno una valenza positiva, altri giudizi pongono sotto accusa le posizioni di controllo del mercato raggiunte proprio attraverso lo strumento della crescita esterna. A seguito di tali pressioni vengono a delinearsi correnti di pensiero che spingono verso il rafforzamento della normativa antitrust dove già presente e la sua introduzione laddove assente.

L'importanza del fenomeno è evidente se si osserva la crescita esponenziale dei casi notificati all'autorità competente che ha iniziato i lavori nel 1990.

Nel grafico successivo (graf. 1.2) si riporta la casistica delle notifiche effettuate nel periodo compreso fra il 1° gennaio 1993 e il 31 ottobre 2004<sup>88</sup>.

**Grafico 1.2 – Casistica riguardante l'applicazione del Regolamento CEE sulle politiche comunitarie in tema di M&A**



Fonte: Conca, 2005, p. 350

## 1.2 LE CARATTERISTICHE DEL M&A IN ITALIA

Il fenomeno della crescita è molto complesso e presenta delle problematiche che poco si prestano a soluzioni univoche.

La frequenza e il volume delle operazioni di M&A sono considerati una prova abbastanza significativa del grado di sviluppo e di efficienza allocativa caratterizzante un sistema economico. Il cambiamento della proprietà, e spesso anche della direzione, è direttamente collegabile alla capacità delle imprese di attivare processi di crescita e di creazione di valore per i propri azionisti. Il mercato del M&A ha registrato negli ultimi anni interessanti tassi di crescita a dimostrazione di come le fusioni e acquisizioni siano diventate una tappa importante nel processo di sviluppo del tessuto produttivo nazionale. Va poi ricordato che fenomeni quali il riordino del sistema di corporate governance vigente in Italia (d. lgs. 58/1998 contenente la Riforma Draghi) improntato alla trasparenza e alla tutela degli azionisti di minoranza e l'irreversibile tendenza alla globalizzazione del mercato dei capitali, accelerata nell'area UE dall'introduzione della moneta unica, hanno senz'altro contribuito a stimolare l'interesse degli investitori

<sup>88</sup> Nel corso del 2004 la Commissione europea ha adottato 242 decisioni finali, 11 in più rispetto all'anno precedente. Tra le 242 decisioni adottate, 15 hanno interessato imprese di nazionalità italiana.

internazionali per il mercato della proprietà e del controllo delle imprese italiane. Il percorso evolutivo evidenziato dal mercato del M&A dimostra un notevole incremento di operazioni già a partire dal 1995, non tanto con riferimento al numero di transazioni effettuate quanto più al controvalore delle stesse (Capizzi, 2005, pp.321-327).

Possibili giustificazioni, della crescita esponenziale del fenomeno aggregativo in Italia, si possono rinvenire in fattori di innovazione quali la più accentuata apertura all'estero della nuova generazione imprenditoriale, il più pronunciato dinamismo nell'utilizzo dei nuovi strumenti finanziari, la maggiore esperienza delle società di consulenza e degli *advisors*, nonché la necessità di non essere tagliati fuori dal mercato dai *competitors*.

Una spinta importante all'incremento del fenomeno è stata determinata dall'introduzione dell'euro e dalla conseguente creazione di un'area monetaria stabile che ha favorito la progressiva integrazione dei mercati finanziari e la maggior facilità di scambio dei capitali, terreno fertile per lo sviluppo delle operazioni di M&A (Del Prete, 2002, pp. 20-22).

Le operazioni di M&A hanno abbandonato via via, nel corso del tempo, le caratteristiche di sole operazioni finanziarie per assumere il ruolo di effettiva leva strategica per la creazione di valore divenendo, pertanto, un'attività sistematica di crescita esterna.

Lo sviluppo del fenomeno in Italia<sup>89</sup> segue una tendenza che non sembra riferirsi a specifici ambiti geografici, né tantomeno a particolari contesti competitivi.

Nel mercato italiano è notevolmente cresciuta l'attenzione riservata ai processi di concentrazione dal momento che questi:

- sono all'origine di rilevanti cambiamenti nel sistema industriale;
- indicano la direzione delle strategie aziendali;
- attestano la creazione di valore attraverso i prezzi negoziati;
- coinvolgono interessi e interlocutori sempre più ampi.

In una prospettiva di medio-lungo periodo, l'interesse verso lo strumento strategico delle acquisizioni assumerà in Italia una portata ancora più ampia, dal momento che le normative giuridico-fiscali, anche in sede internazionale, si stanno inasprendo e

---

<sup>89</sup> Per ulteriori approfondimenti su dati e informazioni relative alle operazioni di M&A in Italia si rimanda alla consultazione dei risultati delle ricerche dell'Osservatorio M&A Findustria dell'Università Bocconi, che dal 1994 raccoglie sistematicamente le informazioni sui processi di acquisizione. Il censimento e lo studio delle operazioni di M&A ha portato oggi alla disponibilità di un database che raccoglie oltre 8.000 operazioni distinte in operazioni domestiche e operazioni *cross-border*.

tenderanno a porre limiti sempre maggiori alle operazioni di concentrazione basate su motivazione di ordine squisitamente fiscale.

In Italia sono state alcune specificità nazionali, riconducibili alle peculiari condizioni del sistema industriale e finanziario, a rallentare lo sviluppo del fenomeno M&A; tre le principali si segnalano:

- una struttura finanziaria mediamente poco liquida con tassi di autofinanziamento tali da contrarre le capacità di crescita esterna;
- dei modelli di proprietà chiusi caratterizzati da un controllo a carattere familiare o a capitale pubblico quindi con conseguente scarsa propensione ad un allargamento della compagine societaria e a rinunciare al controllo;
- la rigidità del fattore lavoro che riduce le opportunità di riassetto delle risorse derivanti dalle concentrazioni delle imprese.

Tuttavia anche il mercato italiano riflette le tendenze evolutive in atto e si colloca tra i principali soggetti attivi dei sistemi industriali più evoluti. Rispetto ad altri mercati le operazioni avvenute in Italia sono in parte diverse, se si considera<sup>90</sup>:

- il ruolo marginale delle operazioni di *takeover* ostile;
- la scarsa rilevanza di operazioni di *leveraged buy out*;
- le difficoltà a finanziare le operazioni mediante il ricorso al mercato mobiliare.

La tipicità delle operazioni svolte in Italia attiene alla radice culturale relativa ai modelli chiusi di proprietà dell'impresa italiana. A questo aspetto, peraltro basilare, si aggiungono le caratteristiche degli operatori nazionali attivi nel settore, in cui è radicata una mentalità più industriale che non finanziaria. Sia le scalate ostili sia le operazioni di *leveraged buy-out* implicano un'attitudine a gestire i progetti in chiave prettamente finanziaria e ciò accade in Italia non da molto tempo.

Pur se in rapida crescita il mercato italiano è ancora immaturo e molto frammentato, ma presenta delle caratteristiche salienti che riguardano:

- la presenza di forti potenzialità inespresse: esse derivano dalla struttura del sistema industriale italiano, basato su un grande numero di imprese di dimensioni ridotte, spesso in eccellenti posizioni competitive. La tendenza all'internazionalizzazione segnala da un lato il progressivo adeguamento nel comportamento delle imprese e degli operatori a quello tipico dei mercati più

---

<sup>90</sup> Per alcune puntualizzazioni che sottolineano lo sviluppo anche in Italia di un vero e proprio mercato delle imprese, si veda più diffusamente Conca, 2000.

avanzati, e dall'altro la sempre maggiore intensità degli investimenti connessi alle operazioni *cross-border*;

- l'orientamento prevalente al controllo societario: anche se in fase di parziale cambiamento, il mercato italiano si configura ancora come un mercato del controllo, nel quale prevalgono le acquisizioni totalitarie o di maggioranza (80% nel 2003) rispetto alle acquisizioni paritetiche (mediamente comprese fra il 2 e il 3%);
- la tendenza all'integrazione internazionale: segnala il progressivo adeguamento nel comportamento delle imprese e degli operatori a quello tipico dei mercati più avanzati e la maggior frequenza delle operazioni *cross-border* soprattutto nei settori nei quali la competizione assume le caratteristiche della globalità.

Resta comunque certo che il mercato italiano mostra alcuni lati negativi, come ad esempio la carenza di informazioni e di trasparenza sugli attori e sulle modalità di svolgimento del processo. La quasi totalità delle operazioni avviene nell'ambito della trattativa privata e la scarsa frequenza di operazioni di collocamento e il lento decollo del *private equity* limitano di fatto la diffusione del fenomeno<sup>91</sup> (Conca, 2005, pp. 303-307).

### 1.2.1 IL TREND DI MERCATO

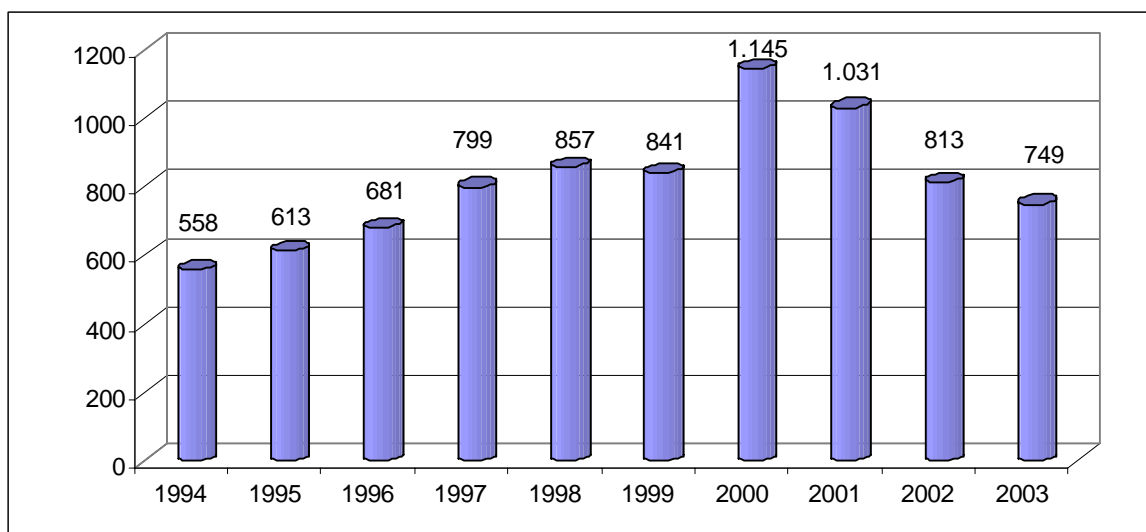
In Italia il fenomeno ha iniziato ad avere una portata più rilevante solo a partire dalla seconda metà degli anni Ottanta quando lo sviluppo di tali operazioni fu tale da ritenerle non più, o almeno non solo, transitorie e occasionali. Nel periodo che ne precedette lo sviluppo le operazioni di M&A non furono del tutto assenti, ma quantitativamente e qualitativamente poco rilevanti. Dal 1985 a oggi le operazioni di M&A hanno registrato in Italia un andamento ciclico con tassi di crescita largamente positivi fino al 1990 con un incremento medio del 32% nel periodo 1987-1990 e negativi nel triennio successivo con un decremento medio pari al 25%. Nello specifico, il valore delle transazioni realizzate nel 2000 è pari a dieci volte il valore di quelle realizzate nel 1992.

Il grafico successivo (graf. 1.3) evidenzia l'andamento del trend delle operazioni di M&A realizzate in Italia nel periodo 1994-2003.

---

<sup>91</sup> La presenza di questi elementi, cui si aggiunge il fatto che i processi sono spesso gestiti da professionisti non specializzati, aumenta la difficoltà a organizzare ricerche sistematiche a livello empirico, limitando tra l'altro la possibilità di confronto con il panorama internazionale.



**Grafico 1.3 – Il mercato delle acquisizioni in Italia: numero di operazioni**

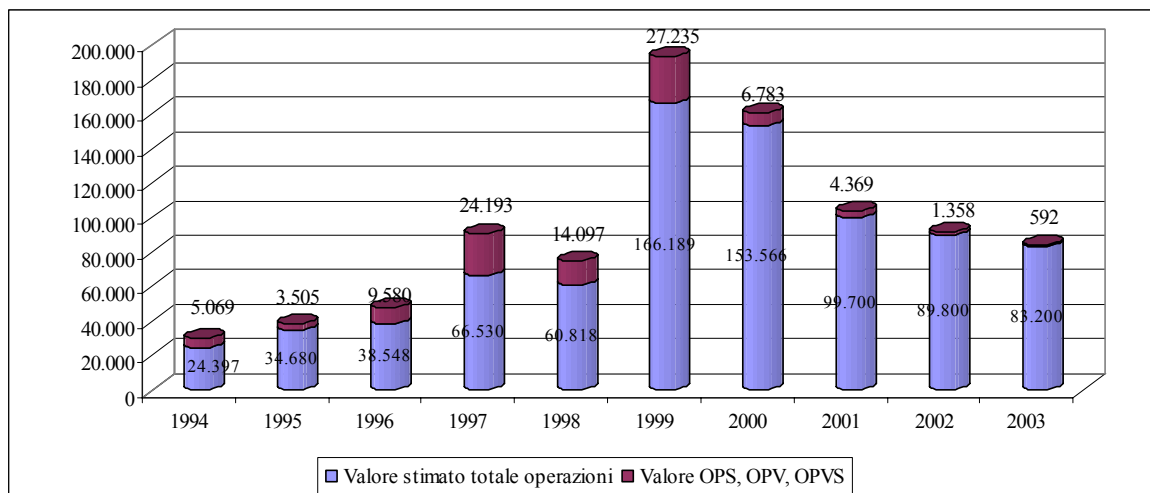
Fonte: Conca, 2005, p. 308

Dal 1994 al 2000 la situazione si è modificata sensibilmente e il mercato ha fatto rilevare una netta inversione di tendenza: a questo ciclo positivo è subentrato un nuovo ciclo negativo nel periodo 2001-2003 che ha visto un rallentamento dell'attività in oggetto.

Nel 2000 si è raggiunta la quota massima superando la punta delle 1.000 operazioni con un incremento relativo pari al 36,1% rispetto all'anno precedente. In seguito il trend ha registrato un'importante flessione raggiungendo il picco più basso nel 2002 con una variazione diminutiva del 21%, parzialmente ridotta poi nel 2003 (-8%). Ciononostante si è comunque delineato, anche in Italia, un segmento del “*market for corporate control*” consistente e di tipo permanente, infatti i valori dimostrano comunque il raggiungimento di un livello medio stabile di circa 800 operazioni che segnala l'esistenza di un mercato di trasferimento delle quote di tipo permanente e di significativa consistenza.

Il grafico successivo (graf. 1.4) offre un'indicazione sulla consistenza del valore delle operazioni di M&A realizzate sul mercato italiano.

**Grafico 1.4 – Il mercato delle acquisizioni in Italia: valore delle operazioni (in milioni di euro)**



Fonte: Conca, 2005, pag. 308

Analizzando il valore di mercato delle operazioni effettuate, il 1999 e il 2000<sup>92</sup> risultano gli anni in cui si raggiunge il livello massimo, mentre dal 2001 al 2003 i valori diminuiscono notevolmente facendo registrare un decremento del 40% circa, rimanendo comunque su un livello complessivo degno di attenzione. Com'è noto, il fenomeno delle acquisizioni si manifesta sotto forma di ondate che assumono caratteristiche particolari legate alle condizioni del sistema economico e del mercato cui si riferiscono.

Nel mercato domestico, i principali fattori che distinguono l'ondata di acquisizioni, attualmente in corso, rispetto alle precedenti sono riassumibili come segue:

- il consolidamento del *core business*, attraverso l'integrazione con i concorrenti per incrementare le quote di mercato, ridurre i costi, sfruttare le sinergie;
- la rilevanza delle operazioni *cross-border* quale risposta alla crescente apertura internazionale;
- la maggior frequenza di operazioni di grandissime dimensioni dovute in parte agli interventi di privatizzazione delle imprese statali;
- la maggiore consapevolezza delle PMI di poter concretamente perseguire strategie di sviluppo per linee esterne;
- il crescente ruolo degli investitori istituzionali;

<sup>92</sup> Si tratta di due anni eccezionali e difficilmente ripetibili; per un approfondito commento sulle grandi operazioni che sono state realizzate si rinvia alla consultazione di Buongiorno, 2000.

- la maggiore maturità delle imprese e dei partner finanziari coinvolti nel processo.

Una serie di cause specifiche spiega l'intensità del fenomeno e la crescita esponenziale dei prezzi di acquisizione nel periodo considerato:

- il continuo processo di concentrazione nel settore bancario e assicurativo, che ha coinvolto istituti di dimensioni ragguardevoli (si citano ad esempio le operazioni di Comit e INA Assitalia che insieme valgono quasi 20.000 milioni di euro);
- la dismissione di rilevanti pacchetti azionari in imprese di grandi dimensioni detenute dallo Stato (per esempio la privatizzazione di ENEL, Autostrade, Monte dei Paschi, ACEA);
- un favorevole momento per i collocamenti sul mercato mobiliare, fenomeno di recente ridimensionato.

Il trasferimento delle quote societarie avviene sostanzialmente attraverso quattro modalità tecniche (con pesi specifici in ogni anno a partire soprattutto dal 2000) tendenzialmente costanti, in particolare mediante:

1. la trattativa privata (85-95%);
2. le acquisizioni sul mercato mobiliare ufficiale (2-5%);
3. le operazioni di IPO e di OPA (4-10%);
4. l'asta pubblica e gli aumenti di capitale in forme varie (2-5%).

La tabella successiva (tab. 1.4) offre un riepilogo delle differenti tipologie delle operazioni realizzate in Italia nel periodo 2000-2003.

**Tabella 1.4 – Le differenti tipologie di operazioni (valori percentuali)**

Tipologia	Anno			
	2000	2001	2002	2003
Quote societarie	83,1%	77,5%	73,3%	66,6%
Rami di azienda	6,6%	14,1%	17%	22,8%
Acquisizione di azienda	0,5%	0,8%	1,9%	5,9%
Fusione	3,4%	1,9%	3,1%	4,7%
Aumenti di capitale e varie	6,5%	5,7%	4,7%	n.d.

Fonte: Conca, 2005, p. 309

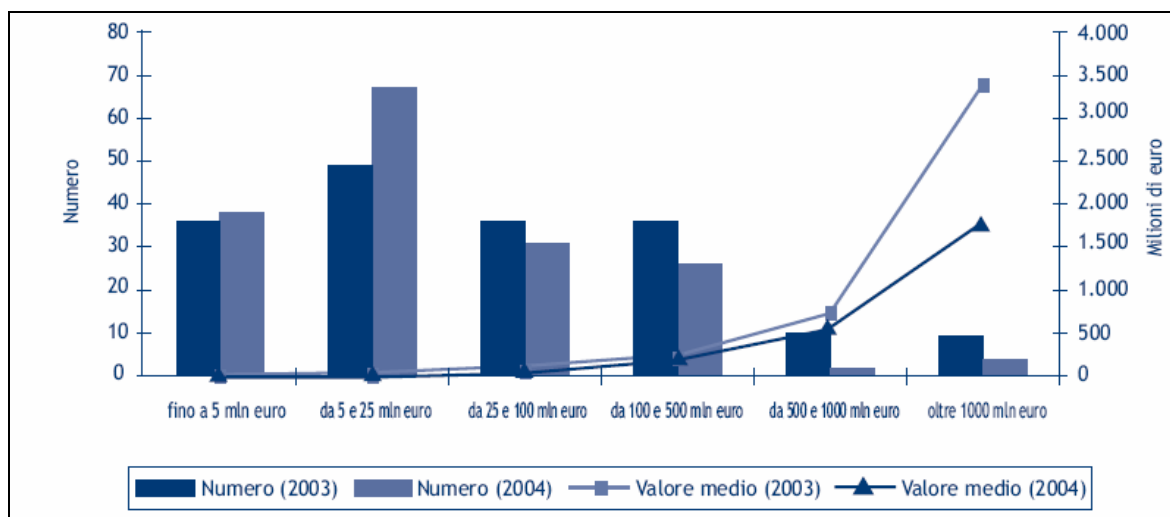
Una quota rilevante di operazioni, che rientrano nella fattispecie della trattativa privata, riguarda la compravendita di rami aziendali e, negli ultimi anni, ha registrato uno sviluppo notevole. Acquisendo rami o *assets* aziendali alcune imprese perseguono strategie di rafforzamento in precise aree di business non più interessanti per altri

*competitors*, evitando il rischio tipico dell'investimento in proprio. In via speculare, al contempo, altre imprese decidono di uscire da queste aree per reperire le risorse finanziarie necessarie a concentrare gli sforzi nel proprio *core business*.

Un dato degno di attenzione riguarda il valore medio delle operazioni. Si tratta di un elemento in grado di suscitare l'interesse degli operatori finanziari istituzionali (*advisors*, professionisti ecc.) poiché in grado di influenzare direttamente le commissioni percepite e di conseguenza l'interesse a creare mercato. Nelle sole acquisizioni a trattativa privata il valore medio dei *deal* passa dai 35 milioni di euro nel 1994 ai 134 milioni nel 2000 per assestarsi a 110 milioni nel 2003: nell'arco di dieci anni il valore medio risulta più che triplicato (Conca, 2005, pp. 303-310).

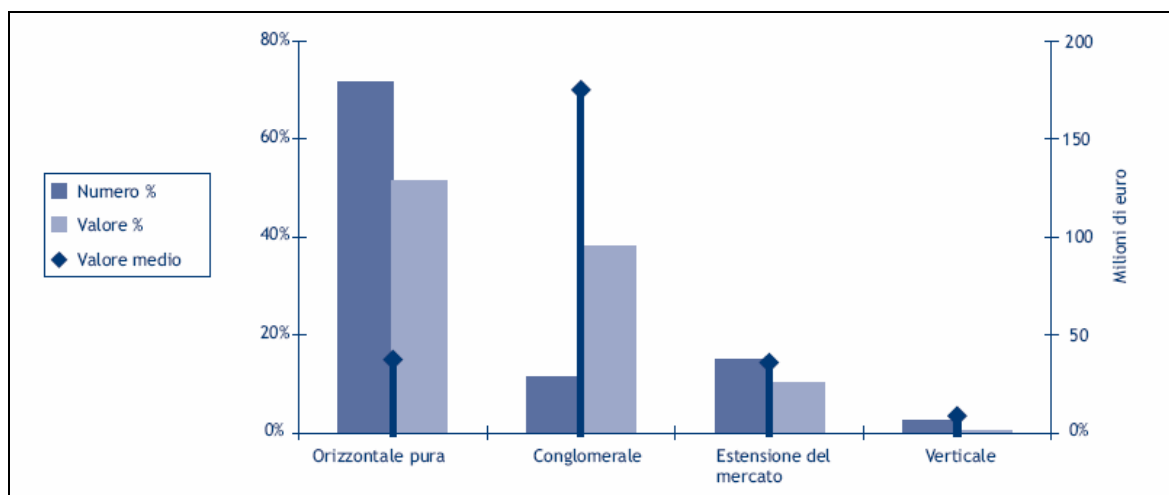
Nel 2004 sono state realizzate in Italia 417 operazioni di fusione e acquisizione. Il valore complessivo di tali operazioni supera appena i 17 miliardi di euro, contro i 47 registrati nel 2003. Dall'analisi della distribuzione in classi di valore si nota la diminuzione nel numero e nel valore delle operazioni di dimensione rilevante (soprattutto nella classe con valore della transazione superiore al miliardo di euro), in controtendenza rispetto a quanto avvenuto nel resto del mondo (si veda graf. 1.5).

**Grafico 1.5 – Le operazioni di M&A in Italia distinte per classi di valore (2003-2004)**



Fonte: Relazione annuale Agcm, 2005

Il grafico seguente (graf. 1.6) evidenzia, invece, la natura delle operazioni di concentrazione realizzate nel corso del 2004.

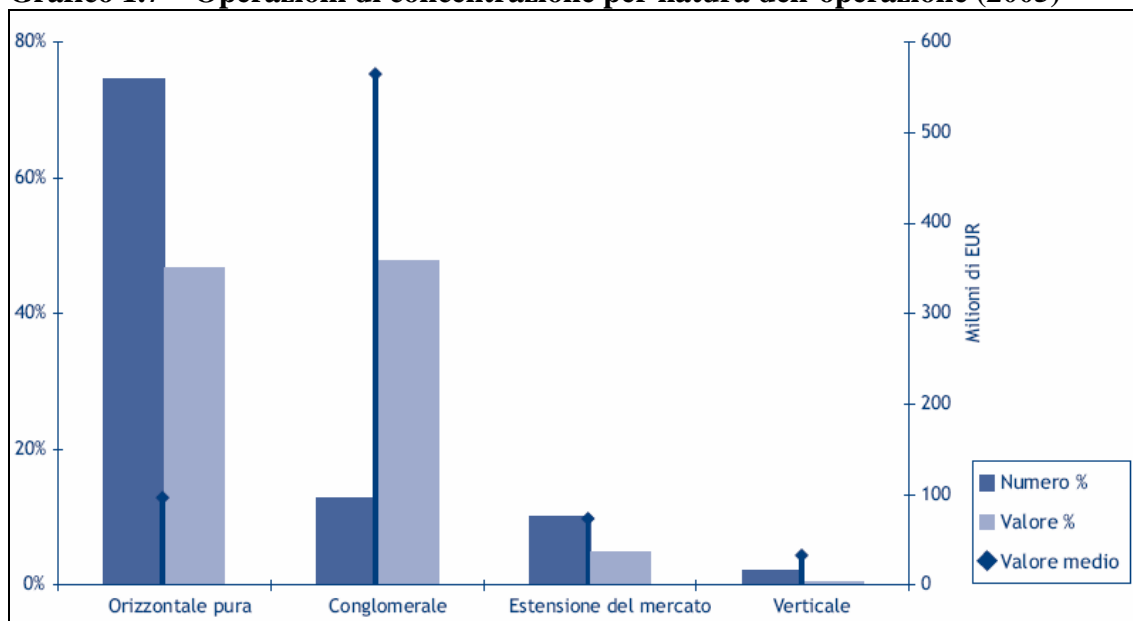
**Grafico 1.6 – La natura delle operazioni di fusione e acquisizione (2004)**

Fonte: Relazione annuale Agcm, 2005

Come emerge dai dati riportati nel grafico precedente, il 71% delle operazioni di concentrazione realizzate presenta natura puramente orizzontale, l'11% natura conglomerale, il 15% riguarda operazioni volte all'estensione dei confini geografici o merceologici del mercato, mentre le operazioni di natura verticale hanno interessato appena il 2,5% dei casi. In termini di valore della transazione, si osserva un valore medio particolarmente elevato per le operazioni conglomerali, che rappresentano peraltro quasi il 40% del valore complessivo delle operazioni esaminate (Agcm, Rapporto annuale, 2005, pp. 124-136).

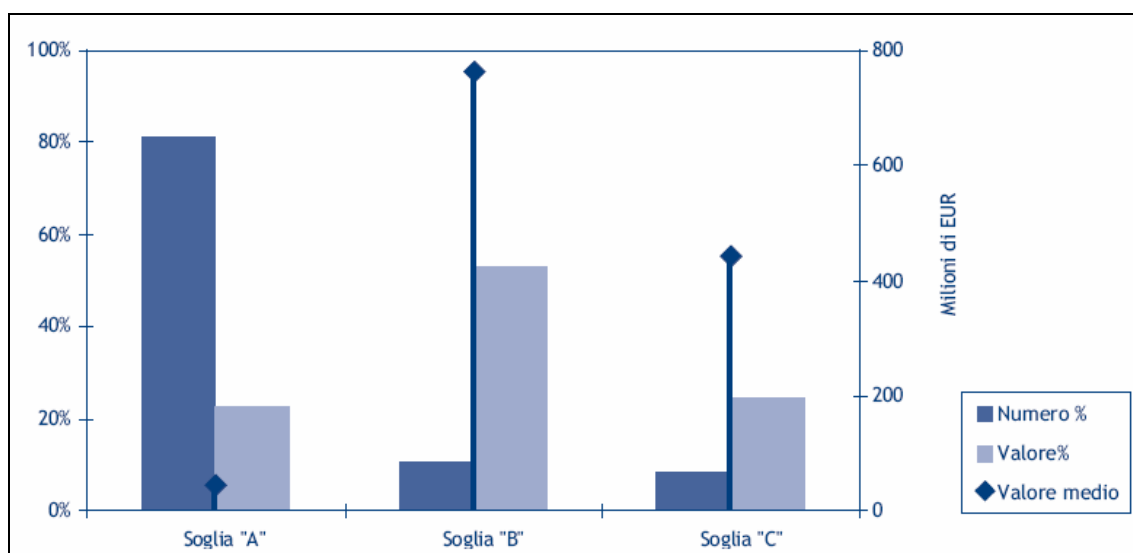
Rispetto al 2004, la distribuzione percentuale delle diverse tipologie di operazioni è rimasta pressoché invariata. Delle 549 operazioni di concentrazione esaminate nel corso del 2005, il 75% presenta natura puramente orizzontale, il 13% natura conglomerale, il 10% risulta finalizzato all'estensione dei confini geografici o merceologici del mercato, mentre quelle di natura verticale rappresentano appena il 2%. In termini di valore, le operazioni di natura orizzontale e conglomerale rappresentano circa il 95% del valore complessivo delle transazioni esaminate. Il valore medio delle operazioni di natura conglomerale risulta particolarmente elevato<sup>93</sup> (si veda in proposito il graf. 1.7).

<sup>93</sup> Una parte cospicua del valore è da attribuire all'operazione Gas Natural/Endesa.

**Grafico 1.7 – Operazioni di concentrazione per natura dell'operazione (2005)**

Fonte: Relazione annuale Agcm, 2006

In linea con quanto registrato nell'anno precedente, anche nel 2005 circa l'80% delle operazioni (si veda in proposito il graf. 1.8) ha interessato l'acquisizione di società di dimensione relativamente modesta da parte di imprese di grandi dimensioni: si tratta di 443 operazioni, di cui 146 riguardano il settore della distribuzione commerciale all'ingrosso e al dettaglio, caratterizzato da un valore medio della transazione contenuto (pari a circa 2 milioni di euro).

**Grafico 1.8 – Operazioni di concentrazione per soglia di fatturato nazionale (2005)**

Le soglie di fatturato sono quelle vigenti alla data di notifica dell'operazione. Dal maggio 2005:

Soglia "A" = fatturato delle imprese interessate > 421 milioni di EUR, fatturato dell'impresa acquisita < 42 milioni di EUR.

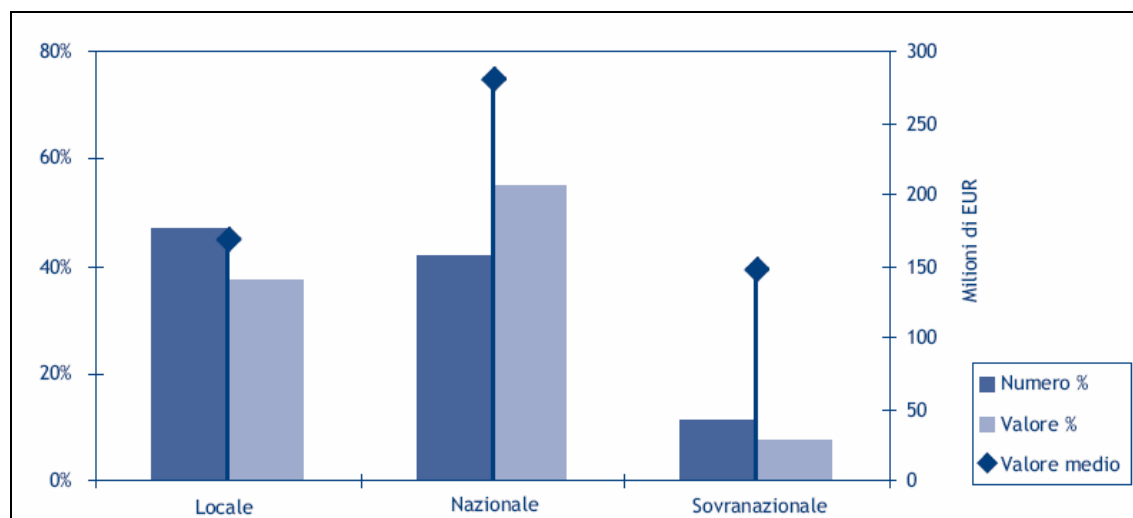
Soglia "B" = fatturato delle imprese interessate > 421 milioni di EUR, fatturato dell'impresa acquisita > 42 milioni di EUR.

Soglia "C" = fatturato delle imprese interessate < 421 milioni di EUR, fatturato dell'impresa acquisita > 42 milioni di EUR.

Fonte: Relazione annuale Agcm, 2006

Sensibilmente più elevato risulta il valore medio delle transazioni (pari a circa 760 milioni di euro) in cui il fatturato delle imprese interessate supera entrambe le soglie fissate dalla normativa. Nel valutare gli effetti delle concentrazioni l'Autorità esamina le condizioni concorrenziali su numerosi mercati del prodotto, caratterizzati da estensioni geografiche di ampiezza diversa. Nel 47% dei casi che, in termini di valore delle transazioni rappresentano il 37% delle operazioni esaminate, sono stati definiti e analizzati mercati di dimensione locale (si veda il graf. 1.9).

**Grafico 1.9 – Estensione geografica dei mercati interessati dalle operazioni di concentrazione**

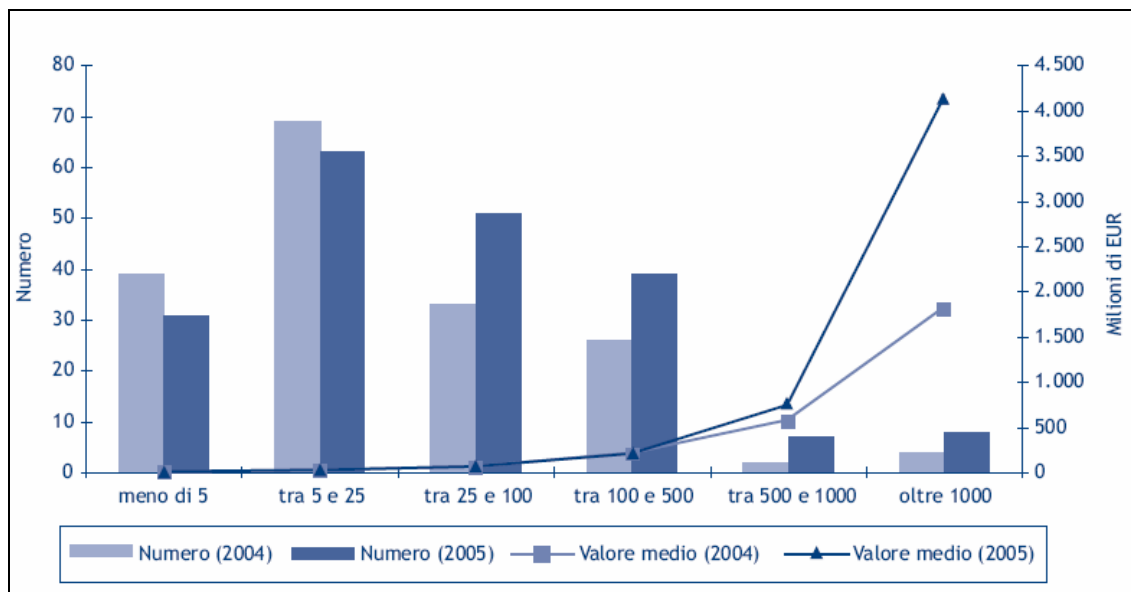


Fonte: Relazione annuale Agcm, 2006

Diversa appare la situazione con riguardo alle operazioni che producono i loro effetti su mercati di dimensione nazionale, in cui il 42% delle operazioni raccoglie il 55% del valore totale delle operazioni. Infine, l'11% dei casi che interessano mercati sovranazionali raccoglie l'8% del valore totale delle operazioni esaminate nell'anno. Come già rilevato negli anni precedenti, la dimensione media delle transazioni cresce passando da un'estensione geografica locale a una nazionale.

Nel 2005 sono state realizzate in Italia 413 operazioni di fusione e acquisizione, un numero pressoché identico a quello dell'anno precedente (416). In netto aumento risulta, invece, il valore totale delle transazioni realizzate (più che triplicato rispetto all'anno precedente), dovuto all'incremento delle operazioni di valore più elevato (superiore ai 25 milioni di euro). È invece diminuito il numero delle operazioni di dimensione inferiore ai 25 milioni di euro (si veda in proposito il grafico 1.10).

**Grafico 1.10 – Operazioni di fusione e acquisizione fra imprese per classi di valore delle operazioni (2004-2005)**



Fonte: Relazione annuale Agcm, 2006

Va poi ricordato che è necessario tener conto delle quattro operazioni che hanno interessato esclusivamente il settore bancario, per tutto il 2005 ancora di competenza della Banca d'Italia<sup>94</sup>, e sulle quali l'Autorità ha fornito un parere ai sensi dell'articolo 20 della citata legge<sup>95</sup>. Pertanto il numero totale delle operazioni esaminate dall'Autorità nel 2005 sale a 553, per un valore complessivo delle transazioni pari a 84 miliardi di euro<sup>96</sup>.

Diversamente da quanto avvenuto nel 2004, in cui solo tre operazioni avevano un valore superiore al miliardo di euro, corrispondente al 25% del valore totale delle transazioni esaminate, nel 2005 sono quindici le operazioni di grande dimensione, rappresentando il 71% del valore totale (si veda la tab. 1.5).

<sup>94</sup> Dall'entrata in vigore, il 12 gennaio 2006, della legge 28 dicembre 2005, n. 262, contenente "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari", la competenza sulle concentrazioni bancarie è stata trasferita dalla Banca d'Italia all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato.

<sup>95</sup> 15 delle 549 operazioni esaminate dall'Autorità hanno interessato sia il mercato del credito che altri mercati finanziari; pertanto, complessivamente, la Banca d'Italia ha assunto una propria decisione su diciannove operazioni di concentrazione.

<sup>96</sup> Il valore delle transazioni è quello comunicato dalle parti tramite il formulario per la notifica delle operazioni di concentrazione. In mancanza di tale informazione si è fatto ricorso a una stima effettuata tramite fonti specializzate. Per 65 operazioni non è stata possibile una valutazione dell'importo; si tratta tuttavia di operazioni di piccole dimensioni, riguardanti principalmente il settore distributivo (esercizi commerciali o impianti di distribuzione carburanti).



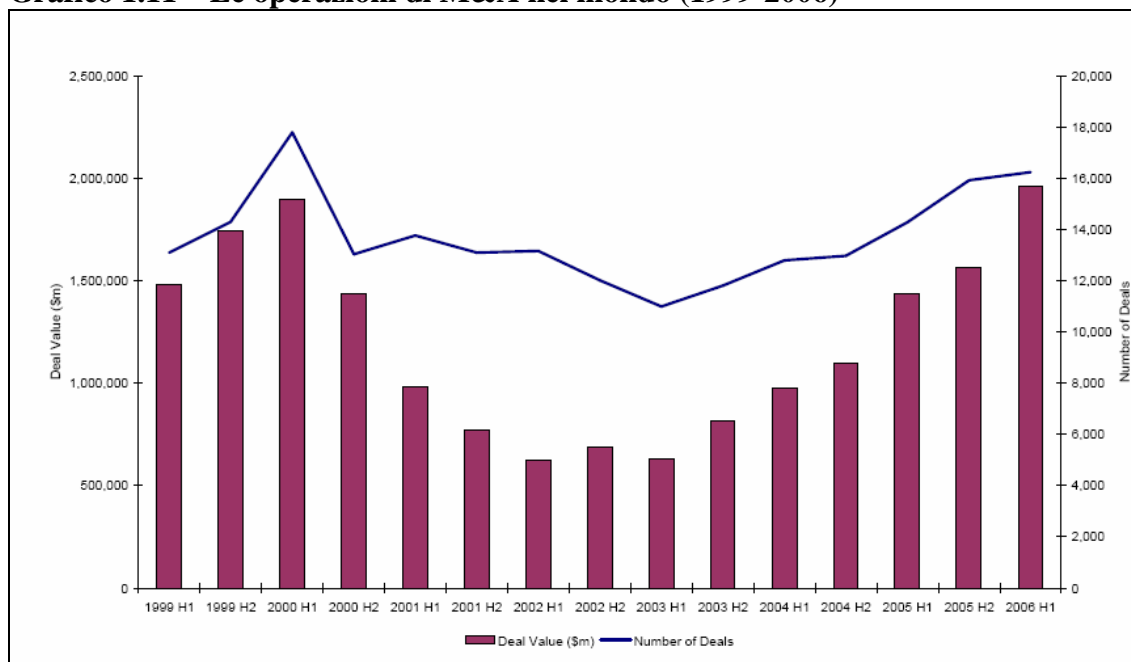
**Tabella 1.5 – Concentrazioni fra imprese per classi di valore dell'operazione (2005)**

Classe di valore delle transazioni (mil di euro)	Valore delle transazioni (mil di euro)	N. di operazioni	% Valore	% N.
Maggiore di 1000	60.137	15	71,72%	2,71%
500-1000	7.292	9	8,70%	1,63%
250-500	6.683	18	7,97%	3,25%
50-250	6.808	62	8,12%	11,21%
10-50	2.420	100	2,89%	18,08%
1-10	458	111	0,55%	20,07%
0,25-1	43	84	0,05%	15,19%
minore di 0,25	9	89	0,01%	16,09%
n.d.	-	65	-	11,75%
<b>Totale</b>	<b>83.849</b>	<b>553</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fonte: Relazione annuale Agcm, 2006

Tra le operazioni di maggiore dimensione esaminate nel corso dell'anno, solo in un caso l'Autorità ha avviato un procedimento istruttorio per accertare la creazione o il rafforzamento di una posizione dominante. Si tratta dell'acquisizione da parte di Cassa Depositi e Prestiti di circa il 30% del capitale sociale di Terna e del ramo di azienda della società Gestore della Rete di Trasmissione Nazionale. L'operazione è stata autorizzata dall'Autorità vincolandola al rispetto di alcune misure e impegni riguardanti la cessione di una partecipazione azionaria di Cassa Depositi e Prestiti nella società Enel e la nomina dei consiglieri della società Terna con caratteristiche di indipendenza tali da garantire una gestione improntata al rispetto dei principi di neutralità e imparzialità, senza discriminazione di utenti o categorie di utenti.

Il grafico 1.11 propone la rappresentazione del trend, per numero di operazioni e valore in dollari, dal 1999 al 2006 delle operazioni di M&A realizzate nel contesto nazionale e internazionale.

**Grafico 1.11 – Le operazioni di M&A nel mondo (1999-2006)**

Fonte: [www.Kpmg.it](http://www.Kpmg.it)

### 1.2.2 IL PROFILO SETTORIALE

Le operazioni di M&A verificatesi in Italia hanno interessato quasi tutti i settori economici seppur con intensità diversa. I dati riportati sono attinti dall'Osservatorio M&A Finindustria che dell'Università Bocconi che osserva sistematicamente le operazioni di fusioni e acquisizioni che si realizzano in Italia

Dal 1999 a oggi il mercato delle operazioni in studio è stato caratterizzato da un significativo cambiamento nel peso dei vari settori interessati. Nello specifico, in relazione all'attività delle imprese acquisite, a fronte di una riduzione delle operazioni nell'industria si denota il ruolo, di crescente rilevanza, delle acquisizioni nel settore dei servizi reali e delle attività commerciali. Stabili le acquisizioni nel settore dei servizi finanziari (si veda in proposito la tab. 1.6).

**Tabella 1.6 – I comparti delle imprese acquisite**

Settore	1999	2000	2001	2002	2003
Industria	47,7	39,7	40,8	42,1	36,3
Commercio	12,1	4,3	13,1	14,7	17,7
Servizi reali	19	37	33,5	27,4	27,8
Servizi finanziari	19,5	18,6	12,5	15,8	18,1
Non classificato	1,7	0,4	0,1	0	0,1
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fonte: Conca, 2005, p. 321

La tabella 1.7 offre il dettaglio della segmentazione delle acquisizioni nel comparto dell'industria.

**Tabella 1.7 – La segmentazione nel settore industriale**

Settore acquisita	1999	2000	2001	2002	2003	Totale
Macchine e materiale meccanico	59	81	65	51	28	<b>284</b>
Apparecchiature elettriche	54	56	57	30	24	<b>221</b>
Produzione e distribuzione di energia, gas e acqua	34	52	44	37	37	<b>204</b>
Alimenti e bevande	37	40	34	52	38	<b>201</b>
Tessile e abbigliamento	33	36	40	27	27	<b>163</b>
Mezzi di trasporto	31	40	42	28	14	<b>155</b>
Chimico	31	33	34	27	20	<b>145</b>
Editoria, stampa e riproduzione supporti registrati	31	39	21	20	13	<b>124</b>
Lavorazione minerali non metalliferi	19	22	17	11	6	<b>75</b>
Metalli	18	15	14	13	15	<b>75</b>
Costruzioni	10	13	20	13	10	<b>66</b>
Cuoio, pelli e calzature	13	8	20	12	8	<b>61</b>
<b>Totale</b>	<b>370</b>	<b>435</b>	<b>408</b>	<b>321</b>	<b>240</b>	<b>1.774</b>
<b>Percentuale rispetto al totale</b>	<b>20,86%</b>	<b>24,52%</b>	<b>23,00%</b>	<b>18,09%</b>	<b>13,53%</b>	<b>--</b>

Fonte: Conca, 2005, p. 321

Osservando i dati complessivi distinti per anno emerge un rilevante incremento nel 2000 cui fa seguito, a partire dal 2001, un trend in costante diminuzione. Le performance meno rappresentative sono da ascrivere all'ultimo biennio, il valore minore si rileva infatti nel 2003 con un totale di 240 operazioni realizzate rispetto a un valore complessivo di 1.774 (13,53%). In relazione alle specificità settoriali, soprattutto con riferimento agli anni più recenti (2002-2003), si denota che in alcuni comparti sono evidenti degli andamenti particolarmente vivaci. Nello specifico si tratta dei comparti dell'energia, gas e acqua, degli alimenti e bevande, del tessile e abbigliamento e infine dei prodotti in metallo.

La tabella 1.8 offre il dettaglio della segmentazione delle acquisizioni nel comparto dei servizi.

**Tabella 1.8 – La segmentazione nel settore dei servizi**

Settore acquisita	1999	2000	2001	2002	2003	Totale
Informatica	42	212	174	63	41	<b>532</b>
Attività commerciali	104	53	126	123	103	<b>509</b>
Banche	89	108	55	59	71	<b>382</b>
Servizi diversi	25	54	62	52	56	<b>249</b>
Società finanziarie	35	39	29	30	28	<b>161</b>
Trasporti	38	24	30	26	20	<b>138</b>
Holding finanziarie	28	30	28	26	16	<b>128</b>
Attività ricreative, culturali e sportive	10	30	34	24	17	<b>115</b>
Attività immobiliari	15	29	9	28	31	<b>112</b>
Assicurazioni	15	42	17	18	20	<b>112</b>
Telecomunicazioni	12	41	13	20	23	<b>109</b>
Alberghi e ristoranti	11	16	12	14	11	<b>64</b>
Agenzie di viaggio e turismo	7	11	13	7	5	<b>43</b>
<b>Totale</b>	<b>431</b>	<b>689</b>	<b>602</b>	<b>490</b>	<b>442</b>	<b>2.654</b>
<b>Percentuale rispetto al totale</b>	<b>16,24%</b>	<b>25,96%</b>	<b>22,68%</b>	<b>18,46%</b>	<b>16,65%</b>	<b>--</b>

Fonte: Conca, 2005, p. 321

Anche dall'osservazione dei dati complessivi del settore dei servizi, relativi alla frequenza annua, emerge un andamento in costante diminuzione eccezion fatta per il picco rilevato nel 2000. In relazione alle composizioni settoriali, i comparti delle telecomunicazioni, dell'immobiliare, delle assicurazioni e delle banche si dimostrano quelli maggiormente attrattivi. Altrettanto dinamico il comparto delle attività commerciali che evidenziano la tendenza alla concentrazione della grande distribuzione, non in grado ancora di eguagliare le dimensioni raggiunte in altri mercati confrontabili.

Dall'analisi della "provenienza" settoriale dell'acquirente sono emersi dei comportamenti differenziati.

Nello specifico, il settore manifatturiero ha progressivamente interessato altri comparti dell'economia nazionale, infatti la compatibilità settoriale tra acquirente e acquisita emerge solo nel 33,8% delle operazioni evidenziando delle strategie di ingresso in business correlati. Le società di servizi finanziari, oltre a seguire un continuo processo di concentrazione, hanno rivolto la propria attenzione a nuovi segmenti di mercato differenziando la propria attività, infatti il 30,7% delle operazioni ha interessato comparti differenti da quello dell'acquirente.

Il settore commerciale è stato oggetto di operazioni di M&A molto più in qualità di target acquisita che non di acquirente (Conca, 2005, pp. 320-322).

Tra i settori più dinamici che hanno realizzato operazioni di concentrazione nel 2004 si rileva il meccanico (36 operazioni), un comparto dove spiccano le operazioni di Finmeccanica-Agusta Westland, Compar-Eco e Piaggio-Aprilia. Gli altri settori attivi sono quello informatico/elettronico/telecomunicazioni con 34 operazioni (tra cui quelle relative a STMicroelectronics, Fastweb e l'acquisizione di NTS da parte di Eutelia, emergente operatore di telecomunicazioni. Segue il settore immobiliare (30), con importanti operazioni di spin-off da parte dei grandi gruppi industriali e bancari (tra cui Enel e San Paolo-IMI) che vedono come protagonisti i grandi fondi immobiliari italiani e internazionali.

La tabella successiva (tab. 1.9) riporta alcune informazioni relative ai principali *top deal* realizzati in Italia nel corso del 2004.

**Tabella 1.9 – I top deal in Italia nel 2004**

Società acquisita	Settore	Società acquirente	Settore	Quota acquisita	Prezzo (€mln)
Nts	Tlc	Eutelia	Tlc	79,95%	107,000
New Real (Enel)	Attività immobiliari	Deutsche Bank RE (Germania), CDC Ixis (Francia)	Attività immobiliari	100,00%	1400,000
Dyckerhoff AG (Germania)	Cementi	Buzzi Unicem SpA	Cementi	64,00%	1000,000
Galpenergia (ENI)	Energia, gas e acqua	Parpublica (Portogallo)	Holding finanziarie	33,34%	667,000
Snam Rete Gas	Energia, gas e acqua	Investitori istituzionali	Società finanziarie	9,05%	650,000
Cole National Corp. (Stati Uniti)	Distribuzione occhiali	Luxottica Group SpA	Occhiali	100,00%	298,000
Prada (Immobili commerciali)	Attività immobiliari	Beni Stabili SpA	Attività immobiliari	100,00%	130,000
Gruppo Brancato	Energia, gas e acqua	Gas Natural SDG (Spagna)	Energia, gas e acqua	100,00%	100,000

Fonte: Osservatorio M&A, SDA Bocconi

Nel 2005 è proseguito il boom dell'attività internazionale di fusioni e acquisizioni. La periodica analisi di Kpmg *Corporate Finance*, conferma la tendenza di una ripresa consistente dell'attività M&A in Italia<sup>97</sup>.

Nei primi nove mesi dell'anno sono state chiuse 308 operazioni per un controvalore di circa 74 miliardi di Euro, un risultato che supera nettamente il controvalore dell'intero anno 2004 (pari a circa 29 miliardi di Euro). A livello internazionale sono state chiuse circa 24.800 operazioni per un controvalore superiore ai 2000 miliardi di dollari (+20%). L'Asia il Paese che ha dimostrato le performance più rappresentative mentre a sorpresa il mercato USA è rimasto pressoché fermo. Tra le operazioni più importanti dell'anno si rinvengono quelle che hanno coinvolto Telecom-Tim e Unicredit-HVB.

Nel 2005 il mercato delle fusioni e acquisizioni a livello globale è cresciuto quasi del 20% sia come volumi sia come valore rispetto allo scorso anno. L'analisi rivela che a livello internazionale nei primi undici mesi dell'anno, sono state effettuate circa 24.800 operazioni per un controvalore che supera i 2.000 miliardi di dollari. Lo scorso anno nello stesso periodo di riferimento erano state circa 20 mila le operazioni realizzate su scala internazionale pari a 1.700 miliardi di dollari. L'incremento di quasi il 20% nel livello delle attività dimostra che siamo ormai in presenza di un nuovo trend di robusta crescita e non si può più parlare semplicemente dell'impatto dei "mega deal".

Dai dati riportati risulta che il 2005 ha rappresentato un anno particolarmente dinamico per le operazioni di M&A al punto da invertire il trend decrescente che era stato registrato negli anni precedenti. A livello internazionale si registra un flusso costante di circa 2.255 operazioni su base mensile, che rappresenta il livello più alto di operatività dal 2000. Anche in termini di controvalore, il livello delle attività si attesta su livelli significativi su base mensile pari a circa 187 miliardi di dollari. Il picco delle attività M&A si è avuto nell'ottobre di quest'anno con 2.425 operazioni pari a circa 300 miliardi di dollari. L'area Asia-Pacífico è quella che ha fatto registrare il maggior incremento dell'attività con un +39% in termini di valore e un +50% come volumi. Sono state concluse circa 7000 operazioni per oltre 370 miliardi di dollari, il livello più alto mai raggiunto. In questo contesto, il Giappone fa la parte del leone registrando un +

---

<sup>97</sup> I dati sul mercato internazionale sono stati raccolti da Dealogic ed elaborati da Kpmg Corporate Finance, mentre quelli relativi al mercato italiano sono stati raccolti ed elaborati da Kpmg Corporate Finance Italia. I dati interinali sia a livello internazionale sia in Italia fanno riferimento alle operazioni concluse al 7 dicembre 2005.

87% d'incremento in termini di valore e un +58% come numero di operazioni. Questi risultati lanciano il Giappone come “terza forza ” del mercato M&A mondiale dopo USA e Regno Unito. Gli Stati Uniti rimangono leader del settore a livello internazionale con 6.520 operazioni pari a 785 miliardi di dollari, anche se il mercato statunitense rimane piatto rispetto allo scorso anno in termini di valore, mentre in termini di volumi è addirittura in leggera flessione del 3%.

Per quanto riguarda i settori la maggior frequenza delle operazioni in studio è stata rilevata nelle telecomunicazioni e servizi finanziari dove si è registrato il livello più alto di attività a livello globale come valore delle operazioni. Il boom nei prezzi delle *commodity* e la crescita esponenziale della spesa per infrastrutture nei paesi di più recente industrializzazione, hanno determinato una forte accelerazione del M&A nei settori oil & gas dove sono state effettuate operazioni per circa 140 miliardi di dollari di controvalore con un incremento del 49%. A guidare la classifica delle mega fusioni c'è l'acquisizione di Gillette da parte di Procter & Gamble, operazione che si è chiusa nell'ottobre di quest'anno per circa 60 miliardi di dollari. Nella top ten delle fusioni e acquisizioni internazionali entrano anche due operazioni italiane: la fusione Telecom-TIM che con 27,9 miliardi di dollari è la quarta operazione più importante dell'anno e l'acquisizione di HVB da parte di Unicredit che con un controvalore di 22,2 miliardi di dollari, si piazza al sesto posto della classifica globale.

Anche l'Italia beneficia del trend internazionale e mette a segno un risultato di rilievo grazie ad alcuni mega-deal con valori superiori ai 10 miliardi di dollari (incluso il debito) mentre nel 2004 l'operazione più rilevante era stata la quotazione di Terna con la quale erano stati raccolti circa 2 miliardi di dollari. Nel corso del 2005 l'attività M&A nel nostro Paese è stata pari a circa 130 miliardi di dollari con circa 400 operazioni. Rispetto allo scorso anno, quando con solo 40 miliardi di dollari il mercato italiano aveva toccato il suo punto più basso, il settore torna dunque sui massimi (ormai prossimo ai livelli record del 1999 – 2000). Oltre alle già menzionate Telecom-Tim e Unicredit-HVB, vanno segnalate anche Wind-Weather Investments (circa 12,7 miliardi di dollari, sempre includendo l'indebitamento netto) e AEM/EDF-Italenergia Bis (pari a circa 10,3 miliardi di dollari). Osservando i singoli settori emerge la concentrazione del mercato M&A italiano: Banche, TLC ed Energia, “pesano” infatti per circa il 70% del controvalore complessivo.

Il fenomeno non è casuale, in quanto le liberalizzazioni hanno tipicamente un impatto significativo sui processi di consolidamento anche *cross-border*, e i *player* che operano in questi settori vedono nelle acquisizioni la modalità più efficace per attuare strategie di crescita. In controtendenza rispetto all'anno scorso si registra anche un certo dinamismo delle imprese italiane all'estero con oltre 60 operazioni Italia su estero (erano state solo 32 lo scorso anno). Nell'ultimo periodo si segnalano la recente acquisizione dell'americana PSC (attiva settore degli scanner per il mercato retail) da parte di Datalogic, e l'acquisizione sempre in USA della divisione Caffé di Sara Lee da parte della Segafredo Zanetti.

Si mantiene elevata l'attività M&A degli operatori di Private Equity, i quali hanno concluso oltre il 15% delle operazioni registrate in Italia nel 2005, per un controvalore che pesa per il 5% circa sul valore complessivo. Infine, grazie alla buona performance dei mercati finanziari va evidenziata la netta ripresa delle IPO a Piazza Affari, con ben 14 nuove quotazioni, rispetto alle 8 dell'anno scorso.

Il 2006, in merito ai dati del primo semestre, sembra confermare la tendenza evolutiva del settore M&A. L'anno si è infatti aperto con l'annuncio di un consistente numero di operazioni internazionali che da sole valgono quasi il 50% del controvalore attuale del mercato. In generale nelle aziende c'è una forte domanda di acquisizioni, dato che questa rimane l'opzione strategica più convincente per crescere rapidamente sia nei diversi settori sia a livello *cross-border*.

Secondo gli analisti KPMG, ci sono ancora spazi per un'ulteriore crescita del mercato M&A a livello internazionale nel secondo semestre del 2006. Una nuova ondata di "mega" operazioni di tipo strategico-industriale, dovrebbe portare il controvalore del mercato globale M&A del 2006, su livelli superiori a quelli registrati nel 2000, l'anno dei record per il mercato delle fusioni e acquisizioni. Del resto già nel primo semestre di quest'anno si sono chiuse operazioni per un controvalore di 1.950 miliardi di dollari, contro i 1.850 del primo semestre del 2000.

Gli acquirenti industriali in particolare, sono destinati a tornare protagonisti del mercato M&A mondiale, attenuando così il peso dei fondi Private Equity e degli Hedge Fund, che in questi ultimi anni sono stati i veri "driver" del mercato a livello mondiale.

Il rapporto Kpmg che fornisce le prospettive del mercato M&A a livello globale, analizza il rapporto *debito/ebitda* e *price/earning* delle prime mille società al mondo per capitalizzazione di mercato (che compongono il Kpmg's Global 1,000). Secondo Kpmg,



la solidità dei bilanci aziendali e il basso livello d'indebitamento delle aziende, lasciano ancora spazi di crescita per l'attività M&A nel breve periodo. Secondo le previsioni dello studio, è invece probabile che si registri una prima fase di rallentamento del mercato nella seconda metà del 2007. Gli analisti Kpmg hanno identificato una serie di fattori che possono ulteriormente spingere la crescita delle operazioni M&A sia in termini di volumi sia come valori:

- il valore medio del rapporto debito/ebitda a livello globale è pari a 1,0; questo dimostra che i bilanci aziendali sono sostanzialmente in buona salute;
- le famiglie hanno visto una crescita dell'indebitamento medio (con il boom del credito al consumo), mentre le aziende sono ancora relativamente poco indebitate ed esistono ancora margini di manovra per sfruttare la leva del debito per acquisizioni;
- il debito è ancora disponibile a condizioni interessanti;
- esiste ancora una notevole liquidità sul mercato (Corporate, Private Equity, Hedge Fund, risorse di debito) che può essere indirizzata per operazioni di M&A;
- le aspettative sugli utili continuano ad essere positive;
- l'ambiente macro-economico rimane nel complesso favorevole.

Con riferimento alle diverse macroaree geografiche l'analisi Kpmg evidenzia un trend di crescita delle transazioni nel breve periodo, anche se con tassi d'incremento inferiori rispetto a quelli registrati nell'ultimo anno.

L'Europa, rispetto alle altre macroregioni si è mantenuta su valori più stabili. Il rapporto p/e ha subito un calo modesto, da 14.9 a 14.6, un dato che conferma come l'attività di M&A si mantenga su livelli consistenti<sup>98</sup>.

---

<sup>98</sup> Il Kpmg's *Global M&A Predictor* registra le variazioni dei multipli price/earning e del rapporto debito netto/ebitda per definire le tendenze nel mercato M&A. Il KPMG's *Global 1,000* include le prime 1000 società al mondo per capitalizzazione di mercato, ponderati sulla base dell'appartenenza geografica e del settore. I dati sono raccolti da JCFQuant, che fornisce i dati sulle stime degli utili. Kpmg calcola i valori previsti a 12 mesi per il rapporto price/earning (espresso come multiplo) per ognuna delle 1000 società selezionate, e aggrega i dati per regione e per settore così da poter effettuare confronti. Questo strumento di valutazione è impiegato per la sua trasparenza e per la credibilità di cui gode all'interno dell'"investment community". Il rapporto debito/ebitda viene calcolato sulla base delle stime di JCFQuant, relative sempre a ogni singola società, ed indica la struttura del capitale di un'azienda. Questo indice misura anche la capacità di ulteriore indebitamento di un'impresa, nonché la sua capacità di realizzare delle operazioni di acquisizione utilizzando il ricorso al debito. Attraverso la comparazione di entrambi i "ratio" (con i diversi settori e le macro aree pesate in termini di capitalizzazione di mercato) il Kpmg's *Global M&A Predictor* cerca di fornire indicazioni sui trend del mercato M&A, provando anche a identificare le aree dove il livello di attività sarà più consistente.

Il rapporto debito/ebitda ha subito l'aumento più significativo rispetto alle altre macro-regioni, passando dallo 0.7 di sei mesi fa all'attuale 0,9. Un livello che comunque evidenzia come ci sia ancora spazio per ricorrere al debito finanziario. Tra i settori in evidenza quello delle utilities europee, che hanno fatto registrare un aumento del rapporto p/e, passato da 13.8 di inizio anno a 15 alla fine del primo semestre. L'incremento degli utili è stato determinato principalmente dalla cessione di "non core asset" da parte dei principali operatori del settore. In Europa le due forze del mercato, i Private Equity e gli investitori industriali, sono complementari e sembrano convergere verso livelli robusti di attività. Questo è particolarmente vero in Germania, dove dopo anni di prudenza i Corporate sono tornati a fare acquisizioni, spinti dalla pressione della globalizzazione. Rientrano in questo filone le operazioni realizzate da Adidas su Reebok e da BASF su Engelhardt. In generale i player europei continueranno sempre di più a ricercare opportunità d'investimento all'estero.

Nell'area Asia-Pacifico il rapporto price/earning è sceso da 21.2 d'inizio semestre, all'attuale 18.9, con il rapporto debito/ebitda che è invece salito da 1,0 a 1,2. Questi valori, unitamente alla riduzione nel valore delle valutazioni dei fondi di private equity, suggeriscono un moderato rallentamento dell'attività. Nei mercati emergenti dell'area, si evidenziano comunque importanti processi di consolidamento settoriale e/o la ricerca di vantaggi competitivi da "first mover" come dimostrano il tentativo di takeover di DP World su P&O e l'acquisizione del colosso dello shipping Patrick da parte dell'australiana Toll.

Negli USA, nel primo semestre 2006, il rapporto price/earning, è sceso leggermente da 18,9 a 17,6. Le materie prime e la tecnologia (con p/e scesi rispettivamente a 16,7 da 17,9, e a 21,8 da 25,2) sono tra i settori in cui il rapporto è sceso di più. Al contrario si registrano dati positivi per i beni di consumo e i servizi. Questo indice è in crescita anche nel settore oil & gas, grazie alle operazioni concluse nella prima parte dell'anno.

Il rapporto debito/ebitda è salito dallo 0.8 d'inizio anno all'attuale 0,9. L'industria è il settore che presenta il livello d'indebitamento più elevato con un rapporto debito/ebitda addirittura superiore a 3, ossia prossimo a quello che è ritenuto comunemente il "livello di guardia" per la sostenibilità del debito. Le prospettive sugli utili aziendali sono più incerte e l'ipotesi di ulteriori interventi della FED per contenere il rischio inflazione rimangono probabili. Nonostante ciò, gli analisti Kpmg continuano a credere in un livello sostenuto dell'attività M&A, trainata prevalentemente dalla

pressione competitiva rappresentata dai paesi “low-cost”. La recente operazione Whirlpool/Maytag in questa prospettiva, marca un nuovo trend nel mercato M&A nordamericano, contraddistinto sempre di più da operazioni in grado di esprimere sinergie e nuove forme di vantaggio competitivo (Rapporti Kpmg, anni vari).

### 1.2.3 IL PROFILO GEOGRAFICO: I PROCESSI AGGREGATIVI CROSS-BORDER

Il mercato italiano è costituito in prevalenza da operazioni di tipo domestico, ovvero da acquisizioni realizzate da imprese italiane, a cui si aggiungono le acquisizioni *cross-border*, a loro volta distinguibili in operazioni realizzate da imprese italiane all'estero e in operazioni realizzate da imprese estere in Italia.

La tabella successiva (tab. 1.10) illustra la dimensione geografica del fenomeno e la composizione dei flussi di investimento in relazione alla componente domestica e internazionale.

**Tabella 1.10 – Le operazioni di M&A realizzate in Italia (valori percentuali)**

	1994-1998	1999	2000	2001	2002	2003
Italia su Italia	60,1%	60,3%	64,5%	66,8%	65,3%	72,8%
Italia su estero	14,4%	19,7%	20,3%	15,3%	14,0%	9,5%
Estero su Italia	25,5%	20,0%	15,2%	17,9%	20,7%	17,7%
<b>Totale</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Totale operazioni</b>	<b>3.508</b>	<b>841</b>	<b>1.145</b>	<b>998</b>	<b>765</b>	<b>740</b>

Fonte: Conca, 2005, p. 311

In ciascuno degli anni oltre due terzi delle operazioni coinvolgono imprese italiane in qualità sia di acquirente che di acquisita e si attestano mediamente attorno alle 500-600 operazioni l'anno.

Nell'ottica delle acquisizioni *cross-border*, il 2000 ha segnato un punto di svolta nel mercato italiano; la tendenza aveva iniziato a delinarsi già dal 1999 a seguito di una sostanziale coincidenza nel numero delle operazioni *cross-border* italiane all'estero e viceversa. Nel 2000 si segnalano 232 operazioni italiane all'estero (+40%), contro 174 acquisizioni straniere in Italia. L'attività di consolidamento a livello internazionale ha spinto, infatti, la media imprenditoriale italiana ad anticipare la necessità di adeguare la propria struttura competitiva su scala europea.

Come si può osservare dai dati riportati, dopo il 2000 la situazione si modifica con una graduale, ma al contempo significativa ripresa degli investimenti esteri in Italia. L'inversione di tendenza offre due possibili e opposte prospettive di analisi:

- la minore attrattività del nostro paese nei confronti del processo di allocazione dinamica degli investimenti internazionali delle grandi imprese. Si può considerare un evento congiunturale dimostrabile dalla continuità del flusso degli investimenti esteri in Italia che riprende a crescere già nel 2001;
- una chiara dimostrazione dell'intraprendenza e dell'aggressività delle imprese italiane all'estero. Le stesse dimostrano una maggior consapevolezza del fatto che il proprio mercato di riferimento è quello europeo e di conseguenza manifestano l'esigenza di integrarsi, a pieno titolo, nel contesto competitivo internazionale.

La situazione non si è, però, replicata negli anni successivi con una conseguente diminuzione delle acquisizioni italiane all'estero. Tuttavia, si segnalano dei casi contraddistinti dall'elemento della multinazionalizzazione delle imprese italiane (Luxottica, Saipem, Barilla, ENI, Finmeccanica ne sono degli esempi) che sottolineano la capacità del management italiano di insediarsi sul mercato globale.

Il 2001 è stato un anno difficile per il mercato del M&A a livello internazionale dove i forti segnali di contrazione risultano ancor più evidenti se messi a confronto con il triennio 1998-2000 caratterizzato invece da un eccezionale dinamismo.

Il brusco calo è comunque da attribuire quasi esclusivamente alle operazioni legate al settore *new economy* oggetto di un vero e proprio boom nel biennio 1999-2000 per poi decrementarsi fino al 43% nel 2001 a causa della diminuzione di investimenti promossi da parte di investitori istituzionali (alle prese con pesanti perdite legate al mancato raggiungimento dei piani di crescita e redditività sperati) in *start-up* di settore a favore di settori più maturi e meno ciclici. Specificamente, il settore "internet", che nella fase di sviluppo presentava valori positivi al di sopra della media, ha registrato la performance peggiore con una contrazione del numero delle operazioni pari a -43%.

Nello stesso 2001 si registra una contrazione delle operazioni di M&A anche nel settore bancario dove si è rilevato un calo pari a circa il 54% rispetto all'anno precedente

Le operazioni *cross-border* hanno privilegiato, in particolare, alcuni paesi e specifici segmenti di mercato consentendo di individuare la direzione geografica e merceologica delle acquisizioni. I maggiori mercati di sbocco per gli investimenti italiani all'estero sono risultati:

- l'Unione Europea per il 75,8%;

- il Nord America per il 12,1%;
- l'Europa extra-UE per il 12,1%.

I principali paesi *target* sono stati il Regno Unito con 25 acquisizioni; la Francia con 12; la Spagna con 11; la Germania con 9 e gli Stati Uniti con 8.

Al contrario i paesi che hanno maggiormente investito in Italia sono stati, come di consuetudine, gli Stati Uniti con 15 acquisizioni, seguiti dalla Germania con 14, dal Regno Unito con 13, dalla Francia con 12.

Ulteriore aspetto rilevante che caratterizza le operazioni in questione concerne la natura delle acquisizioni: oltre la metà è stata di tipo orizzontale ha cioè coinvolto partner appartenenti al medesimo settore (Conca, 2005, pp. 311-313).

In Italia malgrado il 2001 abbia fatto registrare una flessione, il mercato del M&A è comunque stato caratterizzato da un favorevole tasso di crescita paragonabile ai tassi caratterizzanti anche i più consolidati mercati, questo in virtù del fatto che le operazioni di M&A sono diventate quasi una tappa obbligata nel processo di sviluppo di quelle imprese che vogliono mantenere la propria posizione in un contesto caratterizzato da competizione e dalla globalizzazione come quello attuale.

Il mercato italiano delle operazioni di M&A ha mostrato, nonostante il ridimensionamento sia in termini di numero di operazioni che di valore registrato nel 2001, profonda vivacità divenendo il primo mercato europeo come valore complessivo rispetto allo stesso che si è invece assestato su valori medi più contenuti e che ha risentito, nel medesimo periodo, di una forte contrazione.

Tale diminuzione è in linea con quanto registrato sia a livello europeo che globale e in larga parte attribuibile al rallentamento della crescita economica a livello internazionale.

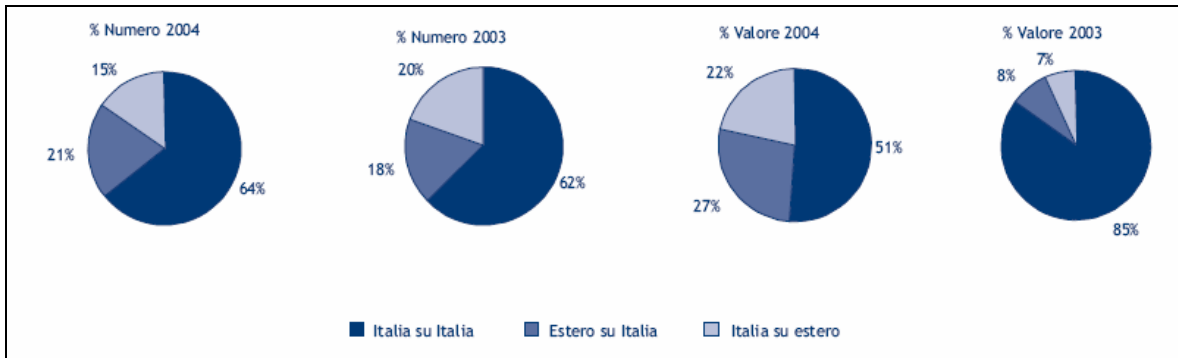
La debolezza del mercato M&A è stata generata da una serie di fattori tra loro dipendenti:

- il *trend* negativo ancora una volta registrato nel settore Internet e Telecomunicazioni dove la contrazione è stata del 70% in termini di numero di operazioni;
- la pesante contrazione dei mercati finanziari che ha distolto l'attenzione delle imprese verso le attività di collocamento sul mercato azionario;

- la maggior attenzione da parte delle imprese verso aspetti interni, volti alla ricerca di efficacia ed efficienza gestionale rinviando le opportunità offerte dalla finanza straordinaria (Kpmg, 2002).

Il graf. 1.12 evidenzia l'incidenza del numero e del valore delle operazioni di M&A realizzate in Italia nel 2004 e nel 2003.

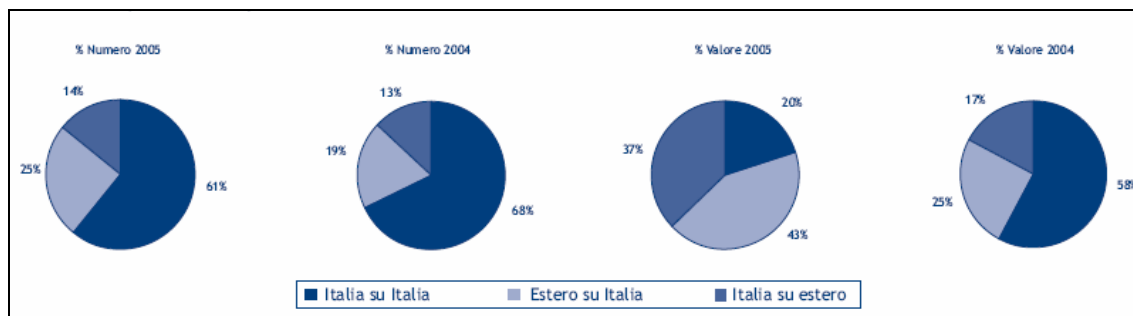
**Grafico 1.12 – Le operazioni di fusione e acquisizione che hanno coinvolto imprese di nazionalità italiana (2003-2004)**



Fonte: Relazione annuale Agcm, 2006

Si è ridotta l'incidenza in valore delle operazioni strettamente domestiche (Italia su Italia), passate dall'85% del totale del 2003 al 51% del 2004. Aumenta in corrispondenza l'incidenza del valore delle operazioni estere in Italia e di quelle italiane all'estero, segnalando complessivamente una relativa maggiore apertura internazionale delle nostre imprese, pur nel contesto di un processo di consolidamento non particolarmente vivace se paragonato agli andamenti mondiali o europei e comunque in arretramento rispetto al 2003. Rispetto al 2004 aumenta sensibilmente, soprattutto se misurata in valore, l'incidenza delle operazioni transfrontaliere. Le transazioni che vedono come acquirenti imprese italiane hanno avuto un incremento in valore di 20 punti percentuali (passando dal 17 al 37%) mentre quelle in cui un'impresa italiana è oggetto di acquisizione estera sono aumentate di 18 punti (dal 25 al 43%) (graf. 1.13).

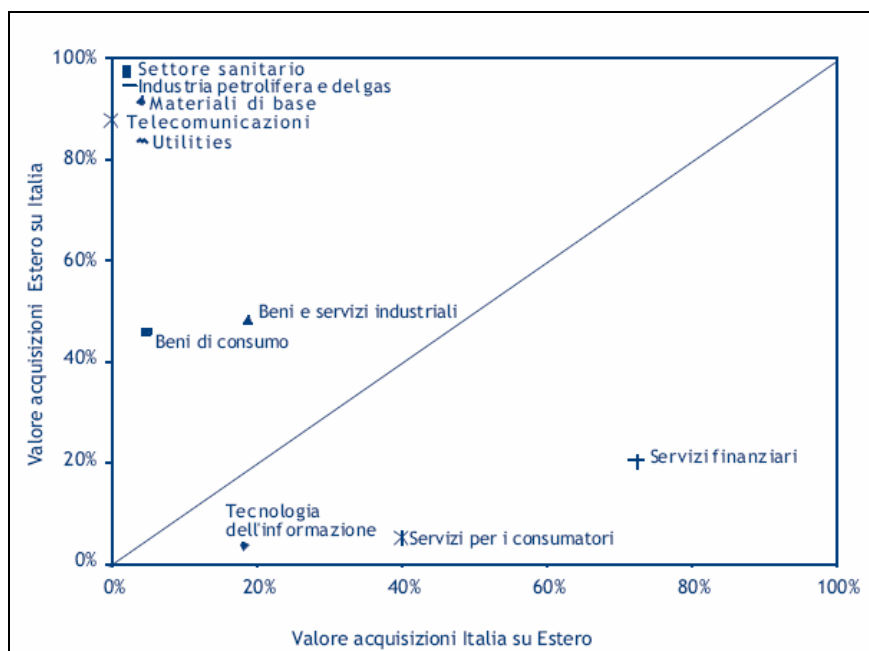
**Grafico 1.13 – Operazioni di fusione e acquisizione che hanno coinvolto imprese di nazionalità italiana (2004-2005)**



Fonte: Relazione annuale Agcm, 2006

Le acquisizioni di imprese estere da parte di imprese italiane sono aumentate soprattutto nei servizi finanziari, nei servizi ai consumatori e nella tecnologia dell'informazione. In tutti gli altri settori, tra i quali le telecomunicazioni e le *utilities*, si registra invece un consolidamento delle imprese estere in Italia (graf. 1.14)<sup>99</sup>.

**Grafico 1.14 – Incidenza del valore delle operazioni transfrontaliere per settore (2005)**



Fonte: Relazione annuale Agcm, 2006

<sup>99</sup> Tra le operazioni *cross-border* più rilevanti che hanno interessato l'Italia si segnalano l'acquisizione di BHV da parte di Unicredit (servizi finanziari), l'acquisizione di Wind Telecomunicazioni da parte di Weather Investments (telecomunicazioni), l'acquisizione di Italennergia Bis da parte di Electricité de France e AEM Milano.

Nel 2005, trentuno operazioni che hanno interessato imprese di nazionalità italiana sono state oggetto di valutazione da parte della Commissione europea (nel 2004 erano 15)<sup>100</sup>. Tali operazioni sono state autorizzate per l'insussistenza di problemi di carattere concorrenziale. Solo in un caso, riguardante la costituzione di due *joint venture* tra la francese Alcatel e due società controllate da Finmeccanica, Alenia Spazio e Telespazio, l'operazione è stata autorizzata a seguito della presentazione di impegni delle parti. Diverse operazioni che hanno interessato imprese italiane riguardano il comparto bancario (6 transazioni), inserendosi in un processo di integrazione dei servizi finanziari a livello europeo. Tra queste si segnalano:

- l'acquisizione del controllo esclusivo di HVB da parte di Unicredit, tramite un'offerta di pubblico scambio;
- due offerte pubbliche di acquisto del gruppo olandese ABN Amro e del gruppo spagnolo Banco Bilbao Vizcaya Argentaria nei confronti, rispettivamente, di Banca Popolare Veneta e Banca Nazionale del Lavoro.

Altre riguardano il settore della distribuzione commerciale. Tra queste si segnalano:

- l'acquisizione del controllo congiunto di La Rinascente-Upim (controllata in precedenza da Ifil e Auchan) da parte di Pirelli, Deutsche Bank e Investitori Associati;
- l'acquisizione del controllo esclusivo di Coin da parte della francese Pai Partners.

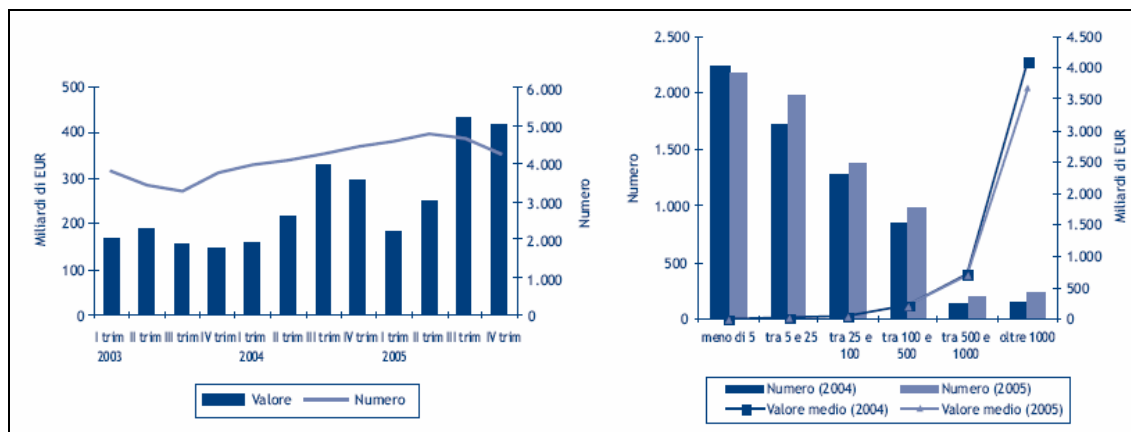
Nel 2005, per il secondo anno consecutivo, si registra a livello mondiale un aumento del numero (+9% rispetto al 2004) e del valore (+28%) delle operazioni di fusione e acquisizione. Il valore medio delle operazioni, per effetto dell'aumento congiunto delle due grandezze, cresce del 18%, in parte frenato dalla diminuita dimensione delle transazioni il cui importo supera il miliardo di euro. Rispetto all'anno precedente, si osserva una diminuzione delle operazioni di piccola dimensione, a fronte della crescita delle operazioni nelle altre classi dimensionali (si veda in proposito il graf. successivo).

---

<sup>100</sup> Complessivamente la Commissione europea ha ricevuto 313 notifiche relative a fusioni e concentrazioni (nove delle quali ritirate durante la fase 1 o la fase 2), circa il 26% in più rispetto al 2004.



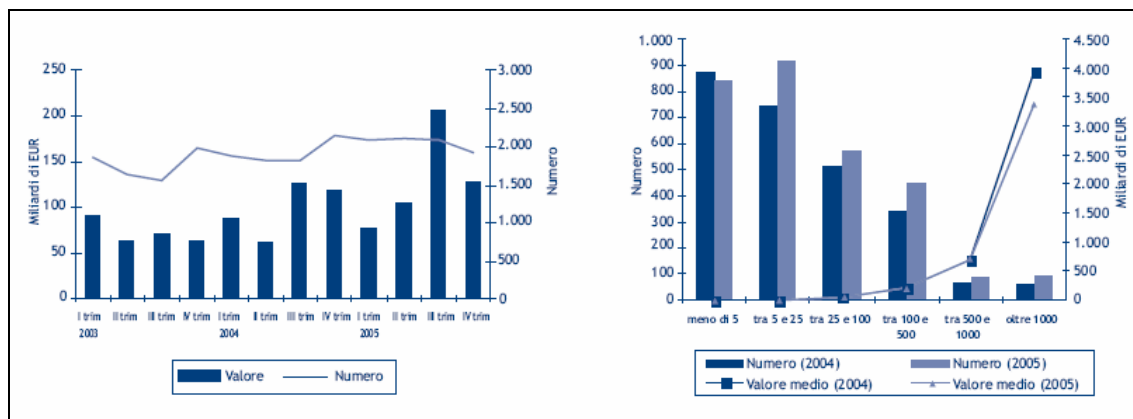
**Grafico 1.15 – Le operazioni di M&A fra imprese nel contesto internazionale: totale e classi di valore (2004-2005)**



Fonte: Relazione annuale Agcm, 2006

Nel 2005 diminuisce significativamente il valore totale delle prime 5 operazioni realizzate a livello mondiale<sup>3</sup>. Esse rappresentano, infatti, poco più del 7% del valore complessivo delle transazioni avvenute nell'anno (era il 20% nel 2004). Di queste operazioni, tre riguardano gli Stati Uniti, una il Giappone e una l'Europa. Anche l'Italia figura tra i paesi interessati da operazioni di grandi dimensioni a livello mondiale, grazie all'acquisizione della banca tedesca Bayerische Hypo-und Vereinsbank da parte di Unicredit (ottava operazione del 2005 in termini di valore). Nell'Unione Europea, la crescita del numero di operazioni si attesta su valori appena inferiori a quelli mondiali (circa il 7%), mentre in termini di valore la crescita è leggermente più sostenuta (31%). Inoltre, la diminuzione del numero delle operazioni di piccola dimensione (inferiori ai 500 milioni di euro) si accompagna a un aumento delle operazioni in tutte le altre classi dimensionali, facendo registrare un incremento sensibile del valore medio delle transazioni (15%), nonostante la riduzione della dimensione media delle operazioni che superano il miliardo di euro (si veda in proposito il grafico 1.16).

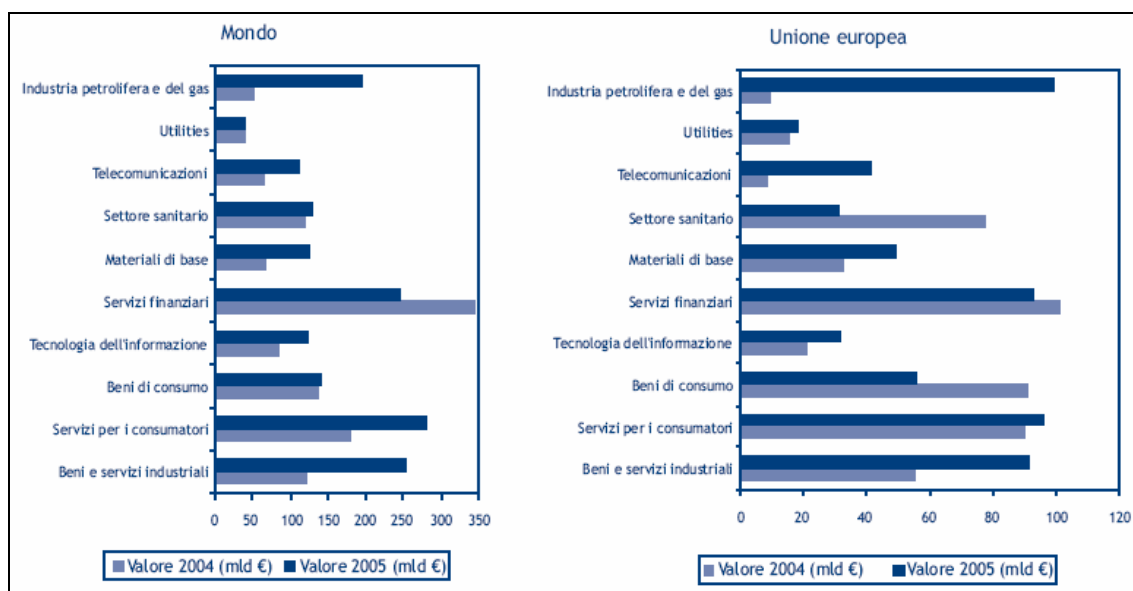
**Grafico 1.16 – Operazioni di fusione e acquisizione fra imprese, totale e per classi di valore (2004-2005) - Unione Europea**



Fonte: Relazione annuale Agcm, 2006

Sotto il profilo settoriale, sia a livello mondiale che dell'Unione Europea, i servizi privati (servizi per i consumatori e servizi finanziari) e i beni e servizi industriali rimangono i settori maggiormente interessati da operazioni di consolidamento. Tuttavia l'incremento di maggior rilievo riguarda il settore petrolifero ed è imputabile prevalentemente all'operazione Royal Dutch/Shell (graf. 1.17).

**Grafico 1.17 – Valore delle operazioni di fusione e acquisizione per settore delle imprese acquisite (2004-2005)**

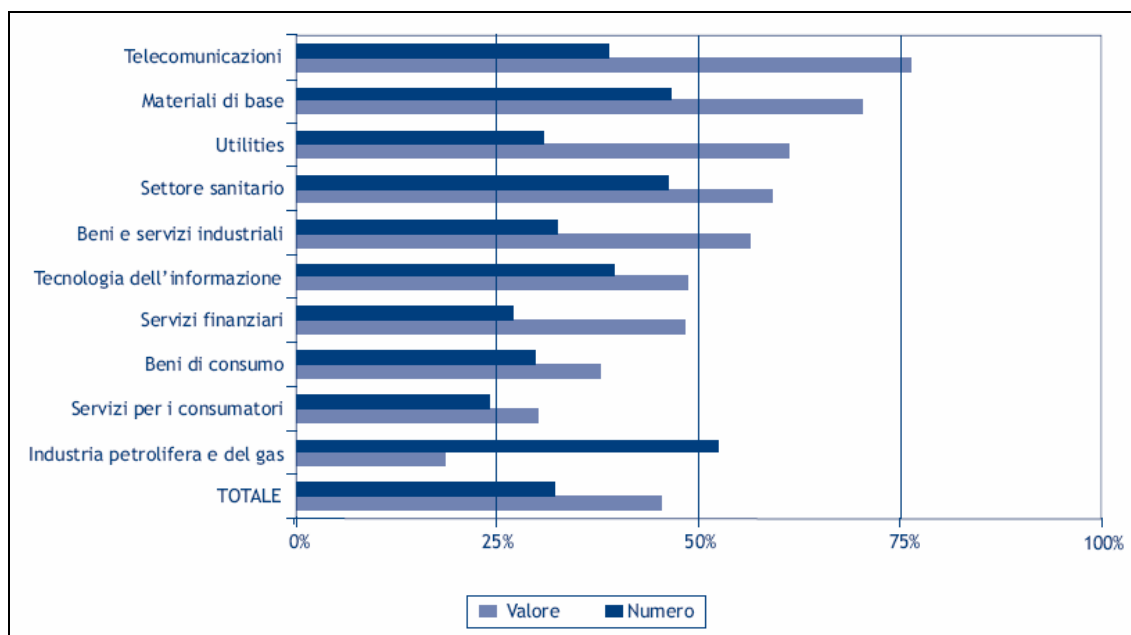


Fonte: Relazione annuale Agcm, 2006

I processi di fusione e acquisizione tra imprese localizzate in Stati membri diversi hanno interessato circa un terzo delle operazioni realizzate nel 2005. I settori maggiormente interessati sono quelli dell'industria petrolifera e del gas, con oltre la metà delle operazioni a carattere transfrontaliero, dei materiali di base, sanitario, della tecnologia dell'informazione e delle

telecomunicazioni, nei quali la percentuale sul numero complessivo delle fusioni e acquisizioni avvenute in ciascun settore è superiore al 40%. In termini di valore, il settore in cui l'incidenza delle operazioni transfrontaliere risulta più elevata è quello delle telecomunicazioni, dove la percentuale supera il 75%. Percentuali elevate (superiori al 50%) si registrano anche nei settori dei materiali di base, dei servizi di pubblica utilità, nel settore sanitario e dei beni e servizi industriali (graf. 1.18).

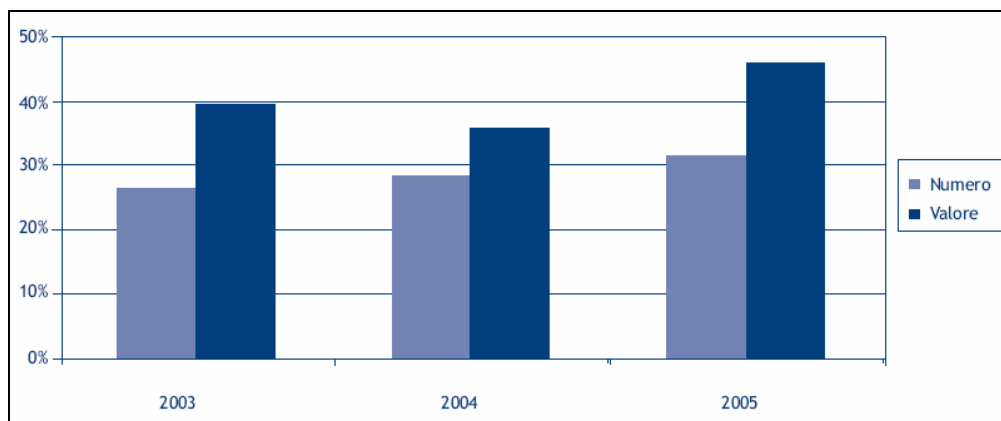
**Grafico 1.18 – Incidenza delle operazioni transfrontaliere per settore (2005) - Unione europea**



Fonte: Relazione annuale Agcm, 2006

Più in generale, il 2005 fa registrare, rispetto al biennio che lo ha preceduto, un incremento delle operazioni *cross-border* sia in termini di numero (si passa dal 26,5% del 2003 al 31,5% del 2005) che soprattutto di valore (dal 39,5% del 2003 al 46% del 2005 (graf. 1.19).

**Grafico 1.19 – Incidenza delle operazioni transfrontaliere (2003-2005) - Unione europea**



Fonte: Relazione annuale Agcm, 2006

La vivacità del segmento *cross-border* conferma che l'Italia è influenzata sempre più processo di consolidamento in atto a livello internazionale. Nei primi sei mesi del 2006 si sono registrate circa 200 operazioni di M&A in Italia (erano state 220 nel primo semestre 2005 in diminuzione del 10%), per un controvalore totale di 39 miliardi di Euro. Rispetto ai 50,6 miliardi di Euro del primo semestre del 2005, il controvalore del mercato è dunque sceso, ma occorre considerare il peso della maxi fusione Telecom Italia – TIM dello scorso anno, che da sola valeva oltre 20 miliardi di euro.

I dati del semestre sono complessivamente positivi ed è un fatto di rilievo per la competitività del sistema Paese, che il mercato M&A italiano mantenga volumi elevati rimanendo al centro dei grandi processi di consolidamento industriale ormai in atto a livello internazionale. Sotto la spinta del processo d'integrazione internazionale anche il mercato M&A italiano sembra destinato a cambiare in modo strutturale la sua fisionomia, sempre di più all'insegna dell'attività *cross-border*. Una dinamica ben evidenziata dal controvalore totale dell'attività Italia su estero ed estero su Italia. Con quasi 27 miliardi di euro di controvalore infatti, l'attività M&A cross border rappresenta ormai i 2/3 dell'intero mercato italiano delle fusioni e acquisizioni. Pesano in particolare i "mega deal". Delle prime 10 operazioni del semestre, ben 7 riguardano l'attività transfrontaliera per un controvalore totale di circa 19 miliardi di euro. Non a caso le prime tre operazioni per controvalore sono tutte cross border: l'OPA di BNP Paribas su BNL (8,7 miliardi circa), l'acquisizione del gigante USA delle scommesse Gtech da parte di Lottomatica (4 miliardi di euro) e la conquista di AntonVeneta da parte di ABN Amro (circa 3 miliardi di Euro le quote acquisite nel 2006. Unite alla prima tranche del 2005 per 2,1 miliardi di euro, il valore complessivo del deal supera i 5 miliardi). Nel complesso prevalgono leggermente sia come numero (34 contro 33), sia come valore (quasi 15 miliardi di euro contro 12), le operazioni in ingresso da parte di operatori stranieri su imprese italiane.

Per quanto riguarda l'attività d'investimento delle imprese italiane all'estero, oltre alla già citata Lottomatica su Gtech, meritano di essere sottolineati alcuni filoni di riferimento. Tra questi, l'attivismo dell'ENEL che rafforza il proprio posizionamento competitivo nei mercati dell'Est Europa attraverso tre acquisizioni (Electrica Muntenia in Romania, Maritza 3 in Bulgaria e RusenerGosbyt in Russia). Il settore bancario/assicurativo italiano conferma la sua strategia di consolidamento nella "New Europe" (in particolare con le operazioni realizzate da Intesa su Ukrsootsbank, BPVN

sulla croata Banca Sonic, Banca Ifis su Fidis Factoring Polska, e per le assicurazioni l'operazione chiusa da Generali sulla croata Libertas Osiguranje). Il trend delle acquisizioni realizzate da imprese italiane all'estero è estremamente vivace come dimostrano anche le operazioni annunciate negli ultimi giorni (e non ancora formalmente chiuse), tra cui l'acquisizione della catena distributiva Printemps da parte di una cordata guidata da La Rinascente, l'ingresso di Mondadori in Emap France, e l'acquisizione della statunitense Maverick da parte del gruppo italo – argentino Tenaris. A queste si possono aggiungere le operazioni condotte da Italcementi e Campari che si confermano tra le realtà italiane più acquisitive sui mercati internazionali. Italcementi in particolare ha guadagnato il controllo della joint venture indiana Zuari Cement Ltd per circa 100 milioni di Euro, mentre Campari ha chiuso l'operazione sullo storico marchio del whisky Glenn Grant.

L'interesse degli investitori esteri si è concentrato in particolare su banche (BNL, seconda tranche AntonVeneta), alimentare (Galbani acquisita dalla francese Lactalis, Fonti del Vulture dal Gruppo Coca-Cola), ed attività manifatturiere quali ad esempio gli elettrodomestici, con l'acquisizione di Elba (Gruppo De Longhi) da parte della neozelandese Fischer & Paykel. A livello settoriale l'analisi rivela il dinamismo del settore bancario italiano, che si conferma come uno dei settori trainanti del mercato M&A italiano: 22 operazioni concluse pari ad oltre il 40% del controvalore totale (oltre 15 miliardi di euro). In evidenza anche il comparto assicurativo, dove si sono registrate 15 operazioni, di cui ben 3 realizzate da Fondiaria-SAI (la cessione della quota Swiss Life, l'acquisizione di Liguria Assicurazioni, e del 46% di Bipiemme Vita). Seguono l'Energy & Utilities con 11 operazioni (oltre alle operazioni di Enel all'estero, il settore è stato movimentato anche dal processo di consolidamento da parte delle multiutilities tra cui Amga-AEM Torino e Serenissima Gas-Acsm). Grande assente è, per il momento, il settore Telecom.

Va menzionato infine, il dinamismo del settore meccanico con 16 operazioni, tra le quali spiccano le quotazioni di Ansaldo Sts e Bolzoni. I fondi di Private Equity hanno realizzato 24 operazioni sul mercato italiano pari al 6,1% dei volumi per un controvalore di 2,4 miliardi di euro. Tra le operazioni più importanti, la cessione del marchio Galbani da parte del fondo BC Partners ai francesi di Lactalis per un controvalore di oltre 1,1 miliardi di euro e l'acquisizione della rete di profumerie Limoni da parte di Bridgepoint.

La tabella successiva evidenzia le prime dieci operazioni di M&A che hanno avuto luogo sul mercato italiano nel primo semestre 2006.

**Tabella 1.11 – Le prime dieci operazioni di M&A sul mercato italiano nel primo semestre 2006**

Target		Bidder	Quota	Valore € mln	Vendor	Cross border
BNL	I	BNP Paribas	97,0%	8.730	Unipol; Mercato	X
Gtech	USA	Lottomatica	100,0%	4.000	Mercato	X
Banca Antonveneta	I	ABN AMRO	25,4%	2.077	Mercato (OPA obbligatoria)	X
Saras	I	Mercato	36,3%	2.069	Famiglia Moratti	
Galbani	I	Lactalis	100,0%	1.135	BC Partners	X
Swiss Life	CH	Mercato	8,4%	1.027	Fondiarria-SAI	X
Banca Antonveneta	I	ABN AMRO	11,8%	965	Mercato (OPA residuale)	X
Amb	D	Generali	14,2%	745	Mercato	X
Snamprogetti	I	Saipem	100,0%	680	ENI	
Banca Intesa	I	Capitalia	2,0%	600	Mercato	
<b>Controvalore prime 10 operazioni</b>				<b>22.028</b>		
<b>Controvalore totale delle operazioni M&amp;A I semestre 2006</b>				<b>38.789</b>		
<b>% prime 10 operazioni su totale</b>				<b>57%</b>		

Fonte: Rapporti Kpmg, 2006

### 1.3 L'ASPETTO FINANZIARIO NELLE OPERAZIONI DI M&A

La disponibilità delle risorse necessarie al finanziamento di un'operazione straordinaria è un elemento che influenza in modo molto rilevante la fattibilità del processo. I problemi di finanziamento sono spesso sottovalutati generando conseguenze inattese di considerevole entità. L'impossibilità di ottenere la copertura necessaria può anche comportare l'abbandono del progetto a prescindere dalla sua importanza strategica.

Sotto il profilo finanziario, le decisioni relative alle operazioni di M&A sono assimilabili a un processo di investimento e, conseguentemente, seguono le consuete regole di analisi e di valutazione cui gli stessi sono sottoposti. Le operazioni in studio

sono caratterizzate da notevoli flussi finanziari in uscita, anticipati rispetto alle entrate, determinando, quindi, un fabbisogno iniziale di risorse molto consistente.

La natura del fabbisogno è legata ai tempi di manifestazione e il fabbisogno finanziario complessivo di un'operazione di M&A si origina in due momenti distinti:

- al momento del *closing* per coprire il fabbisogno connesso al prezzo pattuito. Si realizza un fabbisogno finanziario diretto che è assimilabile a una variabile rigida di tipo esogeno in quanto deriva da una negoziazione con altri soggetti economici e quindi difficilmente controllabile;
- in un momento successivo per gestire l'integrazione tra le società e l'attuazione degli obiettivi dell'acquisizione. In questo caso il fabbisogno finanziario che si individua è di tipo indiretto in quanto dipende dalle scelte dell'acquirente che può quindi decidere le modalità di intervento in relazione alle proprie possibilità finanziarie.

La valutazione dell'entità e dei tempi legati al fabbisogno finanziario di tipo indiretto tende a passare in secondo piano in favore della stima delle risorse legate al fabbisogno di tipo diretto, correlato per lo più al solo prezzo, per via della più semplice prevedibilità e immediatezza.

La verifica della fattibilità finanziaria nella sua duplice manifestazione è indispensabile soprattutto in relazione alla necessità di stabilire un obiettivo di tempo realistico per la conclusione della fase post-integrazione. Il rispetto degli obiettivi temporali diventa imprescindibile in considerazione del fatto che, mentre i potenziali vantaggi finanziari che potrebbero scaturire dalle sinergie sono soggetti a un elevato grado di aleatorietà, gli impegni connessi al finanziamento delle operazioni sono certi e inderogabili: lo squilibrio tra flussi, se non appropriatamente previsto e gestito, potrebbe avere delle conseguenze di non poca importanza sulla struttura finanziaria aziendale.

Tuttavia va ricordato che non in tutte le operazioni di M&A si manifestano problemi di finanziamento. Alcune opzioni, come nel caso delle fusioni e delle acquisizioni con pagamento in azioni, non richiedono infatti esborsi finanziari e pertanto non assumono rilevanza analisi di questa tipologia. L'impropria considerazione delle problematiche di tipo finanziario potrebbe impedire il raggiungimento degli obiettivi strategici (Conca, 2005, pp. 275-276).

### **1.3.1 LA NATURA DEL FABBISOGNO FINANZIARIO**

In riferimento alle principali caratteristiche del fabbisogno finanziario, derivante dalle operazioni di M&A e per le conseguenti modalità di copertura attivabili, è possibile evidenziare una serie di aspetti rilevanti:

- il fabbisogno finanziario generato dalle operazioni di M&A è spesso di dimensioni significative soprattutto in relazione alle dimensioni dell'impresa dell'acquirente;
- il fabbisogno finanziario si manifesta contestualmente al passaggio di proprietà dell'impresa *target* quindi risulta concentrato nel tempo;
- le modalità di copertura esercitano un forte impatto sulla struttura finanziaria dell'acquirente e sulla sua capacità di indebitamento;
- le modalità di copertura vanno osservate alla luce di piani finanziari di medio-lungo periodo;
- il finanziamento delle acquisizioni è effettuato con strumenti di capitale di debito non ordinari (obbligazioni convertibili, debito mezzanino, ecc.) oltre che con ricorso al capitale di rischio che presuppongono rapporti finanziari con una pluralità di intermediari.

Inoltre il fabbisogno finanziario che scaturisce da un'acquisizione aziendale è di non semplice determinazione poiché alla componente palese legata al prezzo della negoziazione si accompagnano i fabbisogni legati a tutti investimenti che sono necessari per riportare la gestione ai livelli di efficienza desiderati dall'acquirente. Nello specifico si tratta dei costi:

- diretti dell'acquisizione (prezzo negoziato, oneri fiscali, costi di transazione finanziari e legali derivanti dal ricorso ai consulenti);
- legati alla gestione dell'acquisita (costi di liquidazione del personale in esubero, di adeguamento dei sistemi informativi, di formazione per l'integrazione e il coordinamento delle due strutture);
- connessi allo sfruttamento delle sinergie (costi di R&S, di marketing, di distribuzione).

Le tre categorie di costi si possono definire come costi:

- correnti;
- di integrazione;
- strategici.



I primi influenzano direttamente l'entità del fabbisogno finanziario diretto, mentre le altre categorie influenzano il livello del fabbisogno finanziario indiretto<sup>101</sup>.

Il fabbisogno finanziario complessivo verrà poi corretto dalle risorse finanziarie in entrata derivanti dal disinvestimento di cespiti e *assets* non strategici o non strumentali all'attività d'azienda.

Alla luce di quanto sopra descritto appare chiara la necessità di quantificare, con buona approssimazione, l'entità complessiva del fabbisogno finanziario e la manifestazione di tutti i flussi in entrata ed in uscita in modo da poter costruire un piano finanziario che preveda l'attivazione delle forme tecniche di copertura più opportune (Capizzi, 2005, pp. 351-356).

I fabbisogni finanziari sono distinguibili anche in relazione al profilo temporale di manifestazione. Alcuni intervengono all'inizio dell'operazione e devono, quindi, essere coperti in tempi ristretti; altri si manifestano in tempi successivi e la copertura può essere protratta nel tempo. In conclusione emerge non tanto la necessità di disporre di risorse finanziarie sin dal momento del *closing* dell'operazione, quanto la possibilità di pianificare dall'inizio dell'operazione l'entità dei fabbisogni, sulla base dei vari momenti successivi in cui si manifestano le uscite: l'individuazione della sequenza temporale dei fabbisogni consente di programmare le forme tecniche di copertura più opportune con il ricorso sia ai mezzi propri che ai mezzi di debito (Conca, 2005, pp. 278-280).

### ***1.3.2 IL FINANZIAMENTO DELLE OPERAZIONI DI M&A: CONDIZIONI E MODALITÀ DI PAGAMENTO***

Per quanto concerne la scelta del mezzo di pagamento da utilizzare a conclusione delle operazioni di M&A, le principali opzioni possibili per l'acquirente sono due:

- il pagamento per contante;
- il pagamento in azioni.

La scelta fra le due opzioni sopra riportate può ingenerare conseguenze rilevanti per gli azionisti dell'acquirente.

Il pagamento in azioni viene preferito al pagamento in contante quando le azioni dell'acquirente sono prezzate correntemente dal mercato o sopravvalutate; se

---

<sup>101</sup> Per ulteriori approfondimenti sulla natura del fabbisogno finanziario si consulti, fra gli altri, Lajoux Reed-Weston, 1999.

l'acquirente ritiene invece che le sue azioni siano sottovalutate dal mercato verrà preferito il pagamento in contante per evitare di distribuire ai soci della target azioni ad elevato potenziale di rivalutazione.

Se l'operazione verrà regolata in contante l'acquisita riceverà un prezzo a titolo definitivo e qualora dovesse portare alla realizzazione di benefici di tipo sinergico superiori a quelli ipotizzati, sui quali era stato stabilito il prezzo, gli azionisti della cedente non parteciperanno alla distribuzione del maggior valore creato. In via speculare non parteciperanno nemmeno alle perdite inattese qualora queste dovessero aver seguito, da ciò ne conseguirebbe un peggioramento della situazione degli azionisti dell'acquirente rispetto al caso in cui non si fossero utilizzate azioni.

Un'acquisizione in contanti è soggetta a tassazione perché gli azionisti della cedente saranno tenuti a pagare imposte sui guadagni in conto capitale eventualmente realizzati. Nel caso opposto invece gli azionisti dell'acquisita non dovranno pagare imposte per i guadagni in conto capitale perché si ipotizza vi sia stata una sostituzione di azioni, le imposte verranno pagate al momento dello smobilizzo dell'investimento.

Il problema che si pone qualora si opti per il pagamento con azioni è quello di evitare una diluizione del valore unitario delle azioni dell'impresa acquisita a seguito dell'offerta ai soci della target di un numero di azioni più elevato di quello teoricamente necessario a ricompensarli dell'annullamento delle azioni in loro possesso.

Il pagamento con azioni può diventare competitivo in alcune condizioni particolari :

- nei periodi di crescita dei corsi dei titoli sui mercati ufficiali;
- al crescere delle dimensioni delle operazioni.

I motivi che giustificano il pagamento in azioni sono molteplici, ma soprattutto in riferimento al maggior fabbisogno che le grandi acquisizioni comportano il cui livello costringe a impiegare forme di pagamento alternative alla liquidità. Questa soluzione è giustificata dal fatto che notoriamente i titoli di imprese di grandi dimensioni possono godere di maggiore stabilità rispetto a società a capitalizzazione inferiore.

Per il pagamento delle acquisizioni vi sono altre ulteriori tre alternative nella pratica dall'uso meno frequente rispetto alle precedenti. Si tratta:

- del pagamento differito (*earn out*): il pagamento offerto ai titolari delle azioni dell'acquisita viene effettuato in più tranches differite nel tempo e parte del prezzo finale viene subordinata al conseguimento di predeterminati obiettivi minimi di performance da parte dell'acquisita;

- del *vendor placing*: modalità di pagamento tramite cui si determina una quantità di azioni dell'acquirente da offrire per ogni azione dell'acquisita sulla base di un rapporto di cambio e si procede poi alla vendita a un investitore istituzionale dell'ammontare azionario così determinato;
- dello scambio di azioni contro obbligazioni: l'acquirente offre un quantitativo di obbligazioni emesse dall'acquirente per ogni azione dell'acquisita sulla base di un prefissato rapporto di cambio. È possibile offrire, in luogo delle obbligazioni ordinarie, obbligazioni convertibili, obbligazioni *cum warrant* o azioni privilegiate.

Ulteriore possibilità scaturisce dalla combinazione delle diverse alternative disponibili al fine di creare delle soluzioni personalizzate (Capizzi, 2005, pp. 352-356).

### **1.3.3 LE MODALITÀ DI FINANZIAMENTO**

Le condizioni con cui si finanziano le operazioni di M&A possono alterare il delicato equilibrio finanziario dell'acquisizione nella fase *post-closing*. Le scelte riguardanti la copertura dei fabbisogni sono influenzate da molteplici fattori, tra i quali:

- l'entità del finanziamento complessivo;
- l'immagine dell'acquirente sul mercato;
- la solidità finanziaria dell'acquirente;
- il consenso espresso dal mercato sull'operazione nel suo complesso.

L'entità del finanziamento, in particolare, può aggravare il livello di complessità dell'operazione condizionando le scelte successive. Nello specifico, gli importi limitati possono essere coperti con fonti di finanziamento singole, al contrario gli importi più rilevanti comportano il ricorso a differenti modalità di copertura.

Per determinare complessivamente gli effetti della decisione di finanziamento il progetto deve essere preventivamente sottoposto a vari profili di analisi con specifico riferimento a:

- condizioni di fattibilità;
- onerosità complessiva del finanziamento;
- effetti sulla flessibilità finanziaria.

Il primo aspetto riguarda la fattibilità dell'operazione e il relativo *timing*; si tratta di valutare se le condizioni del mercato finanziario sono idonee ad accogliere la richiesta di finanziamento e se le fonti previste sono concretamente utilizzabili. Alla fattibilità

dell'operazione contribuiscono alcuni elementi quali l'immagine, la *reputation* e la solidità finanziaria dell'acquirente sul mercato. La difficoltà nel prevedere la lunghezza dei tempi di *closing* diventa una criticità data l'esigenza di programmare e pianificare la scelta di finanziamento, soprattutto se l'entità è di rilievo. Una strategia utilmente perseguibile consiste, solo nel caso in cui si può prevedere con ragionevole certezza un rischio estremamente basso di mancato *closing*, nell'anticipare la decisione di finanziamento rispetto al momento del fabbisogno effettivo al fine di sfruttare favorevoli condizioni di mercato.

Il secondo aspetto riguarda il profilo del costo determinato in base alle condizioni di accesso alle fonti. L'onerosità complessiva deve considerare vari aspetti, tra cui:

- il tasso di riferimento;
- le condizioni di rimborso;
- la presenza di particolari clausole restrittive (*covenants*).

Infine, l'ultimo aspetto, il profilo relativo alla flessibilità finanziaria sottolinea la necessità di non valutare la sola convenienza dell'operazione nel breve termine, ma comprendere se l'opzione che si prevede di seguire influenza le decisioni finanziarie future.: operare in condizioni di flessibilità garantisce la presenza di sufficienti margini di manovra. Le alternative di finanziamento riguardano essenzialmente tre classiche tipologie che si possono variamente combinare:

- l'autofinanziamento;
- l'indebitamento;
- l'*equity*.

### **IL RICORSO ALL'AUTOFINANZIAMENTO**

Identifica la più tradizionale forma di finanziamento, anche se spesso consente una copertura solo parziale, ed è rappresentato dalle risorse internamente disponibili. Le caratteristiche di rapidità di accesso e di riservatezza ne fanno una forma privilegiata e strategica, ma economicamente meno conveniente rispetto ad altre alternative.

L'autofinanziamento assume un ruolo fondamentale nella politica finanziaria delle imprese al punto che la dimensione della riserva di liquidità risulta un obiettivo premiante della direzione finanziaria. La possibilità di disporre immediatamente di una rilevante liquidità consente di cogliere eventuali opportunità di mercato. L'autofinanziamento può essere utilizzato ricorrendo a tre differenti soluzioni:

- le risorse liquide già disponibili: oltre all'entità si tratta di verificare che non siano state già destinate ad altri impieghi aziendali (è bene, pertanto, distinguere tra risorse libere e risorse in attesa di impiego);
- la capacità di credito inutilizzata: si tratta della possibilità di ampliare l'utilizzo delle risorse senza dover ricorrere a formalità di accesso particolari e ad attese inopportune (fidi parzialmente inutilizzate, linee di credito aperte ecc.);
- le risorse liquide potenziali: identifica una forma di autofinanziamento *sui generis* in cui assume un ruolo fondamentale la possibilità di trasformare l'attività in flussi monetari effettivi. Queste risorse potenziali provengono dal disinvestimento di attività aziendali ritenute non funzionali o sacrificabili ai fini del progetto. Si ricorda tuttavia che nelle operazioni orizzontali e correlate la possibilità di disinvestimento si riduce notevolmente, poiché il processo di selezione delle società target tende a escludere società che abbiano *assets* in eccesso, a motivo del costo e della lunghezza del processo di dismissione. Quest'ultima opzione presenta però due aspetti problematici:
  - un rischio di liquidabilità derivante dalle difficoltà di smobilizzo;
  - un rischio di sincronia temporale, derivante dalla possibilità che l'operazione sia realizzabile in tempi non coerenti con le esigenze del progetto (Conca, 2005, pp. 284-286).

### **IL RICORSO ALL'INDEBITAMENTO**

L'indebitamento rappresenta una forma tradizionale di copertura dei fabbisogni dell'acquisizione. L'utilizzo di questa forma avviene in via integrativa, poiché rappresenta una soluzione in grado di coprire interamente il fabbisogno finanziario. Il finanziamento può avvenire secondo modalità differenziate: si può ricorrere a strumenti tecnici negoziati attraverso gli intermediari abituali oppure a attraverso il mercato regolamentato. Va da sé che l'esistenza di un rapporto consolidato favorisce l'accoglimento del progetto di finanziamento presso gli intermediari abituali. Nel ricorso al debito è di fondamentale importanza la ricerca di un partner finanziario che assuma le caratteristiche di promotore dell'operazione (*sponsor*). Gli strumenti bancari di finanziamento rientrano nella categoria del *senior debt*, ossia di debiti privilegiati accompagnati da garanzie reali o personali. Nell'ambito delle forme di *senior debt* si ricordano i *bridge loans*, ovvero finanziamenti bancari di breve termine che hanno

l'obiettivo di coprire le esigenze immediate e che successivamente sono sostituiti da forme tecniche più idonee e convenienti.

Tra le forme tecniche a medio e lungo termine più diffuse si segnalano le classiche forme del mutuo, del credito *stand-by* e del credito *evergreen*, mentre nel breve termine si ricorda il credito bancario ordinario. Particolare attenzione meritano poi gli *high yield bonds*, forma di finanziamento che sta assumendo un interesse crescente nel finanziamento delle acquisizioni perché caratterizzati dall'assenza di garanzie e dall'elevato tasso di interesse che li rende estremamente appetibili. Si tratta di strumenti il cui utilizzo è molto frequente negli Stati Uniti, non altrettanto in Europa anche se l'incremento della dimensione dei *deals* la renderà di sicuro interesse per molte imprese europee.

### **IL RICORSO ALL'EQUITY**

L'ultima alternativa riguarda l'incremento del capitale: l'emissione di nuove azioni è finalizzata al reperimento delle risorse necessarie per il pagamento, totale o parziale, dell'operazione. Analogamente a tutte le altre decisioni di finanziamento, l'analisi deve essere affrontata confrontando gli aspetti economico-finanziari debito/equity *po*. Va poi ricordato che il coinvolgimento della componente azionaria è fondamentale non solo per i riflessi di natura finanziaria, ma anche psicologica: da un lato fa gravare parte del rischio dell'operazione direttamente in capo agli azionisti e dall'altro aumenta la credibilità del progetto acquisitivo poiché la sua dimensione di fatto diviene la prima garanzia sul buon esito dell'operazione. Con il ricorso all'equity particolare attenzione meritano gli investitori istituzionali che intervengono sottoscrivendo quote di capitale mediante operazioni di *vendor placing* oppure *private placement* (sottoscrizione di azioni da un'impresa non quotata).

La necessità da parte del sistema finanziario di rispondere in modo adeguato alle esigenze che scaturiscono dal finanziamento delle operazioni di acquisizione ha determinato un ampliamento della gamma delle soluzioni disponibili, introducendo nuove possibilità che non si riducono semplicemente alla forma del debito o dell'equity ma ne combinano alcune caratteristiche (Conca, 2005, pp. 282-289).

### **1.3.4 LA CRESCITA ESTERNA E LE OPERAZIONI DI ACQUISIZIONE LEVERAGED**

La possibilità di finanziare operazioni di M&A con risorse finanziarie interne non è una situazione frequentemente rintracciabile tra le imprese che danno vita a operazioni di crescita esterna: in questi casi è quasi fisiologico ricorrere al mercato e agli intermediari finanziari per ottenere capitale di rischio e di debito.

Il ricorso al capitale di debito nelle operazioni di finanza straordinaria le struttura come operazioni definite *acquisition leveraged* o operazioni di *leveraged buy-out* (d'ora in avanti solo Lbo), attraverso le quali si perviene all'acquisizione di un'impresa o parte di essa con un contenuto ricorso al capitale proprio e ricorrendo, in via prevalente, al capitale di terzi, il cui rimborso è garantito dagli attivi patrimoniali dell'acquisita ed è sostenuto dai *cash flow* da essa generati, oltre che dall'eventuale dismissione di cespiti non più ritenuti funzionali e strumentali all'attività di impresa.

Tali operazioni furono introdotte negli Stati Uniti all'inizio degli anni Ottanta e hanno conosciuto un notevole successo per l'estrema innovatività della formula e per l'esistenza di uno spazio di mercato che ne ha favorito lo sviluppo e la diffusione.

Queste operazioni sfruttano la capacità di indebitamento inutilizzata e le risorse liquide generabili all'interno dell'acquisita; avendo l'obiettivo di minimizzare l'esborso di capitale proprio sono considerate ad alto rischio. Ogni Lbo presenta due caratteristiche comuni:

- la ristrutturazione proprietaria dell'impresa target avente l'obiettivo finale di consentire la realizzazione di operazioni di M&A e/o successivi frazionamenti dell'impresa;
- l'utilizzo di un elevato finanziamento a titolo di debito.

Secondo un'accezione allargata per Lbo si intende qualsiasi operazione che lasci l'impresa acquisita più indebitata di quanto non lo fosse in precedenza, facendo leva sulla capacità di credito dell'impresa medesima per finanziare l'acquisizione e ridurre l'impegno finanziario a titolo di capitale proprio dell'acquirente. La struttura finanziaria tipica di un Lbo comprende tre diverse forme di fonti di finanziamento:

- il capitale azionario: è costituito dall'apporto effettuato dai soci della società acquirente e normalmente rappresenta una quota compresa fra il 10% e il 30% del totale dei mezzi finanziari necessari;

- il debito senior: è un complesso di finanziamenti a medio – lungo termine recanti una clausola di rimborso privilegiato rispetto alle altre fonti, la durata è compresa fra i 5 e gli 8 anni;
- il debito subordinato: noto anche come debito mezzanino è costituito dall'insieme dei finanziamenti il cui rimborso e la cui remunerazione sono postergati rispetto al debito senior; è un prestito a media – lunga scadenza con durata oscillante fra i 5 e i 12 anni.

Queste operazioni sono congegnate sulla base dello sfruttamento dei principi della leva finanziaria e sono rese possibili dall'individuazione di società target che abbiano un basso livello di indebitamento e flussi di cassa positivi e duraturi nel tempo. L'assenza di queste premesse ne pregiudica la realizzabilità poiché verrebbero a mancare i presupposti che garantirebbero il successivo rimborso del debito.

Nella casistica anglosassone si rinvencono numerosi esempi di *buy-out* realizzati con elevatissimi rapporti di leva finanziaria (anche nell'ordine di 6-8 a 1). I conseguenti molti insuccessi causati dall'evidente squilibrio, soprattutto negli anni Ottanta, hanno spinto gli operatori a utilizzare gradi inferiori di leva. Come dimostrano i dati di un'evidenza empirica realizzata nel corso degli anni novanta i livelli di indebitamento si sono molto ridotti da un *leverage* medio di 4,1 volte nel 1989 a uno di 1,7 nel 1994<sup>102</sup>. L'inversione di tendenza sottolinea un cambiamento nella prospettiva della politica finanziaria del sistema bancario non più disposto ad accollarsi la maggior parte del rischio insito nell'operazione.

La tendenza al ridimensionamento del grado di *leverage* tipico delle operazioni *buy-out* emerge anche da un'ulteriore ricerca empirica svolta dall'Osservatorio M&A che ha esaminato 88 operazioni realizzate in Italia dal 1996 al 2000. Le imprese sono attive in molteplici settori, ma è il meccanico a prevalere con un valore del 18% del campione. Nel campione osservato 13 *buy-out* hanno riguardato società con fatturato compreso fra 25 e 50 miliardi e solo 4 operazioni hanno riguardato società di piccole dimensioni. L'andamento della leva finanziaria dimostra chiaramente che le operazioni di *buy-out* non sfruttano rapporti di leva così elevati come in passato; il trend appare in lieve crescita, anche se si parte da valori assai bassi (circa 1 negli anni 1996 e 1997) e la

---

<sup>102</sup> I dati si riferiscono a una ricerca svolta presso l'Osservatorio M&A nel 1995. Per maggiori approfondimenti sui risultati si rimanda a Conca, 1995.



situazione attuale pare assestarsi attorno a valori compresi tra 1,3 e 1,5 (Conca, 2005, pp. 291-294).

#### 1.4 IL FINANZIAMENTO DELLE OPERAZIONI DI M&A IN ITALIA

Le operazioni di M&A finanziate con i metodi più innovativi trovano maggiore riscontro nei contesti economici dove prevale un forte orientamento al mercato finanziario; in Italia situazione è molto più diversa. La nostra realtà è limitata da questo punto di vista, poiché alla grande intuizione imprenditoriale e alla flessibilità strategica delle imprese domestiche non si accompagna una mentalità capace di cogliere appieno i vantaggi di un approccio più finanziario ai problemi di gestione strategica delle imprese.

Nell'ambito delle decisioni legate all'*acquisition financing* la forte relazione tra impresa e famiglia, molto radicata nel nostro contesto, non favorisce la diffusione di strumenti finanziari innovativi e irrigidisce ulteriormente la spinta degli stessi intermediari finanziari, nonostante essi propongano soluzioni avanzate.

Lo dimostra il fatto che il debito mezzanino, come forma di finanziamento quasi equity, non ha ancora sfruttato appieno le sue potenzialità. La copertura del fabbisogno finanziario viene gestita ricorrendo a forme tradizionali quali i mezzi propri e i debiti garantiti dal patrimonio familiare<sup>103</sup>.

I dati relativi al finanziamento delle operazioni in Italia sono scaturiti da una verifica empirica dell'Osservatorio M&A su un campione di 310 acquisizioni effettuate da imprese italiane dal 1997 al primo semestre del 2000. Le operazioni osservate sono state individuate fra quelle che presentavano un progetto di sviluppo strategico nella convinzione che questa motivazione determina scelte finanziarie di ampio respiro. Il campione era formato da:

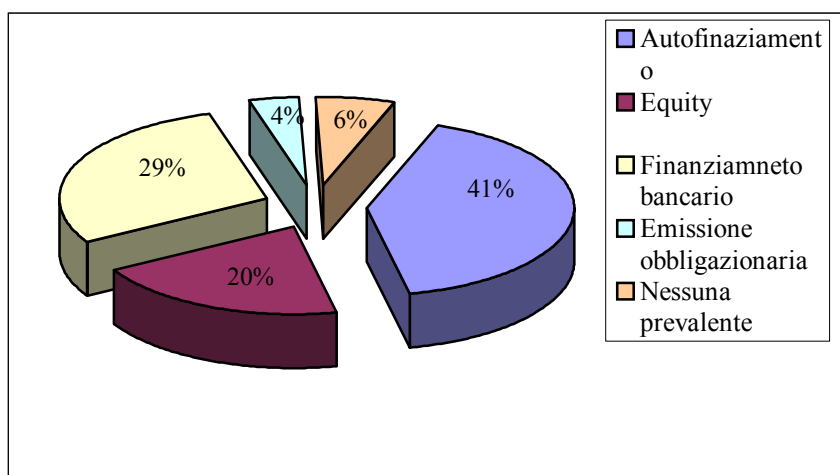
- acquisizioni con il controllo dell'acquisita;
- operazioni tra imprese appartenenti a settori correlati;
- operazioni con acquirenti di nazionalità italiana.

L'analisi, svolta attraverso questionari, ha coinvolto sulla base di un tasso di risposta del 23%, 71 operazioni mettendo in evidenza i dati riepilogati nel grafico successivo (graf. 1.20).

---

<sup>103</sup> I problemi derivanti dall'abbandono delle logiche di accentrato decisionale tipici delle imprese familiari e le conseguenze sul processo di cambiamento che ne deriva sono descritti in Corbetta-Demattè, 1993.

**Grafico 1.20 – Le principali fonti di finanziamento delle acquisizioni in Italia**



Fonte: Conca, 2005, p. 300

L'autofinanziamento è la forma di copertura finanziaria più utilizzata anche se non in via esclusiva; le caratteristiche di immediata disponibilità lo rendono impiegabile in modo collaterale rispetto ad altre forme di copertura (Conca, 2005, pp. 297-300).

## CAPITOLO II

## LE CONCENTRAZIONI TRA BANCHE

## 2.1 IL SETTORE BANCARIO IN ITALIA

Il sistema bancario italiano è stato caratterizzato, negli ultimi anni, da repentini e profondi mutamenti che hanno spinto gli istituti bancari verso un radicale processo di trasformazione e verso la ricerca di nuovi equilibri gestionali. Nel corso degli anni Novanta i sistemi finanziari dei principali paesi industrializzati hanno affrontato una fase di profonda trasformazione strutturale. Diminuisce il numero di intermediari finanziari, aumenta la concentrazione dei mercati, si estendono le integrazioni tra settori dell'attività finanziaria, si modifica il peso relativo delle principali aree di servizi finanziari e la competitività del sistema è caratterizzata dalla presenza di *competitors* afferenti a settori non finanziari.

Dal punto di vista strutturale, si è verificata una costante diminuzione delle banche insediate in Italia<sup>104</sup>. Nello specifico, nel corso del 2000 il numero delle banche è ancora diminuito, passando da 876 a 841. La flessione riguarda in prevalenza la categoria delle banche di credito cooperativo, scese da 531 a 499. La tendenza alla concentrazione si rileva anche nelle altre banche, per effetto della dinamica dei gruppi: questi sono diminuiti da 79 a 74, ma il numero delle banche italiane al loro interno è salito da 208 a 217. Le banche popolari sono passate da 49 a 44. Alla fine del 2000 la loro quota di mercato si attestava al 12 %; quella delle banche di credito cooperativo al 4%. Tra gli intermediari non bancari continua a registrarsi, soprattutto nell'ambito dei gruppi bancari e assicurativi, un incremento del numero delle società di gestione del risparmio (da 85 a 99) a fronte di un'ulteriore riduzione delle società di intermediazione mobiliare (da 183 a 171). Le società iscritte nell'elenco di cui all'art. 106 del Testo unico bancario (decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385), che svolgono attività finanziarie e prestano servizi di pagamento, sono aumentate da 1.339 a 1.357; di queste, 211 sono iscritte nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del Testo unico bancario e sono pertanto sottoposte alla vigilanza della Banca d'Italia.

---

<sup>104</sup> Per un approfondimento sulle categorie di intermediari finanziari non bancari si rinvia, tra gli altri, a Corigliano (2002, pp. 273-302); Forestieri – Mottura (2002, pp. 304-330); Onado (2000, pp. 263-286).

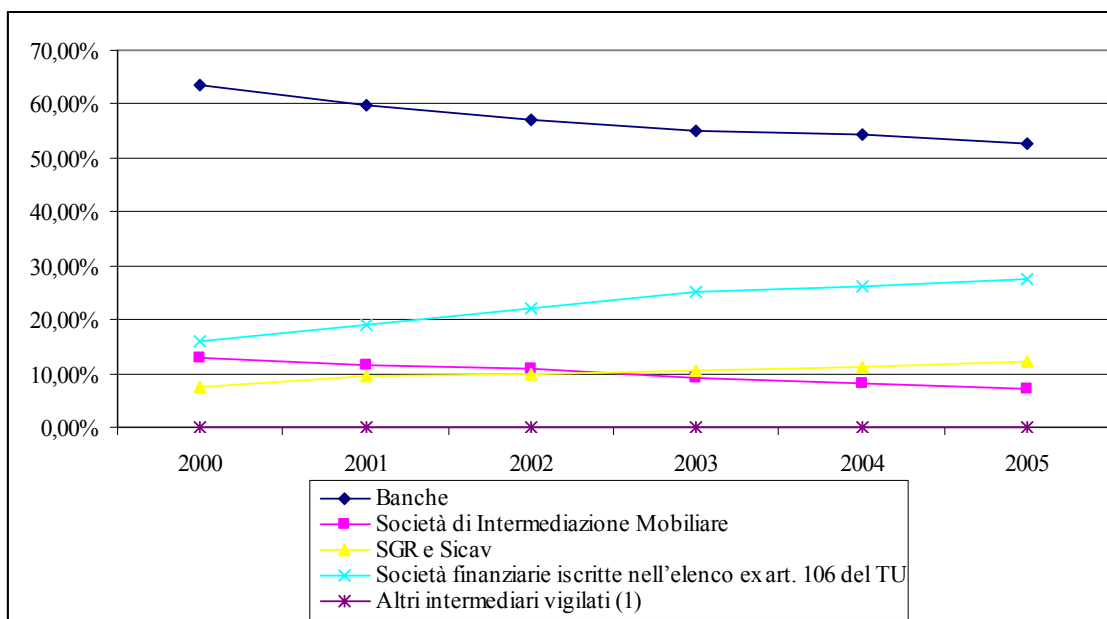
L'evoluzione della struttura del sistema bancario continua a evidenziare un trend in diminuzione. Il numero delle banche operanti sul territorio si è contratto ulteriormente nel tempo passando dalle 841 unità nel 2000 alle 784 unità nel 2005. In realtà nell'ultimo anno c'è stato un leggero incremento e il numero delle banche è aumentato passando da 778 unità nel 2004 a 784 nel 2005 (si veda in proposito la tabella 2.1).

**Tabella 2.1 – La struttura del sistema finanziario italiano**

Tipo di intermediario	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Banche</b>	841	830	814	788	778	784
<i>di cui:</i>						
<i>banche spa</i>	240	252	253	244	237	243
<i>banche popolari</i>	44	44	40	38	37	36
<i>Banche di credito coop</i>	499	474	461	445	439	439
<i>succursali di banche estere</i>	58	60	60	61	60	66
<b>Società di Intermediazione Mobiliare</b>	171	162	153	132	115	108
<b>SGR e Sicav</b>	101	132	142	153	162	182
<b>Società finanziarie iscritte nell'elenco ex art. 107 del TU</b>	211	263	316	359	376	409
<b>Altri intermediari vigilati (1)</b>	-	-	-	-	2	2
(1) Bancoposta e Cassa depositi e prestiti						

Fonte: Rielaborazione propria su dati Banca d'Italia, anni vari

Nonostante l'evidente cambiamento strutturale, il sistema finanziario italiano risulta essere connaturato da un elevato numero di banche sul territorio rispetto alle altre tipologie di intermediari non bancari. Nel 2005 le banche costituivano, infatti, il 52,79%, rispetto al 7,27% delle SIM e al 12,26% delle SGR e delle SICAV (si veda in proposito il grafico 2.1).

**Grafico 2.1 – La composizione del sistema finanziario italiano (valori percentuali)**

Fonte: Rielaborazione propria su dati Banca d'Italia, anni vari

Alla fine del 2005 il sistema finanziario italiano era costituito da 784 banche<sup>105</sup>, 108 società di intermediazione mobiliare (SIM), 179 società di gestione del risparmio (SGR), 3 società di investimento a capitale variabile (Sicav), 409 altre società finanziarie iscritte nell'elenco previsto dall'art. 107 del Testo unico bancario (TUB), nonché dalla divisione Bancoposta di Poste Italiane SpA e dalla Cassa depositi e prestiti. Rispetto al 2004, è aumentato il numero delle succursali di banche estere, delle SGR e degli intermediari ex art. 107; sono diminuite le SIM (si veda la tabella 2.2)

<sup>105</sup> La diffusione delle banche sul territorio nazionale varia dal punto di vista della localizzazione geografica. Nel primo trimestre del 2006 si nota una prevalenza di banche e sportelli nell'Italia del Nord, in particolare, la regione che evidenzia una presenza capillare di banche e sportelli è la Lombardia con circa il 24% rispetto al valore complessivo, seguita dal Trentino Alto Adige che ospita il 14% delle banche nazionali. Per ulteriori approfondimenti sui dati relativi alla struttura del sistema bancario italiano si consultino i Bollettini Statistici predisposti dalla Banca d'Italia. Per una visione completa della struttura del sistema bancario meridionale si veda, fra gli altri, Panetta, 2004.

**Tabella 2.2 – La variazione della struttura del sistema bancario 2004-2005**

Tipo intermediario	31 dicembre 2004			31 dicembre 2005		
	Numero intermediari			Numero intermediari		
	Inclusi nei gruppi	Non inclusi nei gruppi	Totale	Inclusi nei gruppi	Non inclusi nei gruppi	Totale
<b>Gruppi bancari</b>			<b>83</b>			<b>85</b>
<b>Banche</b>	<b>227</b>	<b>551</b>	<b>778</b>	<b>230</b>	<b>554</b>	<b>784</b>
di cui: <i>banche spa</i>	198	44	242	201	42	243
<i>banche popolari</i>	18	19	37	18	18	36
<i>banche di credito cooperativo</i>	11	428	439	11	428	439
<i>Succursali di banche estere</i>	–	60	60	–	66	66
<b>Società di intermediazione mobiliare</b>	<b>25</b>	<b>90</b>	<b>115</b>	<b>23</b>	<b>85</b>	<b>108</b>
<b>Società di gestione del risparmio e Sicav</b>	<b>69</b>	<b>93</b>	<b>162</b>	<b>61</b>	<b>121</b>	<b>182</b>
<b>Società finanziarie iscritte nell'elenco ex art. 106 del TUB</b>	<b>213</b>	<b>1.306</b>	<b>1.519</b>	<b>215</b>	<b>1.362</b>	<b>1.577</b>
di cui: <i>iscritte nell'elenco speciale ex art. 107 del TUB</i>	98	278	376	101	308	409
<b>Altri intermediari vigilati (1)</b>	–	<b>2</b>	<b>2</b>	–	<b>2</b>	<b>2</b>
(1) Bancoposta e Cassa depositi e prestiti.						

Fonte: Banca d'Italia, 2006, p. 301

Per quanto concerne la numerosità dei gruppi bancari, nel 2005, essi risultano pari a 85 e includono complessivamente 230 banche italiane, 84 tra SGR e SIM e 215 società finanziarie italiane.

Una visione completa della struttura del sistema bancario italiano non può prescindere dal porre in luce il grado di internazionalizzazione che caratterizza le banche nazionali, ossia la loro presenza all'estero. In particolare, dalla consultazione dei dati riportati nelle pubblicazioni della Banca d'Italia relative all'anno 2005, emerge che è aumentata la proiezione internazionale degli intermediari italiani e la presenza di operatori esteri sui mercati nazionali. Alla fine del 2005 i gruppi italiani presenti all'estero erano 25, come nel 2004. Considerando anche gli effetti dell'acquisizione del gruppo HVB da parte di UniCredito Italiano, il sistema bancario nazionale operava all'estero con 71 succursali e 115 filiazioni; la quota dell'attivo totale del sistema riferita all'estero si commisurava al 25%, di cui circa il 90% relativa a filiazioni (si veda in proposito la tab. 2.3).

**Tabella 2.3 – Presenza all'estero delle banche italiane**

Area geografica	31 dicembre 2004		31 dicembre 2005	
	Succursali	Filiazioni	Succursali	Filiazioni
Europa	42	65	41	61
<i>Austria</i>	1	-	2	-
<i>Belgio</i>	-	1	-	1
<i>Bosnia ed Erzegovina</i>	-	1	-	1
<i>Bulgaria</i>	-	1	-	1
<i>Croazia</i>	-	6	-	5
<i>Francia</i>	6	6	6	4
<i>Germania</i>	5	3	5	2
<i>Grecia</i>	1	-	1	-
<i>Irlanda</i>	-	3	-	3
<i>Lussemburgo</i>	3	12	2	14
<i>Paesi Bassi</i>	1	-	1	-
<i>Polonia</i>	-	1	-	1
<i>Principato di Monaco</i>	-	2	-	2
<i>Regno Unito</i>	12	1	11	-
<i>Repubblica Ceca</i>	-	1	-	1
<i>Slovacchia</i>	-	2	-	2
<i>Romania</i>	7	2	8	2
<i>Russia</i>	-	1	-	1
<i>San Marino</i>	-	2	-	2
<i>Spagna</i>	5	1	4	1
<i>Svizzera</i>	-	16	-	15
<i>Turchia</i>	1	-	1	-
<i>Ucraina</i>	-	1	-	1
<i>Ungheria</i>	-	2	-	2
Africa	-	2	-	1
<i>Liberia</i>	-	1	-	-
<i>Madeira</i>	-	1	-	1
America centro-settentrionale	12	5	11	3
<i>Antille Olandesi</i>	-	1	-	-
<i>Bahama</i>	1	-	1	-
<i>Isole Cayman</i>	1	3	1	2
<i>Stati Uniti</i>	10	1	9	1
America del Sud	-	3	-	3
<i>Argentina</i>	-	1	-	1
<i>Perù</i>	-	1	-	1
<i>Uruguay</i>	-	1	-	1
Asia	21	-	19	-
<i>Cina</i>	3	-	3	-
<i>Giappone</i>	3	-	3	-
<i>Hong Kong</i>	6	-	6	-
<i>Libano</i>	5	-	5	-
<i>Singapore</i>	4	-	2	-
<b>Totale</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>71</b>	<b>68</b>

Fonte: Banca d'Italia – Appendice Statistica, 2005, p. 192

I principali mercati di sbocco dei gruppi nazionali rimangono quelli dell'Europa orientale, obiettivo delle strategie di sviluppo commerciale negli ultimi anni; si sono aggiunti, per effetto dell'operazione di UniCredito, i mercati tedesco e austriaco. In Croazia la quota degli intermediari di proprietà di gruppi italiani rappresenta circa la metà del sistema bancario nazionale, mentre in altri paesi (Slovacchia, Bulgaria, Polonia e Austria) gli intermediari italiani dispongono di quote rilevanti, che si aggirano intorno al 20%. Rimane ancora limitata la presenza italiana nei principali paesi dell'Europa occidentale.

## 2.2 IL PROCESSO DI RISTRUTTURAZIONE DEL SISTEMA BANCARIO: LE CAUSE DEL FENOMENO

Le operazioni di M&A hanno assunto, negli ultimi decenni, un ruolo via via rilevante nell'evoluzione del sistema bancario mondiale<sup>106</sup>. Precursori di tale fenomeno, come di solito accade, possono considerarsi gli Stati Uniti che sono stati protagonisti di un'eccezionale ondata di fusioni e acquisizioni in seguito alle quali il sistema ha conosciuto un radicale cambiamento. A favorire la concentrazione nel mercato americano ha senz'altro contribuito, accanto al mutato quadro normativo, anche la presenza di alcuni fattori quali la bassa redditività e il contenuto tasso di crescita degli *assets*. Pur in ritardo rispetto agli USA, anche in Europa si assiste, a partire dagli anni Novanta, all'intensificarsi del processo aggregativo motivato dalla necessità di migliorare il livello di efficienza<sup>107</sup>, diversificare i rischi e razionalizzare alcune

---

<sup>106</sup> Sul tema, un'ampia letteratura si è sviluppata. Da un lato, essa comprende gli *event studies* focalizzati sull'esperienza di M&A di una specifica società o su una particolare operazione e dall'altro ricerche analitiche basate sul trattamento statistico ed econometrico dei dati contenuti nei database dedicati alle operazioni in questione. Inizialmente, la seconda metodologia è stata applicata soprattutto in relazione al mercato statunitense che beneficiava della ricca presenza di dati relativi al vasto numero di operazioni realizzate. Successivamente, grazie all'integrazione monetaria e finanziaria, si è assistito al notevole sviluppo delle operazioni di tipo *cross-border* e le analisi hanno sempre più frequentemente iniziato a interessare anche i molti casi concretizzati in vari Paesi europei (Cesarini, 2006, p. 179).

<sup>107</sup> Con il termine efficienza si fa riferimento alle componenti tipiche di *X-Efficiency*, *scale efficiency* e *scope efficiency*. Il concetto di *X-Efficiency* è legato alla minimizzazione dei costi e/o massimizzazione dei ricavi e dei profitti grazie a un utilizzo più razionale degli input e all'incremento degli output. Il concetto fu introdotto, da un punto di vista microeconomico, da Leibenstein, (1966, 1969), e ripreso da diversi autori (si vedano fra gli altri Berger e Humphrey, 1991) può essere analizzato dal punto di vista degli input – minimizzazione dei costi a parità di output (*cost efficiency*)– oppure da quello degli output – massimizzazione dei ricavi a parità di input (*revenue efficiency*)– oppure infine considerando entrambi (*profit efficiency*). La *scale efficiency* si riferisce a una variazione del volume produttivo con l'obiettivo di raggiungere una dimensione ottimale o scala minima efficiente dell'intermediario (tra gli altri Berger-Hanweck-Humphrey, 1987; Revell, 1987; Forestieri, 1993; Molyneux-Altunbas-Gardener, 1996). Da un punto di vista macroeconomico, la dimensione ottimale è strettamente legata al grado di concentrazione dell'industria bancaria. In particolare, più la scala minima è elevata, maggiori sono le spinte verso la riduzione del numero degli intermediari e quindi verso un incremento del grado di concentrazione del



funzioni. La via scelta per il perseguimento di questi obiettivi non è stata la sola concentrazione tradizionale tra istituti operanti nel medesimo settore, ma anche quella dei conglomerati finanziari, originati dall'integrazione tra banche e assicurazioni (Resti, 2006, p. 19).

In Europa si deve anzitutto osservare che l'attività di M&A si è sviluppata seguendo tre diversi modelli:

1. concentrazione/ristrutturazione;
2. privatizzazione<sup>108</sup>;
3. espansione verso i mercati dei paesi emergenti.

Il primo modello è stato adottato da alcuni Stati –quali la Danimarca, l'Olanda, la Svezia e la Finlandia– nei quali il settore bancario si presentava come frammentato in una molteplicità di banche ciascuna delle quali in grado di operare, per via della propria dimensione contenuta, su una quota ristretta del mercato. Lo strumento della crescita dimensionale serviva, pertanto, a creare nuovi istituti creditizi capaci di essere competitivi sull'intero mercato domestico o comunque su buona parte di esso.

Per quanto riguarda il secondo modello, si può affermare che nel corso degli anni Novanta, in molte nazioni, le autorità governative hanno deciso di ricorrere alla vendita ai privati di alcune società statali, molte delle quali banche. Ciò ha accresciuto notevolmente la presenza di istituti bancari coinvolti nelle operazioni di concentrazione effettivamente concluse.

Il terzo modello è stato caratterizzato dalla crescente espansione verso i mercati dei paesi emergenti come il Sud-Est Asiatico, l'Europa dell'Est e l'America Latina. Questa metodologia è stata per lo più seguita da quei paesi che già in passato avevano avuto

---

sistema. La *scope efficiency* si riferisce, infine, ai risparmi di costo che derivano dall'accentramento della produzione di uno o più prodotti finanziari presso un solo intermediario (si vedano fra gli altri sul tema Baumol-Panzer-Willing, 1982; Berger-Hanweck-Humphrey, 1987; Revell, 1987; Forestieri, 1993; Molyneux-Altunbas-Gardener, 1996). Da un punto di vista macroeconomico maggiore è la convenienza della produzione congiunta degli output rispetto alla produzione separata, più forte è la spinta verso le aggregazioni (si veda Colombini, 2001).

<sup>108</sup> Nel processo di privatizzazione di un intermediario finanziario si possono distinguere due fasi principali: la privatizzazione formale che indica il cambiamento nello status legale della società con l'obiettivo di allinearsi agli standard richiesti dai mercati finanziari e quella sostanziale. Il primo tripodi trasformazione può avvenire attraverso il semplice cambiamento istituzionale o con il passaggio da un'istituzione soggetta al controllo statale a una di diritto privato. In generale la privatizzazione formale comprende tutti gli aspetti di tipo legale e politico volti al collocamento dell'intermediario sul mercato. Con la privatizzazione sostanziale si intende invece la combinazione delle operazioni che effettivamente portano al trasferimento dei diritti di proprietà dall'operatore pubblico a quello privato, quali ad esempio i meccanismi di collocamento e il timing delle operazioni. Per una trattazione esaustiva del tema si veda più diffusamente Ruozi-Anderloni, 1999.

rapporti con le aree menzionate (si ricordano per esempio i rapporti storici della Spagna o del Portogallo con l'America Latina).

I dati raccolti dalla Banca Centrale Europea dimostrano il trend in costante evoluzione del numero di fusioni e acquisizioni avvenute in Europa, si è infatti passati da un numero complessivo di poco superiore alle 300 aggregazioni nell'anno 1995 alle quasi 500 per il 1999<sup>109</sup>.

Il sistema bancario nazionale si caratterizza certamente per l'iter evolutivo che negli ultimi decenni ha interessato l'attività bancaria e che ha determinato la presenza di uno scenario di elevata complessità esterna e interna alla banca che spinge verso processi di ristrutturazione. Già all'inizio degli anni Novanta, cominciò ad affermarsi insistentemente che per le banche minori, al di sotto di certe dimensioni, non vi erano concrete prospettive di sopravvivenza competitiva. Si giustificava l'affermazione della necessità dell'aumento delle dimensioni aziendali con l'argomento, praticamente unico, che le dimensioni erano di per sé condizione necessaria e sufficiente per ottenere economie di costo. A consolidare questa percezione da parte della dirigenza e dei soggetti economici delle imprese bancarie contribuirono largamente anche le autorità di vigilanza<sup>110</sup>. Il diffuso timore dell'opportuna soglia dimensionale fu avvertito soprattutto fra le banche minori, casse di risparmio e banche popolari ed era indotto dal momento di forte cambiamento conseguente ad alcuni fatti istituzionali e strutturali importanti<sup>111</sup>.

L'attività bancaria è stata per molto tempo regolata dalla Legge Bancaria del 1936<sup>112</sup>. Il mercato era strettamente controllato dalla banca centrale che faceva in modo

---

<sup>109</sup> Per ulteriori approfondimenti si consultino le analisi prodotte dalla Banca Centrale Europea.

<sup>110</sup> In retrospettiva appaiono chiare le motivazioni della "spinta di opinione" da parte delle autorità di vigilanza. La consapevolezza che il più ampio ed esteso contesto competitivo richiedesse banche più grandi per un mercato più vasto, la convinzione che una struttura dell'offerta più concentrata in un contesto competitivo più selettivo potesse portare la combinazione fra stabilità ed efficienza a un livello più elevato, infine la maggiore controllabilità di un sistema formato da un numero minore di banche rappresentavano le motivazioni addotte dalle autorità a sostegno dell'incremento dimensionale delle banche (Mottura, 2005, p. 54).

<sup>111</sup> Si ricordano, fra gli altri, la liberalizzazione dell'apertura degli sportelli (1990), la prima esperienza dei coefficienti di solvibilità patrimoniale (Basile, 1988), la Legge Amato (1990), la liberalizzazione del movimento dei capitali (1990), l'approvazione della Seconda Direttiva in materia di coordinamento del credito (1987), la creazione del mercato unico europeo dei servizi finanziari e il conseguente recepimento nel Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (1993). Per ulteriori approfondimenti si veda più diffusamente, fra gli altri, Mottura, 2005, pp. 53-67.

<sup>112</sup> Con la Legge Bancaria (R.D.L. 12 marzo 1936, n. 375 modificato in Legge 7 Marzo 1938, n. 141) si è operata una trasposizione sul piano istituzionale dei principi cui era ispirata l'azione di salvataggio delle tre grandi banche commerciali negli anni Trenta: separatezza banca-industria, abbandono dello schema di banca mista, frazionamento del rischio. Il nucleo normativo essenziale che presiede al controllo sulla gestione degli intermediari (art. 32, 33 e 35 L.B.) conferisce all'autorità preposta al settore ampi poteri di

che esso fosse poco concorrenziale, di tipo oligopolistico e che, quindi, non esigesse linee strategiche e organizzative particolari per sopravvivere. La scelta di tali linee strategiche rispondeva al perseguimento di un obiettivo prioritario: il mantenimento della stabilità delle aziende di credito. L'apertura dell'economia ai mercati internazionali richiedeva sia un sistema bancario più complesso, efficiente e organizzato sia un'autorità di vigilanza più liberale. Si rese pertanto necessario un adeguamento normativo.

In concomitanza dell'affermarsi delle Direttive Comunitarie per la realizzazione di un mercato unico europeo, negli anni ottanta, si accentuava il cambiamento del mercato bancario che diveniva più concorrenziale grazie alla liberalizzazione della normativa bancaria, all'impegno di rispettare le norme comunitarie e alla liberalizzazione valutaria. L'innovazione normativa ha sicuramente rivestito un ruolo prioritario nell'assestare e ridisegnare gli assetti proprietari nel settore creditizio. Si ricorda alla fine degli anni Ottanta la "Legge Amato-Carli" n. 280 del 1990, incipit del processo di aggregazione, che ha trasferito in società di diritto privato le attività bancarie degli enti pubblici<sup>113</sup>.

L'intervento normativo diventa risolutivo, all'inizio del decennio successivo, grazie al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, contenuto nel Decreto Legislativo 1° settembre 1993, n. 385 –con il quale decade il principio della specializzazione istituzionale, temporale e operativa, e si accelera il grado di libertà operativa delle banche– e con la successiva introduzione del Testo Unico

---

intervento discrezionale. Nell'affidare a detta autorità la traduzione in concreto dei principi di separazione dall'industria e di specializzazione funzionale del credito, la legge implicitamente riconosce all'amministrazione pubblica anche un potere di controllo sul credito per finalità di politica economica. Ciò ha condotto a un tipo di vigilanza strutturale, ossia di controllo dei soggetti bancari più che dell'attività del credito. Lo stesso art. 35 L.B., in un certo senso, si occupa degli assetti proprietari della banca disciplinando il rapporto tra patrimonio sociale e investimenti in immobili e titoli azionari. Sull'evoluzione normativa e tecnica della banca in Italia, si veda diffusamente Dacrema (1997).

<sup>113</sup> La Legge Amato-Carli, insieme ad altri provvedimenti emanati successivamente, prevedeva la privatizzazione delle banche a soggetto economico pubblico e permetteva processi di fusione e di incorporazione volti a consentire la crescita dimensionale e la costituzione di gruppi bancari polifunzionali. Il gruppo polifunzionale è un modello istituzionale pensato e predisposto per far fronte al processo della diversificazione dell'attività bancaria, ovvero uno strumento che consente alla banca di ampliare la propria attività di intermediazione creditizia e mobiliare. Una prima definizione di gruppo bancario è stata proposta da Dell'Amore (1969, p. 591): il gruppo bancario è caratterizzato da un complesso di aziende di credito giuridicamente autonome, ma di fatto facenti capo ad un soggetto economico comune, il quale dispone della facoltà di padroneggiare la gestione delle aziende medesime. Tale potestà viene allora utilizzata per imprimere a tutto il complesso l'unità di indirizzi suscettibile di conseguire nel miglior modo possibile i fini perseguiti.

sull'intermediazione finanziaria, contenuto nel Decreto Legislativo 58/98 –che lascia ampia operatività alle banche<sup>114</sup>.

Sul versante europeo, il principio del passaporto unico per i servizi finanziari e dell'*home country control* ha creato le premesse per una maggiore concorrenza transfrontaliera; successivamente l'integrazione monetaria, eliminando il rischio di cambio per le partecipazioni acquisite nei paesi un tempo più fragili, ha accresciuto notevolmente il desiderio degli intermediari di investire nella banche italiane.

La revisione dell'impianto normativo e istituzionale non è certamente stato l'unico elemento in grado di favorire il riassetto del settore finanziario, fra gli altri si ricordano i seguenti elementi:

- il processo di globalizzazione ha inciso sul progressivo abbattimento delle barriere spazio-temporali che limitano le comunicazioni a livello aziendale, istituzionale e sociale, grazie al contributo delle nuove tecnologie informatiche;
- l'avvio dell'Unione Monetaria che, con l'eliminazione del rischio di cambio, ha contribuito all'espansione dell'attività delle banche nei mercati appartenenti all'area dell'Euro;
- il processo di disintermediazione e despecializzazione operativa<sup>115</sup>.

Il concorso degli elementi citati ha certamente conferito caratteristiche di instabilità, dinamicità e concorrenzialità a tutto il sistema bancario nazionale, ma anche internazionale. Pertanto, è scaturita la necessità per le banche di incrementare il proprio

---

<sup>114</sup> Nel 2002 rispetto al 1992, la quota delle attività bancarie facenti capo a istituti al cui capitale gli enti pubblici e le fondazioni partecipano per più della metà è diminuita dal 68 al 10%. Il processo di privatizzazione ha rafforzato il vaglio dei mercati finanziari sulla gestione delle banche; alla fine dello scorso anno erano quotate in borsa istituzioni creditizie con attività pari, su base consolidata, all'80% circa di quelle complessive. Con il Testo unico bancario del 1993 sono state rimosse le segmentazioni nell'operatività degli intermediari, accrescendo ulteriormente le occasioni di confronto concorrenziale nei diversi comparti del mercato. Il Testo unico della finanza, emanato nel 1998, ha consentito di arricchire l'offerta dei prodotti nel campo della gestione del risparmio, lasciando ampia autonomia agli intermediari nelle scelte organizzative. La concorrenza è divenuta più intensa, per l'aumento del numero di banche presenti sugli stessi mercati e per l'ingresso di operatori esteri; il divario fra i tassi bancari attivi e passivi è sceso da 6 a 4 punti percentuali rispetto all'inizio dello scorso decennio. Dalla metà degli anni novanta il costo medio del credito bancario a breve termine in Italia si è ridotto di 7 punti percentuali; attualmente si colloca al di sotto del 6%, livello comparabile con quello medio nell'area dell'euro (Banca d'Italia, *La ristrutturazione del sistema bancario*, 2002, p. 3 e ss.).

<sup>115</sup> In particolare, si è assistito a un'evoluzione e a una ricomposizione del portafoglio delle famiglie, che hanno mostrato maggiore interesse verso impieghi alternativi al deposito bancario: prima, verso i titoli di Stato, poi, verso altri strumenti, quali i fondi comuni d'investimento, le azioni, la gestione di patrimoni mobiliari, i piani di risparmio previdenziale. Tutto ciò ha alimentato il fenomeno di "finanziarizzazione", provocando collateralmente un graduale decremento del tasso di crescita della raccolta bancaria e dando avvio alla disintermediazione delle aziende di credito. Sull'argomento si veda ampiamente Ricci (1988, p. 7 e ss).

livello competitivo attraverso l'assunzione di strategie che orientassero al mercato l'attività svolta attraverso l'utilizzo di nuovi strumento e di nuove tecniche gestionali.

Il nuovo scenario competitivo impone alle banche il cambiamento dei propri assetti istituzionali e organizzativi. Esse si sono trovate coinvolte in un complesso processo di ristrutturazione che ha visto, da un lato, l'acuirsi di operazioni di M&A che hanno permesso alle banche di accrescere la propria dimensione operativa, dando vita a intermediari in grado di competere con i principali operatori europei<sup>116</sup> e, dall'altro, la definizione di nuovi modelli interni di gestione<sup>117</sup>. Il processo di ristrutturazione attuato ha riguardato, inoltre, l'aumento della presenza delle filiazioni di banche italiane sui mercati esteri, le quali sono quasi raddoppiate negli ultimi dieci anni.

Accanto alle innovazioni legislative che hanno scandito il processo di integrazione con ritmi e accenti propri di ogni paese e ai cambiamenti che hanno interessato il più generale sistema macroeconomico, va poi ricordato un complesso di fattori finanziari, gestionali e comportamentali comuni ai principali sistemi creditizi.

Da un alto, una lunga fase di crescita dei mercati azionari –in particolare nella seconda metà degli anni Novanta– e un contesto di tassi di interesse moderati rendevano più agevole il reperimento delle risorse finanziarie per alimentare le acquisizioni. Dall'altro la creazione di gruppi più grandi è stata resa conveniente dalla maggiore complessità dei prodotti domandati dal pubblico, dagli adempimenti amministrativi, dagli investimenti informatici richiesti dal passaggio alla moneta unica o dalle nuove normative contabili e prudenziali.

---

<sup>116</sup> I cambiamenti che, negli ultimi anni, stanno interessando il mercato finanziario europeo sembrano rivoluzionare lo scenario concorrenziale incidendo sia sulle modalità di offerta che sulla domanda di prodotti finanziari. Dal lato dell'offerta, si assiste alla ricerca di combinazioni processo-prodotto in grado di rispondere alle mutate esigenze dei consumatori e sfruttare le possibilità offerte dallo scenario emergente, per accrescere il divario tra costi e ricavi. Dal lato della domanda, invece, la creazione di un mercato unico europeo e l'evoluzione delle caratteristiche della clientela incentivano la ristrutturazione dei processi e dei prodotti bancari. Con l'introduzione dell'euro e la creazione di un unico grande mercato viene meno una delle principali fonti di protezione per i singoli mercati domestici, ossia la valuta, la quale non rappresenta più una barriera all'entrata verso i singoli mercati finanziari nazionali. Ne discende, per i principali gruppi bancari europei, una crescente vocazione internazionale che risponde a precise strategie di rafforzamento del *business* e di creazione di valore. Su tale argomentazione si veda ampiamente Masala-Roccia (2003, pp. 6-61).

<sup>117</sup> Per quanto concerne il fenomeno della ristrutturazione del sistema bancario italiano, si ricorda che esso ha assunto, negli ultimi anni, dimensioni superiori a quelle riscontrate negli altri Paesi europei. Per una visione completa della riorganizzazione del sistema bancario italiano si veda, tra gli altri, Fazio (2002, pp. 3-30). Sulle trasformazioni strutturali del sistema finanziario italiano si veda, inoltre, Desario (2003).

Va inoltre ricordato che a conferire spessore e velocità al processo di ristrutturazione del sistema bancario ha influito anche il diffondersi di comportamenti emulativi, difensivi<sup>118</sup> o semplicemente opportunistici.

L'eccezionale compresenza di fattori normativi ed economici ha fatto sì che negli ultimi anni si concretizzasse un'imponente ondata di operazioni di M&A tra intermediari finanziari.

La tabella 2.4 evidenzia le principali variazioni che hanno interessato il numero delle banche operative in Italia dal 1995 al 2005. I dati confermano la costante riduzione del numero di banche a fronte sia di operazioni di concentrazione che di provvedimenti di cessazione attività. In ciascuno degli anni considerati si rileva un saldo negativo –che risulta piuttosto rilevante 1999 e nel 2000– eccezion fatta per il 2005 per il quale si rileva un incremento, seppur limitato.

**Tabella 2.4 – La variazione del numero di banche operative**

Anno	Inizio operatività		Fine operatività			Saldo
	Nuove costituzioni e trasformazioni da finanziarie e da filiali di banche estere	Altre operazioni (1)	Liquidazioni coatte	Fusioni, incorporazioni e cessioni di attività	Altre operazioni (2)	
1995	34	19	6	66	5	-24
1996	15	8	3	48	5	-33
1997	30	9	4	37	-	-2
1998	30	7	-	44	7	-14
1999	17	8	-	67	3	-45
2000	18	20	-	64	9	-35
2001	34	13	1	53	4	-11
2002	23	15	-	48	6	-16
2003	17	10	-	40	13	-26
2004	13	1	-	20	4	-10
2005	13	1	-	7	1	6
<b>Totale</b>	<b>244</b>	<b>111</b>	<b>14</b>	<b>494</b>	<b>57</b>	<b>-210</b>

(1) Sono comprese le banche risultanti da fusioni e scorpori. – (2) Sono comprese le liquidazioni volontarie.

Fonte: Banca d'Italia, 2006, p. 193

I cambiamenti strutturali che hanno interessato il sistema bancario italiano sono inoltre dovuti all'intensa fase di concentrazioni realizzate dalla seconda metà degli anni Novanta.

Nello specifico, emerge che la contrazione del numero di istituti bancari è altresì dovuto –oltre che alla scomparsa di vecchi operatori– al verificarsi di numerose

<sup>118</sup> Ci si riferisce in particolare al desiderio di creare delle società a elevata capitalizzazione per mettersi al riparo da scalate ostili.

operazioni di concentrazione che hanno condotto verso un progressivo aumento della dimensione media degli istituti.

La crescente globalizzazione dell'economia ha imposto la ricerca di dimensioni sempre più ampie per gli operatori bancari e ha indotto a progressive concentrazioni con la conseguente scomparsa di molti operatori creditizi minori. La spinta verso una crescente integrazione dei mercati ha favorito, inoltre, una progressiva standardizzazione delle caratteristiche e delle specificità dei diversi sistemi bancari, ormai dominati esclusivamente dal principio della ricerca della massima redditività delle operazioni finalizzate all'erogazione del credito.

Le frequenti integrazioni hanno evidenziato un generale miglioramento, soprattutto di tipo reddituale<sup>119</sup> e patrimoniale all'interno delle banche interessate; in particolare, si può far riferimento ai progressi compiuti proprio nella selezione del credito e nella gestione dei rischi che, di conseguenza, hanno limitato l'impatto della protratta fase di debolezza dell'economia sui bilanci bancari<sup>120</sup>.

Nell'ultimo decennio le operazioni di concentrazione che hanno interessato le banche italiane sono state 439. Tra il 1996 e il 2000 si sono avute 159 operazioni di fusione e incorporazione –102 delle quali hanno coinvolto le banche di credito cooperativo– 113 acquisizioni di banche italiane e 20 acquisizioni di banche estere da parte di gruppi bancari italiani. In particolare fu nel 1996 e nel 1999 che si registra un rilevante incremento dell'attività di concentrazione fra banche. Tra il 2001 e il 2005 i valori si sono di gran lunga ridimensionati. Le operazioni di fusione e incorporazione hanno interessato 83 banche 61 delle quali organizzate nella formula giuridica di BCC; 45 le operazioni di acquisizione di banche italiane e 19 le acquisizioni di banche estere da parte dei gruppi bancari.

Nello specifico, la contrazione del numero delle banche presenti nel sistema riguarda in modo particolare il comparto del credito cooperativo, tradizionalmente composto da imprese di piccola e piccolissima dimensione, spesso monosportello, attive in contesti geografici molto limitati e con formule imprenditoriali largamente basate su relazioni di tipo personale con la clientela.

Rispetto al quinquennio precedente, nel periodo 2001-2005 è diminuita la rilevanza delle operazioni realizzate sul mercato domestico: la quota delle attività del sistema

---

<sup>119</sup> Per ulteriori approfondimenti sulla redditività delle banche, si veda, fra gli altri, Mottura P. (1988).

<sup>120</sup> Per comprendere come l'andamento dell'attività economica si rifletta in modo determinante sul conto dei profitti e delle perdite delle banche si veda Casolaro–Gambacorta (2004).

bancario del nostro paese facente capo alle banche italiane incorporate o acquisite da altre banche nazionali è diminuita all'8%, dal 37 del periodo 1996-2000. È invece significativamente cresciuto il peso delle acquisizioni transnazionali: la quota delle banche italiane acquisite da soggetti esteri e quella di banche estere acquisite da intermediari italiani sono aumentate, nel complesso, dal 3 al 27% dell'attivo del sistema bancario nazionale. Alla fine del 2005 le banche quotate erano 34, una in più rispetto all'anno precedente; di esse, 28 erano a capo di gruppi bancari e 5 facevano parte di gruppi; nel complesso, rappresentavano il 74% dell'attivo totale delle unità operanti in Italia.

Più esattamente, le operazioni di fusione e acquisizione, perfezionate nell'anno 2005, comprese le acquisizioni della maggioranza del capitale, sono state 11 (17 nel 2004 e 27 nel 2003) e hanno riguardato banche rappresentative del 2,41% dei fondi intermediati dal sistema<sup>121</sup> (si veda in proposito la tab. 2.5).

---

<sup>121</sup> Osservando i dati relativi ai fondi intermediati nell'anno 2004, risulta che nell'ultimo anno della serie storica considerata, i fondi intermediati si sono incrementati poiché l'anno precedente erano pari al solo 0,4%. Specificamente, nel giugno del 2005 UniCredito Italiano ha lanciato un'offerta pubblica di scambio sulla totalità del capitale del gruppo tedesco Bayerische Hypo- und Vereinsbank A.G. (HVB) per un ammontare pari a circa 20 miliardi di euro. L'offerta, conclusa nell'ottobre del 2005 con l'acquisizione di una quota di capitale della banca tedesca pari al 93,93%, ha dato vita a un gruppo con una capitalizzazione di circa 60 miliardi e con un totale attivo consolidato di oltre 700 miliardi. A seguito dell'aumento di capitale varato in occasione dell'acquisizione, nell'azionariato di UniCredito Italiano si è rafforzata la presenza delle compagnie assicurative estere, alle quali fa ora capo il 10% circa del capitale. Le fondazioni bancarie detengono complessivamente circa il 14% delle azioni ordinarie. Alla fine del 2005 il controllo della Banca Antoniana Popolare Veneta SpA è stato acquisito dal gruppo bancario olandese ABN AMRO, già presente nel capitale con una quota del 12,7%; il passaggio delle azioni è stato perfezionato all'inizio del 2006. A conclusione dell'offerta pubblica di acquisto (OPA) obbligatoria, lanciata successivamente e conclusasi il 31 marzo del 2006, la quota del capitale della banca detenuta da ABN AMRO ammontava al 98,9%. Per ulteriori approfondimenti, si rinvia a Banca d'Italia (2005, p. 302).



**Tabella 2.5 – Le operazioni di fusione, incorporazione e trasferimenti del controllo nel sistema bancario italiano**

Anno	Fusioni e incorporazioni		Acquisizioni della maggioranza del capitale	
	Numero di operazioni	Fondi intermediati* (valori percentuali)	Numero di operazioni	Fondi intermediati (valori percentuali)
1990	20	1,06	4	0,37
1991	32	0,96	5	0,37
1992	20	3,00	0	0,00
1993	37	0,63	7	1,50
1994	42	1,41	11	1,90
1995	51	3,90	20	4,57
1996	37	0,47	19	1,08
1997	24	0,8	18	3,42
1998	28	2,65	23	11,02
1999	36	0,39	28	14,35
2000	34	1,5	24	4,86
2001	31	0,08	9	1,55
2002	18	0,06	12	5,06
2003	20	0,2	7	1,47
2004	10	0,04	7	0,35
2005	4	0,02	7	2,39

\* Attivo individuale delle banche oggetto dell'operazione in percentuale del totale attivo delle unità operanti in Italia, entrambi relativi al mese di dicembre dell'anno precedente l'operazione, o alla data della prima segnalazione di vigilanza disponibile per i soggetti passivi esteri. Non è disponibile il dato relativo a soggetti passivi esteri con totale di bilancio inferiore a 50 milioni di euro.

Fonte: Rielaborazione propria su dati Banca d'Italia, anni vari

Come si evince dai dati riportati nella precedente tabella le acquisizioni della maggioranza del capitale crescono sia per numero sia per dimensione complessiva delle banche coinvolte in percentuale dei fondi intermediati del sistema che dallo 0,37% del 1990 passano al 15% nel 1999.

Nell'Europa dei 12, l'anno in cui si è verificato un maggior ricorso alle operazioni di M&A domestiche è stato il 2001 con 73 operazioni in tutto il 33% delle quali sono state realizzate in Italia, dove pur rilevando, come in relazione ai valori complessivi, un trend in diminuzione, per tutto il periodo considerato il numero delle operazioni realizzate è stato rilevante (si veda in proposito la tab. 2.6).

**Tabella 2.6 – Le operazioni di M&A domestiche in Europa**

Europa dei 12	M&A domestiche				
	2001	2002	2003	2004	2005H1
Belgio	1	1	2	1	0
Danimarca	3	0	1	1	0
Germania	9	8	14	11	6
Grecia	2	2	3	1	0
Spagna	5	3	4	1	1
Francia	12	12	8	11	1
Irlanda	0	0	1	0	0
<b>Italia</b>	<b>24</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>13</b>	<b>5</b>
Lussemburgo	0	0	0	0	0
Olanda	2	2	2	2	0
Portogallo	2	0	1	0	1
Inghilterra	13	12	10	13	4
<b>Totale</b>	<b>73</b>	<b>63</b>	<b>68</b>	<b>54</b>	<b>18</b>
<b>Media</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>2</b>

Fonte: BCE, 2005

### 2.2.1 LE IMPLICAZIONI DELLA GRANDE DIMENSIONE PER L'IMPRESA BANCARIA

La rilevanza della maggiore dimensione per l'impresa bancaria è da ricollegare ad alcuni fattori che giustificano i processi di integrazione. La crescita dimensionale favorisce il contenimento dei rischi di liquidità e di credito. Sul primo fronte, maggiore è la scala di attività della banca maggiore è il numero dei clienti, depositanti e affidati, che movimentano con flussi in entrata e in uscita le riserve monetarie della banca. Inoltre, con la dimensione aumenta la diversificazione settoriale e geografica della clientela affidata e si riduce la variabilità delle possibili perdite su crediti, cioè il margine di scostamento delle future perdite effettive rispetto a quelle attese. Ciò consente alle banche di effettuare minori accantonamenti ai fondi patrimoniali a copertura delle perdite inattese e di operare con un grado di patrimonializzazione inferiore a quello delle banche minori. Su questa possibilità influisce anche la convinzione che in caso di crisi le grandi banche possano sempre contare sull'aiuto delle autorità monetarie: il fallimento di una grande banca può infatti compromettere la stabilità del sistema<sup>122</sup>.

<sup>122</sup> Va infatti ricordata la presenza di un'ulteriore elemento in grado di favorire il ricorso alle operazioni di integrazione tra istituti bancari. Tra gli elementi distintivi delle operazioni di M&A rientrano anche degli atteggiamenti e delle intonazioni quasi delle pratiche consolidate, cui il mercato riconosce un valore nonostante non siano codificate in modo esplicito. Le pratiche informali seguite, in alcuni paesi, dagli organi di vigilanza costituiscono un'ulteriore determinante che spinge le banche verso le operazioni di

L'esigenza di evitare i rischi derivanti da un portafoglio troppo concentrato fa sì che solo le grandi banche possano soddisfare la domanda di credito proveniente dalle imprese di grandi dimensioni. La storia dell'evoluzione dei grandi gruppi bancari mette in luce lo stretto legame, nei paesi industrializzati, degli istituti creditizi con la formazione di grandi imprese. Il servizio prestato a grandi clienti richiede un'adeguata scala dimensionale non solo per il controllo del rischio creditizio, ma anche per poter offrire l'intera gamma dei servizi di cui essi hanno bisogno: le esigenze delle grandi imprese sono ovviamente molto più articolate e sofisticate di quelle delle aziende di medio-piccole e della clientela privata.

Va poi ricordato che la caduta delle barriere nazionali e lo sviluppo dell'attività internazionale hanno aumentato la dimensione del mercato bancario e con essa lo stimolo alla crescita delle singole banche. La dimensione rappresenta un punto di forza soprattutto in relazione alla possibilità di sopportare i costi fissi della rete di dipendenze, di occupare le posizioni più vantaggiose nella sindacazione dei prestiti (priorità nella scelta della quota di partecipazione, assunzione del ruolo di *lead manager*), di ottenere le migliori condizioni di tasso sul mercato interbancario internazionale. Operare fuori dai confini nazionali è utile sia per acquisire clientela estera, sia per non perdere quella nazionale che intrattiene rapporti commerciali con altri paesi. A ciò si aggiunga poi che l'innovazione finanziaria tende a svilupparsi prima sui mercati internazionali: chi vi opera è quindi nelle condizioni di anticipare i concorrenti nazionali nel proporre alla clientela nuovi strumenti o tecniche. Il concorso di questi elementi determina un incremento della *reputation* della banca da cui dipendono il potere di collocamento titoli (*placing power*), la possibilità di proporre alla clientela operazioni finanziarie e strumenti innovativi nonché il grado di rischio percepito dai depositanti, azionisti e altri finanziatori.

Agli indubbi vantaggi che scaturiscono dalla grande dimensione si contrappone un vantaggio che è invece il punto di forza delle banche locali: la profonda conoscenza del

---

crescita esterna: si tratta del cosiddetto paradigma "*too big to fail*". Nello specifico si fa riferimento alla strategia adottata da alcune banche che, attraverso lo strumento, delle integrazioni cercano di raggiungere una dimensione tale da garantire loro un trattamento privilegiato da parte delle autorità di controllo per le quali il carico di responsabilità nei confronti di istituti grandi o piccoli è notevolmente diverso. In tal senso, nei confronti di soggetti di dimensioni più modeste, i provvedimenti restrittivi o di chiusura possono essere adottati senza particolari preoccupazioni per le conseguenze sull'economia nazionale; discorso speculare può esser fatto per gli istituti di dimensioni maggiori. In questo caso le ripercussioni vanno oltre il tessuto locale e rischiano di innescare una reazione a catena con danni superiori rispetto al costo di un eventuale salvataggio (Resti, 2006, p. 186).

territorio in cui operano e la conseguente possibilità di cogliere con precisione e prontezza l'evoluzione dei bisogni della clientela e adeguare la qualità e la composizione dei servizi offerti. Il collegamento con l'ambiente socio-economico locale può agevolare dei rapporti piuttosto stretti con le realtà attive nel suo interno al punto da configurare, a volte, un quasi monopolio dell'informazione e portare alla possibilità di adottare politiche di prezzo competitive nel credito alle piccole e medie imprese (Onado, 2004, pp. 475-494).

### **2.2.2 CONCORRENZA, CONCENTRAZIONI E RISTRUTTURAZIONI NEL SISTEMA FINANZIARIO: LA SPINTA ALLA CRESCITA DIMENSIONALE**

In Italia, il fenomeno delle concentrazioni nel settore creditizio si è manifestato con un certo ritardo rispetto ad altri settori industriali. Solo a partire dagli anni Novanta, a seguito della progressiva liberalizzazione dell'attività bancaria e della prospettiva di uno scenario competitivo su scala europea, le banche hanno iniziato a realizzare operazioni di concentrazione frutto di precise scelte imprenditoriali.

Le banche sono state a lungo vincolate, nell'esercizio della propria attività, dalla regolamentazione che perseguiva l'obiettivo di tutelare la stabilità del sistema creditizio, rinunciando alla concorrenzialità che ne risultava fortemente compromessa.

L'evoluzione dell'ambiente, più instabile e deregolamentato che in passato, la crescita dimensionale delle banche per effetto di fusioni e gruppi, la diversificazione per prodotti, per aree geografiche e per segmenti di mercato, conduce l'industria bancaria verso l'inserimento in mercati più dinamici sui quali si configurano sfide competitive rilevanti.

Anche se relativamente recente, il fenomeno delle operazioni di M&A nel settore bancario, ha tuttavia espresso sin dagli inizi una certa intensità, interessando l'intero settore creditizio indipendentemente dalla dimensione delle banche, dalla loro ubicazione geografica o dalla categoria di appartenenza.

Nello specifico, tra il 1980 e il 2000 si è assistito, nell'ambito del sistema bancario italiano, a un processo di concentrazione molto rilevante che ha finito per ridisegnare una nuova morfologia del sistema che si è accompagnata ai cambiamenti e all'innovazione dei processi competitivi interni e rispetto ad altri comparti economici<sup>123</sup>.

---

<sup>123</sup> Un processo di concentrazione di vasta portata caratterizza l'evoluzione del sistema bancario italiano a partire dalla fine degli anni Ottanta, mostrando un'accelerazione dalla metà degli anni Novanta. In questo

Nel periodo considerato è andata incrementandosi la dimensione media delle operazioni a conferma di una trasformazione anche qualitativa del processo che può essere ricondotta alla volontà, da parte di alcuni gruppi, di costituirsi come poli di aggregazione di entità minori al fine di raggiungere le soglie dimensionali minime richieste per l'ingresso ai mercati dei *global player*.

La crescita dimensionale e l'espansione territoriale delle banche italiane hanno condotto verso l'affermarsi di gruppi bancari complessi -attivi su una molteplicità di settori e di mercati creditizi e finanziari- che contribuiscono ad arricchire l'offerta finanziaria e a sostenere gli investimenti necessari a sviluppare servizi bancari innovativi, beneficiando di economie di scala e di produzione<sup>124</sup>.

Tuttavia, le aggregazioni hanno dato luogo a complessi problemi gestionali e organizzativi; infatti, le banche, divenute più grandi e redditizie e ben patrimonializzate, hanno dovuto iniziare a puntare verso la ricerca di assetti adeguati a fronteggiare l'inasprimento della concorrenza e, quindi, ad attuare un intenso processo di ristrutturazione al proprio interno. In particolare, esse hanno posto attenzione all'individuazione di modelli istituzionali e organizzativi ritenuti più idonei al contesto in cui si trovavano a operare e alla ridefinizione del proprio modello di *business*.

In particolare, le banche hanno intrapreso politiche gestionali volte ad ampliare la gamma dei ricavi, attraverso la specializzazione su specifiche attività e il conseguente sviluppo di un'ampia gamma di attività e di servizi innovativi.

Inoltre, esse hanno riorganizzato la propria struttura interna attraverso modelli aziendali caratterizzati da diversi gradi di indipendenza, ovvero attraverso la definizione

---

periodo il numero di banche presenti nel sistema si riduce sensibilmente e progressivamente, a fronte di una crescita delle quote di mercato dei primi gruppi bancari che si attestano quali poli aggreganti per le imprese minori. Il processo si concretizza mediante operazioni di fusione fra banche o tramite il semplice trasferimento di quote di controllo sul capitale di imprese bancarie ad altre banche. La fusione è spesso intesa come il momento successivo e di sistemazione societaria che fa seguito al trasferimento della proprietà di un'impresa. Le difficoltà dell'istituto sono connesse con le modalità realizzative dell'operazione che può avvenire fra banche simili, per incorporazione o mediante la creazione di una società holding. Il preludio dell'incorporazione è spesso l'acquisizione di partecipazioni di maggioranza e si assiste all'incremento di operazioni di siffatta natura sin dalla metà degli anni Novanta a opera di banche medio-grandi (Schwizer, 2001, pp. 13-19).

<sup>124</sup> I migliori risultati in termini di efficienza si registrano in operazioni in cui le grandi banche acquisiscono il controllo di banche di dimensioni inferiori, meno efficienti o in difficoltà finanziarie. Per il caso italiano, un valido contributo sul fenomeno è fornito da Focarelli-Panetta-Salleo (1999, pp. 63-92). La maggiore efficienza, inoltre, deriverebbe dalla condivisione delle esperienze manageriali della banca acquirente più che dall'ottenimento di economie di scala, e fra le determinanti della fusione spiccherebbe l'obiettivo dell'aumento del potere di mercato. Tale obiettivo è inseguito in misura maggiore dalle grandi banche europee, infatti, lo studio di Vennet (1996, pp. 1531-1558) lo indica come principale determinante della maggior parte delle operazioni di fusione realizzate da tali banche.

di strutture operative snelle, efficaci e capaci di adattarsi a condizioni congiunturali mutevoli.

In tale visione, le banche hanno avviato un processo di sostituzione della tradizionale attività di “intermediazione bancaria” con un’attività più ampia di “intermediazione finanziaria”, coinvolgendo una serie di servizi finanziari e non -quali il *leasing*, il *factoring*, le gestioni fiduciarie, i fondi comuni di investimento, le assicurazioni- e determinando lo sviluppo di nuove figure di intermediazione finanziaria, che si propongono alla clientela famiglie e imprese<sup>125</sup>.

La tendenza alla crescita dimensionale delle banche italiane è frutto della complessa interazione di fattori ambientali e scelte strategiche delle singole unità che al processo prendono parte. La spinta alla crescita, quale fonte di maggiore efficienza, di un ampliamento della gamma dei prodotti e servizi offerti e del miglioramento della qualità del servizio reso alla clientela si origina a seguito delle mutate condizioni dello scenario macroeconomico di riferimento e delle variabili di contesto, prime fra tutte le pressioni generate non solo dai nuovi concorrenti, ma anche delle azioni strategiche di quelli esistenti.

Per gli intermediari finanziari, la crescita dimensionale viene associata a innumerevoli vantaggi tra i quali si ricordano:

- miglioramento dell’efficienza operativa mediante la copertura di costi fissi consistenti grazie al raggiungimento della dimensione minima ottima dell’attività;
- maggiori opportunità di diversificazione della gamma di prodotti e servizi e di sviluppo della qualità dell’offerta grazie agli investimenti che l’intermediario è in grado di sopportare in relazione alle proprie dimensioni;
- capacità di aggredire segmenti di mercato per i quali la dimensione di partenza costituisce una barriera all’entrata.

La spinta verso la crescita dimensionale nel sistema finanziario è spiegabile da fattori molto diversi che rappresentano le determinanti dell’accresciuto livello di competitività in ambito europeo. Le iniziative di concentrazione scaturiscono in via prioritaria dalle

---

<sup>125</sup> Sulle trasformazioni del sistema bancario e i suoi effetti sulle imprese e sui risparmiatori, si rinvia, in particolare, a Focarelli–Panetta (2002, pp. 342-355).

determinanti ambientali esogene che hanno modificato le condizioni strutturali del mercato e le modalità di generazione di performance elevate<sup>126</sup>.

Tra le determinanti di natura esogena, la deregolamentazione<sup>127</sup> del sistema bancario, nel ventennio 1980-2000, indotta dalla creazione del Mercato Unico europeo prima e dell'Unione monetaria poi, appare l'elemento prioritario nello spiegare il processo di concentrazione.

Nello specifico gli elementi citati hanno condotto verso una riduzione delle eccedenze di capacità produttiva, una maggiore pressione concorrenziale sulla redditività delle banche, la crescente internazionalizzazione dei sistemi bancari.

---

<sup>126</sup> La trasformazione dello scenario competitivo è da ricondurre ai seguenti fattori:

- la ridefinizione dei confini geografici dei mercati finanziari in parallelo alla diversificazione produttiva degli intermediari in quanto a seconda delle aree di business ricoperte la dimensione competitiva muta considerevolmente;
- la creazione della moneta unica da cui è conseguita l'eliminazione del rischio di cambio e la riduzione delle posizioni di forza competitiva degli intermediari associata alle valute;
- la deregolamentazione ossia la riduzione dei vincoli intesi come barriere all'entrata nei mercati e separazione istituzionale tra i settori dell'attività finanziaria;
- l'evoluzione della domanda verso livelli più elevati di cultura finanziaria in grado di esprimere una funzione individuale di preferenza nella selezione degli investimenti finanziari;
- la tecnologia applicata ai sistemi distributivi e operativi;
- l'apertura dei modelli proprietari.

<sup>127</sup> La deregulation costituisce il fattore da cui sono scaturiti i cambiamenti che hanno interessato l'assetto del sistema finanziario. Il quadro regolamentare del sistema è stato ridefinito dal recepimento delle direttive comunitarie (77/780, 89/646) che permette nuove soluzioni strutturali e di funzionamento del sistema soprattutto grazie all'introduzione del principio del mutuo riconoscimento in ambito bancario che attribuisce pari dignità, nei paesi membri, agli intermediari residenti e non purché autorizzati e controllati. Nello specifico il radicale cambiamento strutturale del sistema finanziario dipende essenzialmente dal concorso dei seguenti fattori:

- l'estensione dei confini dell'arena competitiva oltre il segmento nazionale per effetto del decadimento dei vincoli alla libera circolazione;
- l'eliminazione dei vincoli alla libera concorrenza fra intermediari anche su scala internazionale mediante la riduzione delle barriere all'entrata e all'uscita;
- l'abolizione dei limiti alla crescita –interna ed esterna– delle banche scaturita dal recepimento della prima direttiva comunitaria n. 77/780 che rimuove i vincoli all'apertura degli sportelli e quindi all'espansione territoriale delle banche che da un forte impulso alla concorrenza;
- l'innovazione nelle forme giuridiche verso assetti societari favorevoli ai processi di concentrazione. Dal 1990 è stata infatti possibile avviare un processo di trasformazione delle banche pubbliche in società per azioni;
- la privatizzazione degli assetti proprietari che consegue al mutato assetto giuridico delle banche e che ha condotto alla riduzione della quota di fondi intermediati dalle banche di matrice pubblica da circa l'80% negli anni Ottanta al 12% nel 1999 (per ulteriori approfondimenti sull'andamenti dei fondi intermediati dal sistema bancario si consulti la Relazione Annuale della Banca d'Italia);
- il riconoscimento della libertà imprenditoriale e gestionale delle banche nell'ambito di regole prudenziali uniformi frutto della cessata specializzazione operativa degli intermediari creditizi e del cessato divieto all'assunzione di partecipazioni in imprese non finanziarie.

Ulteriore elemento che contribuisce alle innovazioni strutturali del sistema bancario riguarda lo sviluppo e l'applicazione di tecnologie informatiche e telematiche ai processi di erogazione dei servizi bancari e finanziari. L'utilizzo dell'*Information technology* consente alla banca di superare i confini spaziali e temporali della propria attività. L'utilizzo stesso delle nuove tecnologie è di per sé costoso e costituisce pertanto un ulteriore elemento incoraggiante verso i processi integrativi poiché solo la grande dimensione può consentire il sostenimento degli investimenti tecnologici (Schwizer, 2001, pp. 25-30).

La struttura del processo produttivo e i modelli organizzativi adottati dalle imprese sono il risultato di un processo di adattamento attivo alle variabili ambientali. Le imprese, in qualità di agenti attivi nel proprio contesto aziendale, anziché subire passivamente le condizioni esterne, cercano di modificarle attraverso l'adozione di comportamenti strategici. In tal senso la strategia di crescita potrebbe rappresentare per gli intermediari finanziari uno strumento attraverso il quale elevare barriere all'entrata di tipo strategico attraverso l'acquisizione di vantaggi in termini di minori costi di produzione e quindi guadagnare potere di mercato. Le operazioni di crescita esterna sono il risultato di motivazioni strategiche eterogenee a conferma del fatto che non esiste un solo modello di crescita né una soglia dimensionale minima per sopravvivere nel sistema bancario.

Le motivazioni strategiche caratteristiche delle operazioni di fusione e acquisizione delle banche possono essere ricondotte alle seguenti categorie:

- *secular*: frutto di comportamenti ripetuti nel tempo e di orientamenti tradizionali del percorso di sviluppo di una determinata impresa;
- *strategic*: mirate all'acquisizione di un posizionamento strategico su nuovi mercati (segmenti di clientela, prodotti e servizi, aree geografiche);
- *defensive*: orientate alla difesa delle quote di mercato acquisite;
- *crisis*: volte a gestire situazioni di crisi;
- *catalyst*: frutto di processi di aggregazione condotti, in particolare, su un contesto locale;
- *herding*: frutto di processi imitativi delle scelte di altre imprese<sup>128</sup>.

I risultati attesi dalle operazioni di concentrazione possono essere ricondotti all'acquisizione di nuovi elementi di vantaggio competitivo o alla volontà di colmare gap di posizionamento relativamente a uno o più dei seguenti aspetti:

- possibilità di accesso a nuovi mercati in qualità di *global player*;
- sviluppo di *cost leadership*;
- aumento della redditività;
- aumento delle quote di mercato e del potere di fissazione dei prezzi (*price making*);
- sviluppo di modelli di *relationship banking*;

---

<sup>128</sup> Per ulteriori approfondimenti sulle strategie che muovono i processi aggregativi fra banche si veda, fra gli altri, Llewellyn, 1999.



- diversificazione dell'offerta;
- miglioramento della qualità dell'attivo;
- aumento del valore di mercato (capitalizzazione di borsa) grazie a una migliore combinazione di risorse e competenze specialistiche.

Le trasformazioni di carattere ambientale determinano la definizione di una dimensione ottima minima che le singole imprese sarebbero tenute a raggiungere per mantenere la propria posizione di mercato. Le caratteristiche individuali determinano invece la spinta verso la dimensione massima raggiungibile dalla singola impresa. Si può pertanto supporre che l'impresa sfrutti a proprio vantaggio le condizioni ambientali, manifestando un comportamento imprenditoriale attivo che le consenta di imporre un nuovo modello competitivo attraverso, per esempio, l'impostazione di una strategia di offerta diversificata in settori o in comparti del mercato caratterizzati dalla presenza prevalente di imprese monoprodotto, stimolando quindi una domanda per pacchetti di prodotti/servizi diversificati o attraverso la costruzione di modelli piramidali, nei quali il produttore trasferisce i propri prodotti e servizi mediante una rete di banche minori che non riescono a raggiungere la soglia dimensionale minima necessaria alla diversificazione in proprio dell'offerta di servizi finanziari. La considerazione delle caratteristiche di impresa diventa comunque pregnante nell'interpretazione e adattamento di un modello di sviluppo delle singole realtà aziendali. La valutazione non può prescindere da considerazioni di tipo economico, ossia relative alle economie di scala e di produzione congiunta (*scope economies*) da applicare e verificare con riferimento al sistema bancario nell'ambito di analisi sul profilo dell'efficienza delle fusioni e dei processi di concentrazione<sup>129</sup>.

Le economie di costo legate al processo produttivo contribuiscono in misura determinante a plasmare la struttura dell'offerta di un determinato settore. La loro presenza e il loro sfruttamento induce alcune imprese verso la concentrazione –per raggiungere un effetto di economie di scala– e a diversificare in relazione alla presenza di economie di raggio di azione. Attraverso questa modalità di sviluppo le imprese sono in grado di produrre a un costo unitario inferiore alle altre, più piccole e specializzate,

---

<sup>129</sup> L'economia di scopo o di produzione congiunta esiste se la funzione del costo medio di produzione presenta, in termini tecnici, la caratteristica di sub-additività, cioè quando produrre un bene o un servizio congiuntamente a un altro risulta più conveniente che produrli separatamente in relazione alla possibilità di sfruttare, economizzando, input comuni. Per una verifica della rassegna dei principali contributi sul tema si vedano fra gli altri, Conigliani, 1990; Landi, 1990; Conigliani-De Bonis-Motta-Parigi, 1991; Forestieri, 1993.

acquisendo un vantaggio competitivo che si traduce in un incremento delle rispettive quote di mercato.

La presenza delle economie di scala costituisce un elemento di particolare rilievo nella valutazione della convenienza della crescita dimensionale nel medesimo settore piuttosto che in settori alternativi; rappresenta inoltre, nell'impiego dei fattori produttivi, un incentivo all'aumento dei volumi di produzione di un medesimo output. Pertanto, le imprese sarebbero più inclini ad affrontare processi di crescita dimensionale delle singole linee di prodotto al fine di ridurre la complessiva incidenza dei costi fissi di produzione. Tuttavia, anche la diversificazione della linea produttiva, conseguente alla disponibilità di risorse eccedenti da riconvertire in settori terzi, consente lo sfruttamento di effetti di economie di scala o di apprendimento di un determinato fattore produttivo. Va infatti ricordato che la spinta all'aumento delle dimensioni aziendali lungo combinazioni produttive omogenee troverebbe un limite, oltre determinati limiti produttivi, nella naturale manifestazione di diseconomie organizzative connesse a un'elevata complessità gestionale. La presenza di un vantaggio di costo connesso alla produzione congiunta di due o più prodotti diversi può quindi tradursi in un superiore vantaggio della diversificazione produttiva in luogo di una scelta di specializzazione.

Con particolare riferimento al settore finanziario, tali effetti potrebbero inoltre derivare dai seguenti elementi:

- la riduzione del costo unitario necessario per la gestione della relazione di clientela, in termini di impiego di personale, di servizi informativi e di *reputation* dell'intermediario;
- la possibilità di utilizzare la rete distributiva bancaria per la vendita di altri servizi finanziari, ottenendo un favorevole effetto di *cross selling*;
- le opportunità sul fronte dell'acquisizione e dell'elaborazione delle informazioni sulla clientela e i connessi benefici alla riduzione delle asimmetrie informative nei confronti dei prenditori di fondi e dei costi di transazione per gli investitori finali. In particolare, per gli intermediari finanziari assume rilievo l'effetto di economie di produzione congiunta realizzabile con riferimento alle risorse di tipo informativo che rappresentano, nella fattispecie concreta, un fattore produttivo della massima importanza<sup>130</sup>;

---

<sup>130</sup> L'intermediario diversificato è in grado di massimizzare i benefici connessi alla raccolta e all'elaborazione delle informazioni sulla clientela soprattutto in presenza di asimmetrie informative sui

- la possibilità di ridurre il rischio di credito in relazione alla riduzione del gap informativo tra prenditore e datore di risorse finanziarie e alla migliore capacità di selezione –grazie alla riduzione ex-ante delle asimmetrie informative– e di monitoraggio delle posizioni –dovuto alla riduzione delle asimmetrie informative ex-post– nonché di controllo sul management delle imprese;
- i vantaggi indotti per la domanda di servizi finanziari in termini di superiore qualità del servizio<sup>131</sup>.

La presenza di economie di produzione congiunta è associata spesso alla possibilità di ottenere livelli superiori di risultato –in termini quali-quantitativi– per effetto dello sfruttamento di interrelazioni strategiche e operative che pur non conducendo alla riduzione del costo complessivo di produzione può ricollegarsi a un superiore risultato derivante dalla produzione congiunta in termini di incremento del potere di mercato (Schwizer, 2001, pp. 25-40).

### **2.2.3 LE DETERMINANTI DELLE OPERAZIONI DI M&A: LE SINERGIE E LE QUOTE DI MERCATO**

Tra le determinanti che spingono le imprese bancarie verso le operazioni di crescita esterna rientrano –come precedentemente affermato– anche elementi di natura economico-aziendale che riguardano l’obiettivo di realizzare ricchezza agendo sulle principali leve gestionali (volumi, prezzi, costi e rischio).

Le concentrazioni tra banche sono in grado di generare un miglior livello di efficienza, efficacia e stabilità<sup>132</sup>. I primi due effetti comportano un contenimento e una razionalizzazione dei costi operativi accompagnati da ampliamenti e diversificazioni dell’offerta di servizi finanziari alla clientela servita. La stabilità, che in prima battuta può sembrare una finalità di natura macroeconomica –giacché la concentrazione del sistema dovrebbe rendere più agevole l’attività di monitoraggio degli intermediari

---

mercati finanziari. Nello specifico, quando è il medesimo cliente ad acquistare un numero elevato di prodotti e servizi finanziari presso lo stesso intermediario, di riduce, per quest’ultimo, il costo complessivo dell’informazione necessaria alla gestione del rischio creditizio e aumenta l’effetto di reputazione positiva nell’acquisto di nuovi prodotti.

<sup>131</sup> Il tema delle economie di produzione congiunta si collega alla presenza di economie di “acquisto congiunto” dal lato della domanda di servizi finanziari. Il consumatore sarebbe infatti avvantaggiato dalla possibilità di acquistare un pacchetto completo di prodotti/servizi presso un unico “venditore” per ragioni di convenienza di natura economica e non. Il tentativo di misurare gli effetti dal lato della domanda ha portato a identificare nei costi di transazione sostenuti dal consumatore finale la variabile dipendente, da collegare all’espansione della gamma di offerta.

<sup>132</sup> Per ulteriori approfondimenti sulle performance della crescita esterna nelle banche si veda, fra gli altri, Comana, 1995.

svolta dalle Autorità competenti– interessa comunque il processo di creazione del valore poiché un sistema più stabile e concentrato è quello in cui operano intermediari di elevate dimensioni, che adottano sistemi di controllo dei rischi interni piuttosto avanzati. Di conseguenza, da un tale assetto organizzativo dovrebbero scaturire i presupposti affinché si minimizzino le probabilità –e i relativi costi– di fallimento da parte di enti creditizi, con possibilità di contenimento non solo del rischio sistemico, ma anche della distruzione complessiva di ricchezza.

In tal senso la motivazione principale da cui le operazioni di M&A traggono un importante stimolo è l'accrescimento del valore economico dell'impresa bancaria che si manifesta attraverso un progressivo miglioramento nelle performance economico-finanziarie, nonché attraverso un innalzamento del valore dei titoli bancari quando trattasi di intermediari quotati.

Strategie di crescita *value oriented* possono dispiegare i propri effetti solo se sussistono determinati prerequisiti all'interno dell'impresa bancaria in presenza dei quali gli intermediari coinvolti nel processo possono beneficiare di un incremento dei ricavi –agendo sui volumi e i prezzi negoziati– di un contenimento dei costi –avvantaggiandosi dell'esistenza delle economie di scala e di scopo– o, infine, di una generalizzata contrazione della rischiosità derivante da una diversa riorganizzazione dell'attività.

Pertanto, così come in generale è riscontrabile anche negli altri settori economici, anche per l'impresa bancaria le motivazioni di ordine operativo che spingono verso le operazioni di crescita esterna sono rinvenibili nella ricerca di una maggiore dimensione per accrescere la propria quota di mercato, nell'opportunità di avvantaggiarsi di economie di scala o di diversificazione produttiva, di beneficiare di sinergie operative che scaturiscono dalla combinazione di intermediari e che comportano una maggiore solidità patrimoniale e finanziaria della nuova entità scaturita dalla concentrazione<sup>133</sup>.

Un benefici immediato e diretto in tal senso deriva dall'accrescimento della quota di mercato per l'incorporante o acquirente, nonché da una migliore e più ampia copertura territoriale della rete distributiva. Non solo. Il raggiungimento di dimensioni rilevanti può aprire la strada all'espansione internazionale dell'attività bancaria soprattutto se l'operazione coinvolge istituti aventi sfere di influenza differenti: ne consegue la

---

<sup>133</sup> Per ulteriori approfondimenti sulle determinanti che inducono le banche alla crescita per vie esterne e che comportano una maggiore concentrazione del settore bancario si consultino, fra gli altri, Venuti, 1997; Gobbi, 1996.

possibilità di realizzare delle politiche *multispecialist* nell'offerta dei servizi finanziari e la possibilità di penetrare segmenti di mercato innovativi e a elevato valore aggiunto. L'ampliamento della sfera di influenza genera un duplice effetto. Da un lato consente una diversificazione sia della clientela servita che dei proventi delle imprese bancarie interessate dall'operazione; dall'altro permette di realizzare un miglior frazionamento dei rischi e di contenere la patrimonilizzazione a presidio delle differenti alee.

Ulteriori guadagni di efficienza, perseguiti mediante la ricerca di diversificazione produttiva, risiedono nello sviluppo di relazioni tra il mondo bancario e quello assicurativo. I prodotti finanziario-assicurativi presentano una particolare caratteristica, quella cioè di beneficiare di una domanda che risulta inversamente correlata con le variazioni di reddito del risparmiatore e direttamente con il grado di avversione al rischio dello stesso (Del Prete, 2002, pp. 101-119).

Le principali motivazioni da cui scaturiscono le operazioni di M&A nel settore bancario sono riepilogate nella tavola successiva (tav. 2.1).

**Tavola 2.1 – I principali obiettivi a sostegno di quattro possibili tipologie di M&A**

	All'interno di un Paese	Tra diversi Paesi
Tra banche	<p><b>Domestic bank M&amp;A</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Economie di scala connesse ai costi;</li> <li>- Riduzione dei canali distributivi e delle funzioni amministrative;</li> <li>- Razionalizzazione dei costi nelle aree dell'<i>IT</i> e del <i>risk management</i>.</li> </ul>	<p><b>International bank M&amp;A</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ragioni prevalentemente dimensionali;</li> <li>- Possibilità di servire clientela di dimensioni elevate;</li> <li>- Possibilità di maggiori interrelazioni tra funzioni di tipo amministrativo.</li> </ul>
Tra operatori di diversi settori	<p><b>Domestic conglomeration</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Economie di scopo attraverso politiche di <i>cross selling</i>;</li> <li>- Diversificazione dei rischi e dei ricavi;</li> <li>- Complementarietà delle reti di sportelli;</li> <li>- Possibilità di risparmio dei costi connessi alla razionalizzazione delle funzioni amministrative.</li> </ul>	<p><b>International conglomeration*</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Economie di scopo connesse a politiche di <i>cross selling</i> su dimensioni operative elevate;</li> <li>- Diversificazione dei rischi e dei ricavi.</li> </ul>
<p>*Questa tipologia di M&amp;A offre poche possibilità di razionalizzazione della struttura dei costi in quanto le istituzioni finanziarie operano in Paesi molto diversi e sono soggette a legislazioni e pratiche contabili altrettanto differenziate.</p>		

Fonte: ECB, 2000, p. 20

Dalla tavola 2.1 emergono alcuni tratti peculiari che differenziano le operazioni nazionali da quelle *cross-border* soprattutto in relazione al settore bancario in senso stretto, meno nel consolidamento *cross-industry*. Nelle operazioni nazionali interne la

riduzione dei costi in seguito a economie di scala e la razionalizzazione sono le principali motivazioni che spingono verso la realizzazione delle operazioni in questione.

Nell'attività *cross-border* la causa prevalente è invece da imputare alla dimensione finalizzata, non tanto allo sfruttamento di economie di scala, ma soprattutto all'incremento delle quote e del potere di mercato al di fuori di quello interno. Pertanto, si possono delineare le linee guida di una pratica piuttosto comune nel settore finanziario: il taglio dei costi (*cost cutting*) inizia sul mercato domestico per poi svilupparsi all'estero per l'accrescimento dei redditi futuri, quando è stato raggiunto il limite sul mercato interno (Cesarini, 200x, p. 183).

### 2.3 LE CONCENTRAZIONI FINANZIARIE “CROSS-BORDER”

Tra le operazioni di M&A stanno diventando, sempre più frequenti nel comparto bancario al pari degli altri settori economici, quelle concluse tra operatori appartenenti a paesi diversi. La dimensione del fenomeno delle operazioni di M&A negli Stati Uniti e in Europa è a dir poco considerevole. La globalizzazione dei mercati, l'innovazione tecnologica, la diversificazione dei rischi e il desiderio di assistere la clientela nelle operazioni internazionali hanno assunto il ruolo di driver nella pianificazione e successiva realizzazione di operazioni di concentrazione al di fuori dei confini nazionali. Un'ulteriore spinta verso questo genere di aggregazioni è riconducibile all'allargamento dell'UE, avvenuto nel maggio 2004. I nuovi membri appartenenti all'Europa dell'Est, rappresentano infatti mercati dalle notevoli potenzialità di crescita caratterizzati da minori vincoli alla contendibilità degli assetti proprietari; essi costituiscono pertanto obiettivi decisamente allettanti per le banche occidentali alla ricerca di nuove opportunità di investimento.

Le caratteristiche più significative che si possono evidenziare in relazione all'Europa riguardano i seguenti elementi:

- un'attività di M&A intensificata in Europa tra il 1990 e il 1999, con 2.736 operazioni registrate dal Gruppo dei Dieci per un totale di 572 miliardi di dollari Usa e in particolare negli ultimi tre anni si è concentrato il 68% del valore totale a fronte del solo 33% del numero delle operazioni;
- gli accordi *cross-border* sono stati in gran parte superati dalle concentrazioni interne, sia nel numero delle operazioni che nel valore. Gli accordi interni hanno pesato per oltre i 2/3 del valore totale e del numero di transazioni. Il

consolidamento interno era basato sul convincimento che un forte mercato nazionale è il prerequisito fondamentale per una successiva espansione all'estero.

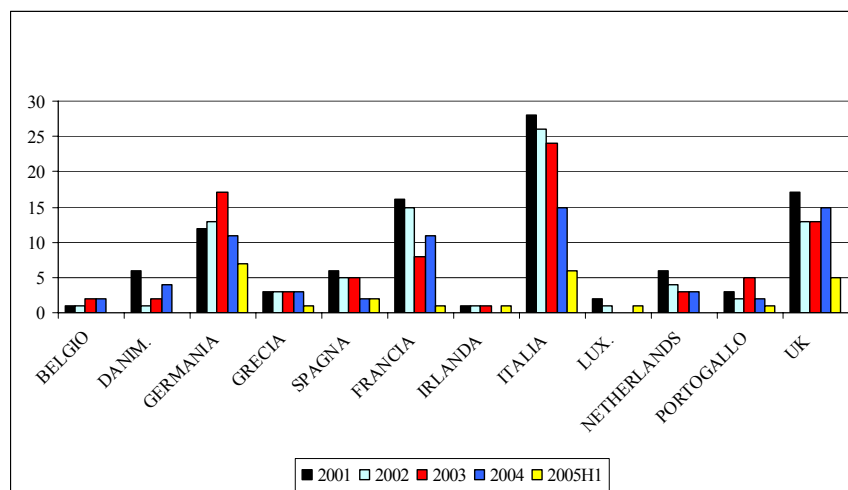
È soprattutto a partire dagli anni Novanta che si assiste all'incremento dinamico delle operazioni di M&A transfrontaliere. L'incremento del numero e del volume delle transazioni rappresenta uno dei cambiamenti strutturali più importanti osservati nel sistema bancario europeo ed è solo parte di una tendenza che coinvolge più paesi (si veda in proposito la tabella 2.7 e il grafico 2.2).

**Tabella 2.7 – Le operazioni di M&A cross-border in Europa**

Europa dei 12	M&A tra Paesi dell'area economica europea					M&A con paesi terzi				
	2001	2002	2003	2004	2005 H1	2001	2002	2003	2004	2005 H1
Belgio	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
Danim.	1	1	1	3	0	2	0	0	0	0
Germania	2	5	2	0	1	1	0	1	0	0
Grecia	1	1	0	2	1	0	0	0	0	0
Spagna	1	2	0	1	1	0	0	1	0	0
Francia	4	3	0	0	0	0	0	0	1	0
Irlanda	1	1	0	0	1	0	0	0	1	0
<b>Italia</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Lux.	2	1	0	0	1	0	0	0	0	0
Netherlands	1	2	1	1	0	3	0	0	0	0
Portogallo	1	1	4	2	0	0	1	0	0	0
Uk	0	1	1	2	1	4	0	2	1	0
<b>Totale</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>9</b>	<b>14</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>0</b>
<b>Media</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Fonte: BCE, 2005

**Grafico 2.2 – Le operazioni di M&A in Europa (dati complessivi)**



Fonte: BCE, 2005

Si possono identificare le cause che generalmente caratterizzano il fenomeno della crescita esterna delle banche. In letteratura, in relazione ai due filoni di cui si parlava in precedenza, vengono identificati 5 fattori di sistema alla base del processo di crescita esterna<sup>134</sup>:

1. il progresso tecnologico;
2. il miglioramento delle condizioni finanziarie degli intermediari;
3. la sovracapacità produttiva;
4. la globalizzazione dei mercati;
5. la deregolamentazione degli stessi (Arnaboldi, 2004, pp. 337-347).

A ciascuno dei *drivers* considerati sono collegate le relative ricadute (si veda in proposito la tav. 2.2).

**Tavola 2.2 – Le cause della crescita esterna delle banche**

<i>Drivers</i>	<i>Ricadute</i>
Progresso tecnologico	Economie di scala – miglioramento dell'efficienza
Miglioramento delle condizioni finanziarie degli intermediari	Disponibilità di <i>free cash flow</i> – miglioramento degli investimenti
Sovracapacità produttiva	Riduzione del numero degli operatori, attraverso l'espulsione dal sistema dei soggetti meno efficienti
Globalizzazione dei mercati	Trasferimento di beni, capitali e servizi – <i>follow the client</i>
Deregolamentazione degli stessi	Aumento della pressione competitiva . aumento del grado di internazionalizzazione e di diversificazione geografica

Fonte: Arnaboldi, 2004, p. 344

### **2.3.1 LA CRESCITA ESTERNA DELLE BANCHE UE NEI PAESI DELL'EUROPA CENTRO-ORIENTALE (PECO)**

I Peco rappresentano per le banche appartenenti all'unione Europea, un mercato di sbocco la cui attrattiva è significativamente cresciuta a partire dalla seconda metà degli anni Novanta<sup>135</sup>. Nella fase di transizione al libero mercato i Governi dei Peco hanno agevolato l'ingresso di banche di proprietà private utilizzando criteri non restrittivi nel concedere le autorizzazioni all'esercizio dell'attività.

<sup>134</sup> Si veda più diffusamente lo studio della ECB (2000), che si inserisce nel secondo filone di studi, poiché approfondisce analiticamente le esperienze-paese dei singoli casi aziendali e le implicazioni organizzative, giungendo a valutare i risultati delle operazioni in termini di efficienza e cercando di individuare economie di scala e di scopo.

<sup>135</sup> Vengono considerati Peco otto tra gli Stati entrati nell'UE nel maggio 2004 (Repubblica Ceca, Estonia, Ungheria, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Slovacca e Slovenia) più Bulgaria e Romania il cui ingresso dovrebbe avvenire nel 2007.



Si riteneva con ciò di incrementare la concorrenza nel settore e favorire lo sviluppo dei mercati finanziari controbilanciando il peso degli istituti ancora a controllo statale<sup>136</sup>.

Le cause che hanno spinto gli intermediari europei all'ingresso nei Peco sono diverse. In primo luogo i sistemi finanziari dell'area erano notevolmente arretrati rispetto agli standard europei. Il divario esistente tra i sistemi finanziari e gli alti tassi di crescita dell'economia reale dei Peco lasciavano prevedere un incremento del livello di sviluppo finanziario dell'area con la possibilità per le banche in grado di sfruttare queste condizioni realizzando ampi margini di guadagno considerando, al tempo stesso, la riduzione dei margini e le crescenti pressioni competitive nel loro home market.

In secondo luogo, l'apertura dei negoziati per l'ingresso nell'UE e la progressiva convergenza verso gli standard europei in campo economico, politico e giuridico, accrescevano l'attrattiva dei Peco, riducendo il rischio paese e il rischio di crisi valutaria. L'armonizzazione dei sistemi legislativi ha contribuito ad abbattere alcune barriere all'ingresso che influiscono sulla scelta dei mercati in cui espandere il proprio business, quali quelle normative.

In terzo luogo i Governi dell'area, al fine di risanare i settori finanziari in grave difficoltà hanno attuato politiche di privatizzazione in diversi segmenti dell'economia, incoraggiando offerte da parte di investitori stranieri. I gruppi dell'UE hanno così potuto acquistare a prezzi relativamente contenuti istituti di credito dell'area. Per lo sviluppo dei Peco diventava essenziale il risanamento del settore creditizio e il suo controllo, da parte di intermediari esteri, ha sostenuto i processi di ristrutturazione e di transizione verso l'economia del libero scambio. La situazione patrimoniale degli intermediari da privatizzare richiedeva l'apporto di ingenti capitali, difficilmente rintracciabili nell'area in oggetto. L'apporto degli investitori stranieri non era solo finalizzato al reperimento di capitali per il risanamento patrimoniale degli istituti, quanto più all'apporto di un know how, delle strutture di corporate governance, di risk management, di credit allocation e per l'offerta di prodotti e servizi innovativi rispetto agli standard dell'area.

---

<sup>136</sup> Dopo diversi casi di crisi bancarie e di liquidazione degli intermediari, nella Repubblica Ceca, in Ungheria e in Polonia, il sistema si è stabilizzato con una presenza di 40-80 banche commerciali, nessuna delle quali possiede una quota di mercato dominante nel settore corporate. Nel segmento retail invece vi è almeno un istituto di dimensioni maggiori rispetto agli altri e con una quota di mercato del 20-25%. In Ungheria, tra le 40 banche circa autorizzate all'esercizio dell'attività, OTP risulta il player dominante.

Infine, diverse società europee hanno iniziato a internazionalizzarsi nell'area sia delocalizzando la produzione, sia acquisendo aziende locali attratte da diversi fattori quali la relativa vicinanza di questi paesi e i bassi costi della manodopera.

Le caratteristiche di Peco che avrebbero facilitato la crescita esterna delle banche dell'UE nella regione sono riassunte nella tavola successiva.

**Tavola 2.3 – La crescita esterna delle banche UE nei Peco**

Caratteristiche dei Peco	Cause per l'ingresso nei Peco
Sistemi finanziari arretrati rispetto agli standard	Alti tassi di crescita previsti
	Riduzione dei margini dell'home market
	Aumento pressione competitiva nell'home market
Convergenza con l'UE	Riduzione del rischio paese
	Riduzione del rischio valutario
	Abbattimento delle barriere normative all'ingresso
Privatizzazione del sistema bancario	Costi di ingresso contenuti
Internazionalizzazione della clientela	Follow the client

Fonte: Arnaboldi, 2004, p. 352

Le operazioni di M&A e/o di partnership tra gli intermediari esteri, che possiedono quote di controllo di banche locali, avrebbero favorito il fenomeno. Inoltre aprire nuove filiali nella regione era divenuto progressivamente più costoso e ciò avrebbe in parte contribuito alla scelta delle acquisizioni di banche già operative come strategia di ingresso. I governi dei Peco infine avrebbero sostenuto il processo di consolidamento soprattutto tra banche di minori dimensioni. Nella prima metà degli anni Novanta molte di esse si trovavano in situazioni di debolezza patrimoniale, senza alcun sistema di tutela dei depositi. Attraverso le operazioni di fusione si è cercato, pertanto, di costituire un sistema più solido e che fosse in grado di competere con le realtà straniere, riducendo i costi e incrementando le quote di mercato delle banche locali<sup>137</sup>.

Si è verificato un progressivo consolidamento all'interno del settore bancario dell'area considerata. Le cause di tale fenomeno riguardano il miglioramento delle condizioni finanziarie degli intermediari, lo sviluppo della tecnologia, le deregolamentazione, l'eccesso di capacità produttiva. Si tratta di elementi in grado di fornire una chiave di lettura dell'aumento del peso delle operazioni di M&A.

<sup>137</sup> In Polonia, nella seconda metà degli anni Novanta, Kredyt Bank è passata dalla diciannovesima alla quarta posizione per asset bancari grazie a una serie di operazioni di M&A con l'obiettivo di competere sul mercato europeo.

**Tavola 2.4 – Il consolidamento nel settore bancario dei Peco**

Cause	Conseguenze
Consolidamento tra banche bidder	Consolidamento tra banche target
Costi crescenti per l'apertura di nuove filiali	Ingresso di banche UE nel mercato tramite M&A
Politiche dei governi dirette alla razionalizzazione del sistema	Riduzione del numero di banche di piccole dimensioni
Ingresso dei big player UE	Ulteriore consolidamento

Fonte: Arnaboldi, 2004, p. 353

**2.3.2 LA CRESCITA ESTERNA DELLE BANCHE NEI PECO: ALCUNE RIFLESSIONI**

Lo scenario dei Peco è particolarmente dinamico: alcuni gruppi internazionali come Kbc, Hypo Vereinsbank, Erste Bank e Unicredito controllano la maggior parte degli asset, della rete distributiva e dei profitti generati dalla banche dell'area; altri come IntesaBci, Société Générale, Rzb e Citigroup stanno incrementando la loro quota di mercato e la loro presenza nella regione, mentre alcuni player come Ing, Otp, National Bank of Greece, Efg e Volksbank hanno iniziato a sviluppare solo recentemente una strategia di ingresso.

I Peco, dal canto loro, sembrano aver tratto beneficio dall'aumento di concorrenza nel settore bancario e dalla forte presenza di investitori esteri. I margini dei tassi di interesse sono diminuiti in modo significativo e per alcuni segmenti di mercato sono inferiori al livello UE.

In alcuni casi le banche operanti nell'area hanno adottato una strategia di ingresso orientata al segmento retail, focalizzandosi sui prestiti alle piccole e medie imprese e alle famiglie, sostenendo la crescita dell'economia reale. Al miglioramento delle condizioni economiche corrisponde il progressivo incremento del numero dei soggetti a basso reddito che diventano "bancabili"<sup>138</sup>.

In altri casi, la strategia di ingresso adottata ha perseguito il soddisfacimento della domanda di servizi corporate; in tal senso le banche si sono poste come partner per le multinazionali che richiedevano un servizio di one-stop-shop nei Peco. In un secondo momento hanno esteso il loro servizio anche alle imprese locali di maggiori dimensioni e agli *high net worth individuals*, limitatamente ad alcuni prodotti. Infine ultima linea strategica tra le alternative ha riguardato l'acquisto di banche retail locali al fine di costituire una piattaforma unica di *universal banking*.

<sup>138</sup> Si ricorda infatti che i primi prodotti che si sono sviluppati nell'area hanno soddisfatto la domanda relativa ai mutui ipotecari e al leasing sulle automobili.

Il consolidamento nell'area è destinato a perdurare almeno nel breve-medio periodo a causa del processo di convergenza verso l'UE<sup>139</sup>. Numerosi fattori incidono sulle strategie di ingresso ma, senza dubbio, le opportunità di extra-profitti sono una delle motivazioni principali che hanno spinto le banche europee a espandersi nei Peco soprattutto per quegli intermediari che sperimentavano dei momenti di congiuntura negativa sul mercato domestico. La specificità delle economie di transizione, come la ristrutturazione del settore bancario e la conseguente privatizzazione di numerosi istituti, fornisce incentivi agli investitori stranieri per l'ingresso nel mercato attraverso acquisizioni di intermediari locali, piuttosto che attraverso altre tipologie di accordi. La maggior parte delle banche che hanno raggiunto quote di mercato significative nell'area hanno enfatizzato gli investimenti in IT e nei callcenter, con l'obiettivo di rafforzare la relazione con la clientela e hanno implementato politiche di risk management e di più stretto controllo dei costi eliminando le fonti di duplicazione degli stessi (Arnaboldi, 2004, pp. 348-358).

#### **2.4 GLI EFFETTI DELLE OPERAZIONI DI M&A SUL GRADO DI CONCENTRAZIONE NEL SETTORE BANCARIO**

Nell'arco dell'ultimo decennio le banche italiane si sono trovate a operare in un contesto ambientale contraddistinto da livelli crescenti di competitività. La necessità di rispondere in modo efficace alle nuove sfide competitive ha indotto le banche italiane ad avviare processi di aggregazione sia a estendere, attraverso gli investimenti diretti, la propria rete distributiva mediante la diffusione di sportelli leggeri o differenziati per segmento di utenza su aree geografiche sempre più vaste.

L'intensità dei processi di M&A fra banche italiane induce a considerare l'incidenza del fenomeno secondo un duplice punto di vista. Da un lato non vanno trascurati i possibili effetti distorsivi che il fenomeno potrebbe causare sul livello di concorrenza del sistema; dall'altro altrettanto degni di attenzione sono i benefici ottenuti rispetto a quelli ricercati in termini di efficienza e di competitività delle singole imprese e del sistema nel suo complesso.

---

<sup>139</sup> Si ricorda, in particolare, che Spagna, Portogallo, e Irlanda hanno sperimentato tassi di crescita dell'economia reale del 2-3% superiori alla media UE per circa i 20 anni successivi all'ingresso nell'unione.

Uno degli aspetti legati all'attività di M&A è costituito dall'influenza che essa esercita sulla concentrazione strutturale del sistema bancario. I criteri attraverso i quali essa può essere calcolata sono essenzialmente due:

- il *concentration ratio*  $x$  (CR $x$ );
- l'indice di Herfindahl-Hirschmann<sup>140</sup> (HHI).

I dati raccolti per gli anni 1995-2000 hanno permesso alla BCE di effettuare alcune considerazioni di carattere generale. In primo luogo si è constatato come l'andamento dell'indice di Herfindahl-Hirschmann e del *concentration ratio*  $x$  sia stato simile, il che dimostra come entrambe le tecniche risultino comunque efficaci. In secondo luogo si è rilevato come il livello di concentrazione sia stato più basso nei paesi più grandi (Germania e Inghilterra su tutti), e più alto in quelli minori (come ad esempio la Danimarca, l'Olanda e la Svezia), con le uniche eccezioni rappresentate dal Lussemburgo e dall'Irlanda –a causa della massiccia presenza di istituti creditizi stranieri– e dell'Austria, causa dell'elevato numero di banche di piccole dimensioni. Infine, è stato sottolineato come per la maggior parte degli Stati europei il livello di concentrazione sia andato costantemente aumentando per tutto il periodo considerato. In realtà in quel periodo si è assistito a un'intensa attività di M&A il che ha portato a supporre che ci fosse un legame fra la concentrazione del settore bancario e il numero delle operazioni di fusione e acquisizione che avevano luogo nel suo interno. L'unica anomalia è rappresentata dalla Grecia dove, nonostante il numero piuttosto cospicuo di operazioni di M&A, si è rilevato un costante declino dell'indice di concentrazione del mercato bancario. La motivazione risiede nel fatto che le operazioni hanno interessato istituti creditizi di dimensioni ridotte che hanno aumentato il proprio volume d'affari a un ritmo più veloce di quello delle grandi banche. Il mercato è diventato più frammentato e la quota degli istituti maggiori si è ridotta. Non emerge, invece, alcuna particolare relazione tra l'attività di M&A e la capacità produttiva del settore bancario (misurata dal numero di filiali e dipendenti). Si ritiene infatti che quest'ultima risenta

---

<sup>140</sup> È un indicatore di concentrazione usato per misurare il grado di concorrenzialità dei mercati. L'indice è dato dalla somma dei quadrati delle quote di mercato –esprese in percentuale– da ciascun agente. Il valore dell'indice è sempre positivo ed è al massimo pari a 10.000 nel caso vi sia un solo agente nel mercato. Un valore compreso tra 1.000 e 1.800 indica che il mercato è moderatamente concentrato. Un valore dell'indice superiore a 1.800 si registra in mercati concentrati. In formula:

$$HHI = \sum_{i=0}^n (q_i * 100)^2$$

Per ulteriori approfondimenti sull'indice di Herfindahl si veda più diffusamente Austin, 1988.

maggiormente dell'influenza di altri fattori il progresso tecnologico e/o le condizioni del mercato del lavoro. Inoltre, gli effetti provocati dalle operazioni di M&A sul grado di concentrazione del settore bancario si manifestano immediatamente, mentre quelli sulla capacità produttiva necessitano di un lasso di tempo maggiore per essere tangibili.

Nelle tabelle successive si riporta il valore dell'indice di Herfindahl nel 2004 con riferimento all'Europa dei 25 e l'evoluzione dell'indice nell'Europa dei 12.

**Tabella 2.8 – L'indice di Herfindahl in Europa (anno 2004)**

<b>Paesi</b>	<b>Indice di Herfindahl</b>
Belgio	2.100
Repubblica Ceca	1.103
Danimarca	1.146
Germania	178
Estonia	3.887
Grecia	1.069
Spagna	482
Francia	623
Irlanda	556
<b>Italia</b>	<b>230</b>
Cipro	1.365
Latvia (Lettonia)	1.021
Lituania	1.854
Lussemburgo	304
Ungheria	795
Malta	2.015
Olanda	1.726
Austria	552
Polonia	692
Portogallo	1.093
Slovenia	1.425
Slovacchia	1.154
Finlandia	2.680
Svezia	854
Inghilterra	376
<b>Media</b>	<b>1.171</b>

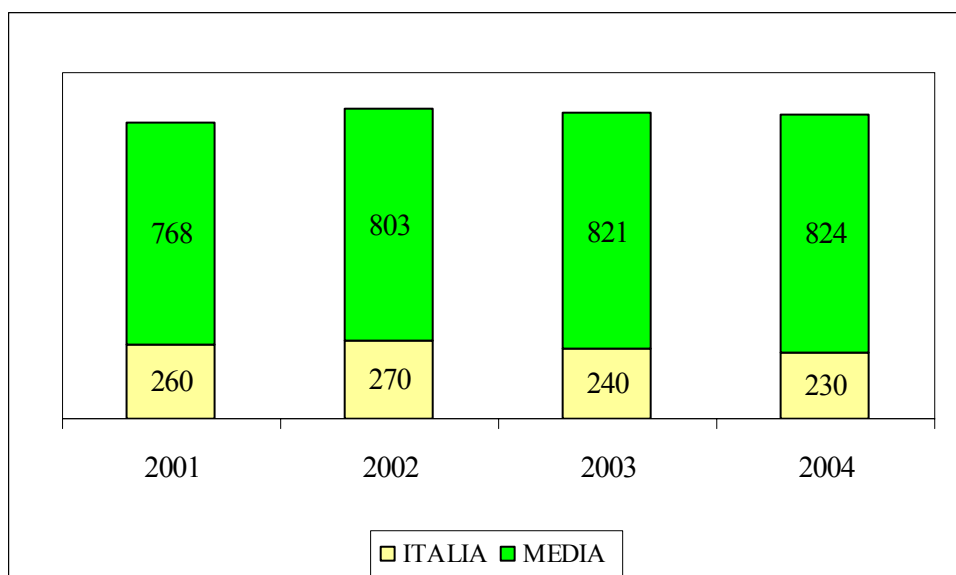
Fonte: BCE, 2005

**Tabella 2.9 – L'evoluzione dell'indice di Herfindahl in Europa**

<b>Europa dei 12</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
Belgio	1.587	1.905	2.065	2.100
Danimarca	1.119	1.145	1.114	1.146
Germania	158	163	173	178
Grecia	1.113	1.164	1.130	1.069
Spagna	551	529	521	482
Francia	606	551	597	623
Irlanda	512	553	562	556
<b>Italia</b>	<b>260</b>	<b>270</b>	<b>240</b>	<b>230</b>
Lussemburgo	275	296	315	304
Olanda	1.762	1.788	1.744	1.726
Portogallo	991	963	1.043	1.093
Inghilterra	282	307	347	376
<b>Media</b>	<b>768</b>	<b>803</b>	<b>821</b>	<b>824</b>

Fonte: BCE, 2005

Come risulta dai dati evidenziati nella precedente tabella, rispetto al valore medio l'indice di Herfindahl rilevato in Italia nel periodo considerato è di gran lunga inferiore al valore medio pur andando incrementandosi nel corso del periodo considerato (si veda in proposito il graf. 2.3). Rispetto ai valori assoluti è superiore solo al valore rilevato in Germania.

**Grafico 2.3 – L'evoluzione dell'indice: un confronto**

Fonte: BCE, 2005

**PARTE TERZA**

**LE OPERAZIONI DI CRESCITA ESTERNA NEL SETTORE BANCARIO: UNA LEVA  
STRATEGICA PER L'IMPRESA**



## CAPITOLO I

### IL FINANCIAL ADVISORING TRA LE VARIABILI CRITICHE DEI PROCESSI ACQUISITIVI

#### 1.1 I FATTORI CHE INFLUENZANO IL SUCCESSO DELLE ACQUISIZIONI

L'evoluzione dimensionale è un fattore fisiologico per la maggior parte delle aziende soprattutto per motivazioni di tipo strategico. In alcuni settori la crescita rappresenta un requisito essenziale e imprescindibile necessario ad assicurare buoni livelli di competitività settoriale; ma anche in quei comparti dove i fattori di scala non rappresentano un elemento competitivo fondamentale (come nel caso di alcune nicchie del settore meccanico e tessile) una maggiore dotazione di capitale umano, tecnologico e finanziario conferisce maggior dinamicità alle imprese che intervengono in un contesto competitivo allargato. Pertanto, per le imprese avvertono la necessità di crescere, le operazioni di M&A costituiscono un sistema tra i più veloci nell'assicurare la rapida acquisizione di risorse.

Come già indicato nelle pagine precedenti<sup>141</sup>, i due terzi delle operazioni di M&A non riescono a creare valore per gli azionisti, ma allo stesso tempo vengono realizzate operazioni in grado di generare risultati estremamente positivi. Ne consegue la presenza di indubbi fattori di successo che, in prima battuta, sembrano più legati alle caratteristiche specifiche dell'acquirente che non al tipo di operazione e alla possibili sinergie ottenibili.

Tra i fattori che influenzano il successo delle acquisizioni assume particolare importanza la relazione esistente tra la dimensione dei *deals* e i risultati ottenuti. Se si considera la dimensione dei *deals* in termini relativi, ovvero in percentuale sulla capitalizzazione degli acquirenti, si registra una correlazione inversa con gli *excess returns*<sup>142</sup>. In altre parole, per la maggior parte dei casi gli acquirenti di successo sono quelli che comprano aziende piccole rispetto alle loro dimensioni. Questo risultato è coerente con la delicatezza della fase post-integrazione, poiché le difficoltà e i vincoli di

---

<sup>141</sup> Si veda in proposito la verifica empirica condotta dalla Bain & Company, per la quale solo il 33% delle acquisizioni genera valore per gli azionisti. Per la McKinsey la soglia scende al 23%. La Bain & Company ha analizzato 10.000 acquisizioni riferite a un campione di oltre 1.000 società, presenti per due terzi negli Stati Uniti e per il resto in Europa, con fatturato superiore ai 500 milioni di dollari nel 2000 e che risultavano quotate nel 1986. L'osservazione è stata condotta per 15 anni fino al 2001. Per ulteriori informazioni si rimanda a Rovit-Lemire, 2003.

<sup>142</sup> Sono definiti come il ritorno complessivo agli azionisti (incremento del valore azionario più dividendi) meno il costo del capitale.

gestione di tutto il processo sono inferiori quando l'acquirente, in virtù della propria maggiore dimensione, non incontra ostacoli nell'imporre le proprie regole. Dalla verifica empirica citata emerge, in relazione al contesto europeo, che il limite dimensionale soglia è del 20% rispetto al valore della transazione: gli acquirenti che si focalizzano su operazioni al di sotto di questo valore ottengono un rendimento più che doppio rispetto alle aziende concentrate su operazioni maggiori. Quindi all'aumentare delle dimensioni si riducono i rendimenti. La giustificazione si lega al fatto che lo sbilanciamento dimensionale comporta delle conseguenze, nelle varie fasi del processo, soprattutto in relazione alla fase post-merger, che hanno un impatto più contenuto o comunque maggiormente controllabile se la target acquisita ha dimensioni più contenute rispetto a quelle dell'acquirente.

Altro fattore che influenza il successo delle operazioni di M&A riguarda la relazione positiva esistente fra la frequenza delle operazioni e gli *excess returns*. Nello specifico, gli acquirenti che registrano un'attività più intensa nel settore M&A sono gli stessi che realizzano risultati migliori. In Europa, con riferimento alla verifica empirica della Bain & Company, le aziende che hanno portato a termine più di 30 operazioni nel periodo considerato hanno mediamente registrato performance superiori del 40% rispetto a quelle aziende che avevano acquisito da una a quattro target e di quasi il 100% rispetto a quelle aziende che non avevano avviato alcuna operazione<sup>143</sup>. Negli Stati Uniti la relazione risulta confermata conferendo una validità generale alla relazione fra la continuità delle operazioni e gli *excess returns*. Le motivazioni risiedono nel maggior livello esperienziale che il management sviluppa nella gestione delle operazioni di M&A aumentando la velocità e l'efficacia dell'integrazione; nell'utilizzo di processi e sistemi per una gestione organizzata nei tempi e nelle fasi che compongono il processo e infine nella possibilità di lavorare con un management team stabile che offre maggiori garanzie nella verifica della coerenza strategica dell'operazione. Questi aspetti

---

<sup>143</sup> Nell'ambito della ricerca della Bain & Company uno dei principali obiettivi era quello di distinguere le acquisizioni condotte per finalità opportunistiche o speculative rispetto a quelle rientranti in un piano di sviluppo strutturato. A tal fine gli acquirenti sono stati segmentati in quattro categorie:

- acquirenti abituali (*constant acquirers*): acquistano indifferentemente in tutte le fasi del ciclo;
- acquirenti anticipatori (*recession acquirers*): intensificano la frequenza delle operazioni durante le recessioni;
- acquirenti reattivi (*growth acquirers*): acquistano principalmente nei periodi di crescita;
- acquirenti occasionali (*doldrum acquirers*): il loro comportamento di acquisto non è inquadrabile in nessuna delle precedenti categorie.

Il risultato più interessante è che i maggiori successi sono stati conseguiti dalla prima categoria.

sintetizzano la curva di esperienza delle acquisizioni: *M&A learning curve* (Conca, 2005, pp. 197-208).

## 1.2 IL FINANCIAL ADVISORING NELLE OPERAZIONI DI CRESCITA ESTERNA E I VANTAGGI COMPETITIVI PER LE BANCHE

Le operazioni di finanza straordinaria implicano decisioni di grande portata strategica e, in quanto tali, necessitano di un accurato processo di analisi che consenta di soppesarne e valutarne tutti gli aspetti. Le decisioni riguardanti le operazioni di M&A hanno forti probabilità di essere realizzate con successo solo se rientrano in un disegno strategico articolato.

Tra i fattori che si prestano al buon fine delle operazioni in esame peculiare importanza, all'interno di tutto il processo, assume la presenza dell'intermediario finanziario che interviene nel processo in qualità di *advisor*, le cui competenze specialistiche possono determinare l'esito positivo delle operazioni in esame già dalle fasi primordiali del processo medesimo.

Il pacchetto di attività svolte da un *advisor* nell'ambito di un intervento a supporto di un'operazione di M&A è molto ampio e difficilmente generalizzabile, a fronte della complessità e specificità che ogni transazione presenta, al punto da richiedere un intervento altamente personalizzato.

Come più volte sottolineato, la struttura del tessuto imprenditoriale italiano presenta caratteristiche tali da rendere la relazione con gli intermediari creditizi difficile e spesso inefficace, a causa delle asimmetrie informative che si originano soprattutto dalle imprese a conduzione familiare<sup>144</sup>.

Alla base di un corretto rapporto consulenziale vi è la fiducia: la concessione della fiducia da parte dell'impresa si basa sul fatto che il consulente deve seguire una certa regola di comportamento che tuttavia non è definibile nel contratto<sup>145</sup>.

---

<sup>144</sup> La componente relazionale è ulteriormente accentuata dal particolare modello dell'impresa italiana che è di tipo familiare e dove la forte commistione tra proprietà e controllo si traduce spesso in una scelta dei consulenti aziendali da parte dell'imprenditore su un rapporto personale. Tale modello relazionale non è bene adattabile alla banca commerciale che al contrario ha la maggioranza delle proprie attività di tipo transazionale, dove di volta in volta vengono rinegoziati i termini della prestazione attraverso la stipulazione di un contratto o la modificazione di uno precedente.

<sup>145</sup> L'accettazione da parte dell'impresa del potere decisionale del consulente prevede due possibili piani di azione:

- il riconoscimento al consulente di competenze tecniche che attribuiscono a esso un'autorità materiale, che tuttavia perde di importanza quanto maggiore è l'incapacità dell'impresa di

Specificamente, soprattutto per le operazioni originate dalle piccole e medie imprese, la capacità di intraprendere relazioni di tipo consulenziale dipende in buona parte dalla capacità di sviluppare rapporti fiduciari con l'impresa, pertanto, la banca deve essere in grado di generare attività a elevato contenuto relazionale al fine di guadagnare la fiducia dell'impresa cliente. Ovviamente il suddetto rapporto consulenziale non sempre risulta semplice. Possono verificarsi alcune situazioni che ne limitano la funzionalità: da un lato, il contratto prevede una delega dell'impresa al consulente che può scegliere discrezionalmente la prestazione che riterrà più opportuna; dall'altro, il risultato generalmente dipende dalla prestazione del consulente il quale può rappresentare il soggetto unico detentore di specifiche informazioni utilizzate per il raggiungimento dei risultati preposti.

Tuttavia le imprese mostrano particolare interesse ad avere un rapporto di qualità con le banche. Esse, infatti, non solo richiedono ingenti disponibilità di capitali per supportare la propria crescita, ma ricercano soluzioni di finanziamento in grado di combinare l'offerta finanziaria, proveniente dal mercato dei capitali, con la domanda finanziaria, determinata dalle esigenze strategiche dell'impresa.

La banca deve assumere un nuovo ruolo che, superando quello tradizionale di fornitore di capitale di credito, deve risolvere le questioni gestionali di carattere finanziario, garantendo risposte tempestive e flessibili alle richieste dell'impresa e fornendole un'ampia gamma di prodotti e servizi capaci di soddisfare pienamente le nuove e più sofisticate esigenze della funzione finanziaria<sup>146</sup>, in sintesi, deve proporre un'attività di elevato contenuto consulenziale che si identifica nel *financial advising*.

Essa necessita di competenze che spesso non fanno parte del bagaglio di operatività tipico della banca italiana, a lungo identificata come sola banca commerciale e di rado naturale interlocutore dell'azienda nella consulenza finanziaria. È infatti esistita una

---

riconoscere le competenze utilizzate. Tale componente è tipica delle relazioni contrattuali a natura transazionale (come la redazione di un business plan o l'estensione di una perizia valutativa);

- il riconoscimento al consulente di un'autorità formale, poiché l'impresa si fida di qualcuno che agisce nel proprio interesse. Tale componente è tipica della relazione fiduciaria di lungo termine (come in un'operazione di M&A o nella raccolta di capitale per lo sviluppo).

Sebbene nella realtà entrambe le componenti siano presenti, è importante sottolineare che minori sono le competenze tecniche e la capacità di valutazione autonoma dell'impresa e maggiore sarà il peso della componente fiduciaria sulla legittimazione dell'autorità professionale del consulente. Questo spiega perché nelle PMI riescono a operare consulenti dal basso grado di autorità materiale.

<sup>146</sup> In tale contesto, è chiaro che, da un lato, le imprese richiedono un rapporto più concentrato selezionando tra le banche quelle che offrono maggiori garanzie in termini di operatività, dall'altro, le banche, constatato che un numero crescente di imprese richiede soprattutto la soluzione ai propri problemi di natura finanziaria, possono far leva su un livello più riqualificato del rapporto, ottenuto grazie all'erogazione di servizi finanziari specialistici. Si vedano, tra gli altri, Caselli (2003<sub>a</sub>); Zara (2001).

netta separazione fra banche commerciali, focalizzate soprattutto sull'attività di *lending*, e “non attrezzate” per curare le operazioni in oggetto, e consulenti finanziari i quali si articolano principalmente in due categorie:

- le *investment banks* di matrice anglosassone sulle operazioni di grosso taglio tra cui anche le *M&A cross-border*;
- gli studi professionali, in maggioranza commercialisti, sulle operazioni di piccolo taglio.

La profonda diversità dei fattori critici di successo tra l'attività di finanziamento ordinario e l'attività straordinaria determina l'assenza di reali vantaggi competitivi per le banche commerciali che entrano nel settore del *financial advising* anche in virtù dei diversi modelli organizzativi necessari allo svolgimento di entrambe.

Il *financial advising* richiede che l'organizzazione adotti una struttura orizzontale e piatta, articolata per *team*<sup>147</sup> “dedicati” alle singole operazioni e orientati al *problem solving*, cultura aziendale lontana da quella di cui sono portatrici le banche commerciali, per lo più orientate a una divisione del lavoro poco flessibile e a strutture di tipo verticale organizzate gerarchicamente.

Queste considerazioni rappresentano un deterrente per le banche commerciali le quali trovano più opportuno rimanere concentrate nel proprio *core business*. Va tuttavia ricordato che è nell'interesse della banca cercare di conquistare una fetta importante del business che la finanza straordinaria offre loro soprattutto in termini di difesa e di mantenimento delle posizioni attuali nelle relazioni clientelari. Precludersi la possibilità di offrire un servizio di consulenza nell'ambito delle operazioni straordinarie, divenute quasi una tappa obbligata nella vita di tutte le imprese, porterebbe le banche a diventare solo fornitori di denaro con conseguente indebolimento della loro posizione anche nell'attività ordinaria.

Dal punto di vista della domanda il mercato imprese troverebbe nei confronti del mondo bancario il *partner* ideale per la consulenza finanziaria, infatti la struttura attuale dell'offerta, polarizzata tra *investment banks*, prevalentemente estere, e studi professionali, pone un problema alla soddisfazione di un bisogno sentito dalle imprese

---

<sup>147</sup> La costituzione del team deve tenere conto dei seguenti criteri:

- deve ricomprendere al proprio interno un'ampia gamma di competenze e conoscenze contabili, finanziarie, di settore, fiscali;
- deve essere dotato di autonomia decisionale, in modo da garantire rapidità di intervento;
- deve essere composto da risorse umane che ricoprono specifici ruoli.

Per ulteriori approfondimenti si veda Zara (2001, p. 129).

di medio-piccole dimensioni di cui il tessuto industriale italiano risulta costituito in modo capillare. Infatti le PMI, che si trovano ad affrontare fabbisogni finanziari straordinari, difficilmente riuscirebbero a rivolgersi alle *investment banks* a causa non solo degli elevati costi di accesso, ma anche del taglio più ridotto delle operazioni che scarsamente susciterebbe il loro interesse poiché comporterebbero l'introito di più basse commissioni. Ne consegue un vuoto di offerta nel segmento di mercato delle operazioni di piccole dimensioni che spesso richiede un affiancamento, volto a coprire delle carenze manageriali interne, che potrebbe essere colmato dalle banche commerciali disposte ad avvicinarsi "culturalmente" alle imprese. Queste, il più delle volte sono a gestione familiare, adottano un modello gestionale sostanzialmente chiuso e autoreferente che comporta il sorgere di una relazione cliente/consulente molto particolare, basata sulla conoscenza personale dell'imprenditore. Altro elemento che depone a favore della banca, in un'ottica di *partner* finanziario ideale, risiede nel fatto che questa sviluppa un rapporto diretto con l'impresa e sfrutta le economie di scala derivanti dalla molteplicità dei rapporti intrattenuti, da cui deriva una superiore capacità, rispetto al mercato, di selezione e monitoraggio dei progetti di investimento. In realtà, almeno in Italia, l'evidenza empirica dimostra un esiguo coinvolgimento delle banche come protagoniste nelle operazioni di finanza straordinaria.

L'assenza delle banche italiane nel segmento dell'*advisoring* è dovuta sia a carenze interne e di sistema sia a problematiche di natura esogena come la specializzazione, imposta fino al 1993, che ha caratterizzato il nostro sistema finanziario o come l'insufficiente domanda da parte delle imprese di finanza diretta che non ha giustificato la nascita e lo sviluppo di banche di investimento che potessero confrontarsi con le banche commerciali. Infatti storicamente il *financial advisoring* era un'attività caratteristica dell'*investment banking* (Zara, 2001, pp. 22-31).

### **1.2.1 L'ATTIVITÀ DI FINANCIAL ADVISORING: LA FORMULA ORGANIZZATIVA**

L'evidente specializzazione dell'attività consulenziale a supporto delle operazioni in studio richiede alle banche un adeguamento della struttura organizzativa.

È necessario che l'advisor dedichi all'attività di consulenza finanziaria alle imprese un'apposita area di *business* con competenze specifiche e orientata al *problem solving*. Affinché un soggetto economico possa essere percepito come un efficace *problem solver*, prerequisito essenziale all'attività di *financial advisoring*, occorre che si sia

costruito una formula imprenditoriale internamente valida cioè che disponga di un insieme di competenze tecniche e relazionali, di risorse materiali e immateriali e di una struttura organizzativa coerente con il business che si intende svolgere e con le attese della clientela. La formula imprenditoriale che caratterizza il singolo *advisor* prende forma, da una scelta effettuata dallo stesso, con riferimento a tre dimensioni fondamentali:

- la clientela servita (C);
- l'area geografica prescelta (A);
- il tipo di prodotto che si è scelto di offrire (P).

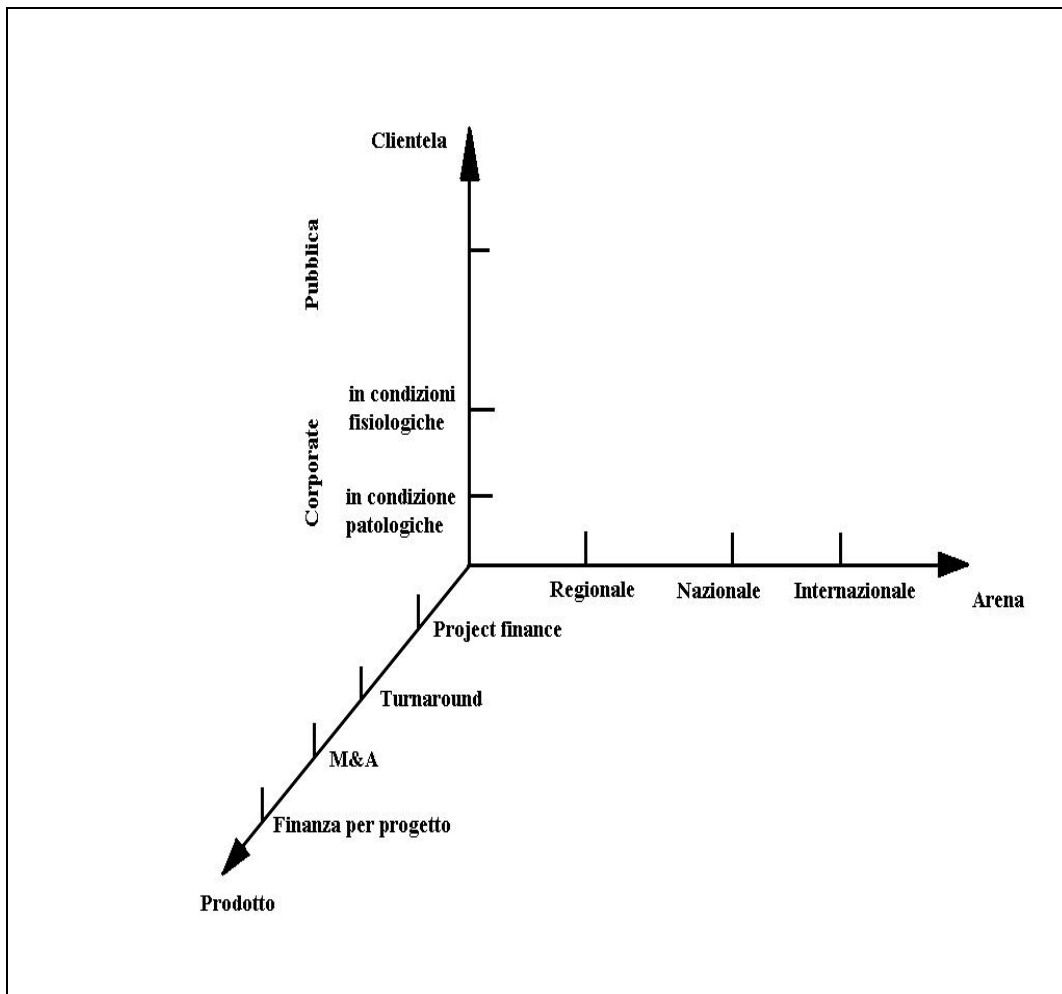
Ogni combinazione C-A-P individua uno specifico segmento di clientela da servire contraddistinto da un peculiare sistema competitivo. Dal posizionamento prescelto dal singolo *advisor*, in relazione alle tre variabili di cui sopra, dipendono la natura e l'intensità della competizione, le barriere all'entrata, i fattori critici di successo e il tasso di redditività di medio-lungo periodo.

Si possono indicare alcune macro-categorie che consentono l'individuazione di combinazioni C-A-P omogenee, infatti solo attraverso una segmentazione del business di *advisoring* si possono delineare i tratti della formula imprenditoriale più opportuna alla prestazione dell'attività di consulenza finanziaria e conseguentemente valutare le possibilità concretamente disponibili per le banche commerciali.

In riferimento alla variabile clientela si distingue il settore delle imprese private dal settore degli operatori pubblici, distinguendo ulteriormente tra le prime quelle che operano in condizioni di salute (fisiologiche) e quelle che si trovano in stato di crisi (patologiche).

Con riferimento all'ambito geografico si distinguono gli operatori intenzionati a competere su scala internazionale dagli operatori domestici ulteriormente distinguibili in base alla copertura parziale o totale del territorio. Con riferimento invece alla tipologia di prodotto l'attività base riguarda la finanza straordinaria nel cui ambito si considerano i servizi di riallocazione proprietaria, finanza per lo sviluppo, finanza finalizzata e patologia di impresa (si veda fig. 1.1).

**Figura 1.1 – Modello C-A-P (Clientela, Area, Prodotto)**



Fonte: Capizzi, 2001, p. 89

Dalla combinazione di questi elementi risultano essere tre i segmenti dotati di spiccata eterogeneità e in particolare:

- segmento I con combinazione C-A-P: clientela privata in condizioni fisiologiche, area geografica nazionale ed internazionale, assistenza nell'ambito delle operazioni di M&A;
- segmento II con combinazione C-A-P: clientela privata in condizioni patologiche, area geografica nazionale, intervento di ristrutturazione;
- segmento III con combinazione C-A-P: clientela public, area locale, assistenza nell'ambito della finanza finalizzata (Capizzi, 2001, pp. 87-90).



### **1.2.2 LE PECULIARITÀ DELLA STRUTTURA AZIENDALE DEI FINANCIAL ADVISORS OPERATIVI NEL SEGMENTO M&A**

Le varie fasi del processo produttivo che portano alla realizzazione di un'operazione di M&A, richiedono, per la loro positiva esecuzione, la presenza di alcuni fattori critici di successo; per alcuni di essi è strategicamente conveniente il possesso all'interno della struttura dell'*advisor*, simmetricamente vi sono fasi, invece, che necessitano di professionalità e competenze che, pur svolgendo un ruolo significativo nell'ambito della catena del valore che caratterizza il segmento delle operazioni di M&A, potrebbero esser lasciate al di fuori dell'organizzazione dell'intermediario e attinte quando richiesto da specifiche esigenze. Non esiste una soluzione strutturale "univoca"; l'osservazione empirica di *investment banks* e divisioni *corporate* di istituzioni creditizie e finanziarie sembrerebbe evidenziare due filosofie contrapposte nell'organizzazione dell'attività di *financial advising*.

Una prima impostazione è riscontrabile nella struttura organizzativa di quei soggetti (quali ad esempio Kpmg, Price Waterhouse-Coopers) che preferiscono mantenere uno stretto controllo su ciascuna delle fasi in cui si concretizza un intervento quale quello in esame; questo implica che l'organizzazione interna dell'*advisor* debba disporre di tutte le risorse e competenze a tale scopo necessarie in modo da mantenere il controllo su tutti i fattori critici di successo. La *ratio* di una simile impostazione risiede nella volontà dell'*advisor* di conseguire benefici economici sotto forma di economie di scopo, ossia riduzioni nei costi medi derivanti dalla produzione e distribuzione congiunta di più output. Questa struttura porta ad una completa integrazione verticale dell'*advisor*.

Una seconda impostazione, adottata principalmente dalle banche d'affari, prevede il controllo, e quindi l'internalizzazione, di alcuni fattori critici di successo chiave e il ricorso a risorse esterne per il reperimento di quelle professionalità e capacità tecniche che, pur essendo indispensabili ai fini della realizzazione del servizio di assistenza offerto, non si ritiene assolutamente necessario incorporare all'interno della struttura dell'*advisor*. Questa filosofia consulenziale è coerente nel caso di soggetti economici sorti con l'obiettivo di favorire la realizzazione di operazioni di finanza straordinaria e non anche alle prese con il problema di migliorare l'efficienza nell'utilizzo delle risorse a propria disposizione.

Questa impostazione è caratteristica di *investment bank* di emanazione non bancaria che può contare su struttura più flessibile rispetto alle divisioni *corporate* di banche

commerciali, indispensabile del resto per sopravvivere in un settore dotato di forte sbilanciamento nella dinamica dei flussi in entrata e in uscita.

Questo richiede a tali soggetti il solo presidio delle competenze chiave cercando al contempo di sviluppare una serie di relazioni interaziendali con singoli professionisti in grado di apportare le competenze necessarie, che se integrate appesantirebbero la struttura dell'*advisor* senza incrementarne la capacità di gestione delle operazioni di M&A (Capizzi, 2001).

### 1.2.3 LA DOMANDA E L'OFFERTA DI FINANCIAL ADVISORING

I cambiamenti che hanno interessato il sistema economico del Paese hanno intensificato sia la domanda che l'offerta di servizi di *advisoring* finanziario.

Per potere analizzare l'effettiva domanda dei servizi di *financial advisorng* occorre porre attenzione su alcuni specifici elementi che distinguono le imprese italiane, in particolare si fa riferimento a:

- assetti proprietari;
- dimensione strutturale;
- modello di *corporate governance*.

Per quanto concerne il primo aspetto, i servizi di *advisoring* finanziario hanno riscontrato un forte interesse oltre che dalle imprese private anche dalle pubbliche amministrazioni.

Specificamente, le imprese private hanno iniziato a porre attenzione alla propria funzione finanziaria<sup>148</sup>, e di conseguenza a tutte quelle attività dirette alla crescita e al riequilibrio della struttura finanziaria aziendale. In particolare, esse sono state indotte verso la trasformazione del rapporto con i finanziatori, rendendolo di tipo meno opportunistico e più di *partnership*, per essere in grado di affrontare le complesse situazioni aziendali in cui potrebbe incorrere.

Le amministrazioni pubbliche, invece, hanno posto particolare attenzione sui temi dello sviluppo e della competitività del territorio e sulla crescente necessità di integrare le risorse finanziarie con la finanza privata; pertanto, esse sono sempre più interessate a ricercare partner in grado di aiutarle, dal momento che al loro interno non hanno le competenze tecniche per attirare investitori esterni che partecipino ai loro progetti e

---

<sup>148</sup> Come ad esempio i casi di finanziamento degli start up di aziende nelle nuove tecnologie.

consentano la realizzazione di specifici servizi quali ad esempio quelli relativi al *project finance*.

Per quanto concerne il secondo aspetto, ossia la dimensione strutturale, le imprese possono essere distinte in imprese di dimensioni medio-grandi, generalmente quotate, che necessitano di una forma di assistenza continua per una corretta gestione dei rapporti con il mercato dei capitali e, quindi, richiedono la presenza di un *financial advisor* stabile, e le imprese di minori dimensioni, generalmente non quotate, che possono richiedere il sostegno di un *financial advisor* solo in alcuni specifici momenti del proprio ciclo di vita.

Per quanto riguarda l'ultimo aspetto, si può dire che le imprese distinte da differenti modelli di *corporate governance* mostrano specifiche necessità in termini di consulenza. In particolare, le imprese caratterizzate da una forte separazione tra la proprietà e il controllo ricorrono frequentemente a professionisti esterni per disporre di quelle competenze che non possiedono al proprio interno, adottando un modello di gestione delle relazioni che è incentrato sulle capacità tecniche della controparte. Le imprese familiari, invece, caratterizzate da una forte commistione tra la proprietà e il controllo, mostrano una presenza di *manager* esterni limitata a figure operative con un basso grado di professionalità e con potere decisionale nullo, infatti, l'imprenditore rimane il principale centro decisionale dell'impresa. Tuttavia, alcune tipologie di imprese familiari hanno comunque avviato un processo di managerializzazione della propria struttura hanno così iniziato a mostrare interesse verso i contributi professionali esterni evidenziando lo sviluppo di un modello delle relazioni.

Per quanto riguarda il caso italiano, è noto come le imprese siano prevalentemente di piccole e medie dimensioni e a carattere familiare con una forte commistione tra la proprietà e il controllo. In tal senso, si assiste a una scarsa propensione all'inserimento in azienda dell'apporto manageriale esterno, all'assenza dell'esercizio della delega da parte dell'imprenditore e alla mancanza di interesse verso la professionalizzazione della struttura, spiegabile in parte con il basso grado di istruzione dell'imprenditore.

Pertanto, il rapporto che si instaura tra l'imprenditore e i soggetti esterni è prevalentemente di tipo personale e fiduciario e di conseguenza per la banca si manifesta il problema relativo alla sua capacità di far parte come consulente finanziario

in questo tipo di imprese poiché tende invece a proporsi più seguendo un modello di tipo transazionale<sup>149</sup>.

In tal senso, nel caso italiano specifico, la relazione tra l'imprenditore e il consulente esterno non può essere descritta come un tipico rapporto di agenzia ma deve essere interpretata come un rapporto di carattere fiduciario che perdura nel tempo.

A tali considerazioni, inoltre, si deve aggiungere che “la funzione finanziaria delle imprese dovrà evolversi nei prossimi anni, infatti, da una parte, dovrà ricoprire un ruolo importante nell'individuazione e nel reperimento dei capitali esterni, dall'altra, dovrà portarsi più vicina al *business* e alle esigenze della linea perché le imprese potranno permettersi sempre meno delle costose strutture di *staff* di utilità incerta”. In tal senso, è necessaria la presenza di consulenti con grande professionalità, orientati al *problem solving*; pertanto, le imprese dovranno adeguare la propria funzione finanziaria introducendo dei manager professionali.

Inoltre, il crescente sviluppo di imprese innovative ha evidenziato come queste richiedano elevate esigenze finanziarie che non facilmente riescono a reperire sul mercato, pertanto, la funzione finanziaria assume per loro una notevole importanza fin dalle prime fasi di sviluppo e il rapporto con i propri finanziatori “presenta dei caratteri più prossimi al modello professionale/transazionale fino al caso limite in cui, a seguito dell'ingresso nella compagine societaria di fondi chiusi specializzati (*venture capital*) che apportano capitale di rischio necessario per sostenere i programmi di crescita, la gestione del rapporto medesimo viene delegata dall'imprenditore a un manager dedicato e inserito in azienda dall'investitore istituzionale”.

Dal lato dell'offerta, le pressioni competitive provenienti dal mercato hanno indotto le banche ad adattare la propria offerta alle esigenze mutevoli della domanda

---

<sup>149</sup> “Inoltre, gli imprenditori quando decidono di accettare contributi esterni preferiscono spesso creare un gruppo dirigente mediante una serie di assunzioni, che è una forma di vincolo forte per i seguenti motivi:

- per cultura del mondo imprenditoriale italiano che non è abituato ad andare sul mercato a comprare le competenze tecniche che necessitano di volta in volta;
- per carenze tecniche proprie che rendono difficile effettuare una valutazione rapida della professionalità della controparte;
- per scarso inserimento della PMI nel network finanziario che la porta a essere lontana dai tempi e a non conoscere gli attori che lo compongono;
- per assenza di accountability visto che l'imprenditore deve rendere conto delle proprie scelte solo a se stesso e non ha bisogno di interventi indipendenti (Zara, 2001, p. 33)”.

intensificando così lo sviluppo della finanza innovativa<sup>150</sup>. Infatti, le banche devono essere in grado di rispondere alle tendenze del mercato non solo al fine di incrementare la propria attività quanto di sviluppare un rapporto continuativo con la clientela imprese. In tal senso, le banche devono essere capaci di offrire consulenza e servizi nell'ambito della finanza straordinaria e non essere solo dei semplici finanziatori.

Attualmente, la struttura dell'offerta è sostanzialmente polarizzata tra *investment banks* estere e studi professionali, pertanto le imprese -soprattutto di piccole e medie dimensioni- bisognose di assistenza tendono a rivolgersi alle banche poiché, da un lato, le *investment banks* richiedono elevati costi, dall'altro, lo studio professionale può essere non in grado di affrontare operazioni complesse per carenze di competenze tecniche e relazionali<sup>151</sup>.

In tal senso, l'offerta potenziale di servizi finanziari, di una certa complessità, alle imprese di minori dimensioni risulta spesso piuttosto ridotta e limitata a semplici operazioni di finanza; per tale motivo, dunque, in tali tipologie di imprese è richiesto un intervento volto a coprire le carenze manageriali interne, che potrebbe essere colmato proprio dalle banche, le quali in tal modo potrebbero cogliere l'occasione per rafforzare il rapporto con la propria clientela o avviare un nuovo rapporto nell'ambito della finanza ordinaria di impresa.

È evidente che il successo di tale ingresso dipende anche dalla capacità della banca di avvicinarsi culturalmente all'impresa di piccola dimensione la quale adotta un modello di *corporate governance* chiuso e che determina una relazione tra impresa cliente e consulente particolare, basata sulla conoscenza personale dell'imprenditore.

A tal punto occorre evidenziare le principali operazioni che generano un'attività di financial advising che in genere possono essere distinte in:

- quotazione nel mercato azionario (collocamenti sul mercato primario e assistenza sul secondario);
- riallocazione proprietaria (M&A, acquisition finance, MBO-MBI, privatizzazioni);

---

<sup>150</sup> “La richiesta di finanza strategica da parte delle imprese –pubbliche e private- se rimane insoddisfatta rischia di spostare la clientela dalle banche e mercati nazionali alle banche e mercati esteri; il passaggio dall'offrire soluzioni ai fabbisogni finanziari straordinari all'offerta di prodotti per l'attività ordinaria può essere una mossa fattibile per molti concorrenti esteri e, in prospettiva, può spiazzare gli intermediari e i mercati italiani sulla clientela a maggior valore aggiunto” (Zara, 2001, p. 10).

<sup>151</sup> Per quanto concerne le competenze relazionali, esse assumono un ruolo importante fin dal momento in cui la banca instaura una forma di contatto con la propria impresa cliente.

- capitale per lo sviluppo (*equity finance* e *debt finance* per sostenere la crescita per vie interne);
- patologia di impresa (gestione della crisi e turnaround);
- finanza finalizzata (*project finance*, *bridge finance*).

Per quanto concerne i segmenti di mercato in cui si può scomporre l'attività di *advisoring*, la banca sembra interessarsi al segmento della pubblica amministrazione per le operazioni di finanza di progetto e di finanza per lo sviluppo di un determinato territorio. Inoltre sembrano di maggiore interesse per la banca le aree geografiche più ristrette, ossia a livello nazionale o locale poiché la banca è più in grado di avvicinarsi alle reali esigenze locali e inoltre non incorre nella concorrenza con gli operatori specializzati che invece operano a livello internazionale.

Per quanto concerne invece le aree in cui la banca trova difficoltà a operare si annoverano quelle relative al segmento della riallocazione proprietaria che richiede da un lato una struttura più flessibile in termini organizzativi e dall'altro una serie di capacità tecniche e relazionali di cui la banca spesso risulta sprovvista. Anche per le operazioni di ristrutturazione e di finanza per lo sviluppo le banche potrebbero riscontrare alcune difficoltà poiché potrebbero non possedere le competenze industriali<sup>152</sup> necessarie per predisporre una corretta analisi della situazione aziendale<sup>153</sup>.

#### **1.2.4 POSSIBILI SPAZI PER LE BANCHE COMMERCIALI NEL FINANCIAL ADVISORING**

Il contesto economico italiano, caratterizzato da un forte livello di internalizzazione e da un continuo processo di globalizzazione, ha spinto le imprese verso la definizione di nuove politiche strategiche e gestionali. In particolare, le imprese si sono trovate a dovere affrontare complessi problemi e a rivolgersi a consulenti esterni al fine di acquisire quella mole di competenze tecniche necessarie per il perseguimento di determinati risultati aziendali. Fin dall'inizio della sua attività l'impresa mostra la necessità di ricorrere a soggetti esterni che possono essere individuati nelle banche o in singoli professionisti.

---

<sup>152</sup> Ad esempio, un efficace intervento di assistenza nell'ambito di una cessione d'azienda richiede da parte dell'*advisor* il possesso di una serie di competenze industriali che gli consentano di realizzare le attività tipiche del processo, come la realizzazione di analisi di settore, la valutazione di una strategia, l'effettuazione di *check up* aziendali e così via.

Anche le competenze finanziarie sono fondamentali per una corretta attività di consulenza.

<sup>153</sup> Inoltre, vi sarebbe un problema di conflitto di interesse per il fatto che la banca *advisor*, agli occhi delle banche creditrici, avrebbe tutti gli elementi per poter essa stessa intervenire.

Come precedentemente evidenziato, l'attività di consulenza alle imprese può essere generata oltre che dalle banche anche dai singoli professionisti, quali ad esempio il commercialista<sup>154</sup> e il legale, i quali, in genere, sono soprattutto presenti nelle imprese più piccole e di tipo familiare, dove il modello di relazione esterna è basato prevalentemente sul rapporto personale e fiduciario e la posizione formale del consulente spesso evolve da mero consulente esterno a un soggetto inserito nell'impresa. Mentre il professionista viene considerato un vero e proprio insider dell'impresa<sup>155</sup>, la banca viene percepita dalla propria clientela prevalentemente come un fornitore di prodotti e servizi finanziari piuttosto che come un consulente dal momento che non sviluppa un rapporto personale di tipo fiduciario. Da ciò conseguono, per la banca, serie difficoltà nel porsi come *financial advisor* nei confronti delle imprese. In Italia, la scarsa operatività delle banche nella finanza straordinaria è probabilmente connessa al fatto che molto spesso le imprese ricorrono a consulenti esterni non bancari.

Ovviamente il miglioramento del rapporto banca-impresa è possibile solo con una trasformazione della tipologia di relazioni da un modello di *transactional banking* verso uno di *relationship banking*<sup>156</sup>. Il sistema bancario deve porsi, nei confronti dell'impresa, come un *partner* in grado di sostenerne la sua gestione finanziaria in

---

<sup>154</sup> Il commercialista conferisce quelle informazioni tecnico-contabili e di controllo all'impresa, per poi porsi come interlocutore di fiducia non solo nel campo amministrativo ma anche in quello fiscale e della finanza d'impresa.

<sup>155</sup> Inoltre, la presenza del commercialista e di organi di controllo previsti dalla normativa civilistica, come il collegio sindacale, induce l'impresa a rivolgersi a professionisti interni al fine di ridurre i costi.

<sup>156</sup> Le tendenze in atto nel rapporto banca-impresa, dirette all'individuazione di un'unica banca *partner*, si dirigono verso il miglioramento della capacità delle banche di instaurare un dialogo basato sulla consulenza alle imprese. Il modello che meglio sembra soddisfare tale esigenza è rappresentato dal *Relationship Hausbank* di origine tedesca. L'*Hausbank* individua un modello di stretta interazione tra banca e impresa, dove l'intermediario creditizio non svolge più il ruolo di semplice fornitore di servizi finanziari al minor costo possibile, ma è coinvolto direttamente nel processo di sviluppo dell'impresa. L'obiettivo è la creazione di un rapporto di *partnership* basato sulla fiducia reciproca e orientato verso un orizzonte di lungo periodo. Il modello di *Hausbank* nasce storicamente in Germania dove, grazie al quadro normativo di riferimento che consentiva alle banche commerciali di investire nel capitale delle imprese, si sono maggiormente sviluppate le banche "universali", le quali rappresentano il modello bancario che meglio risponde alle esigenze di *partner* dell'impresa in una relazione di *Hausbank*. La banca universale, infatti, essendo un intermediario di grandi dimensioni, può offrire un'ampia gamma di prodotti e servizi finanziari volti a soddisfare le esigenze particolari delle imprese clienti. Essa, oltre a offrire gli strumenti di finanziamento a breve termine, tende a diffondere l'uso di strumenti alternativi come le obbligazioni, la quotazione in borsa, il *project financing* e il *venture capital*. Le principali caratteristiche che contraddistinguono il modello di *Hausbank* rispetto gli altri modelli sono:

- un'attività di consulenza e di sostegno in tutti i segmenti di attività dell'impresa;
- un rapporto con l'impresa basato sulla fiducia reciproca;
- una continua e costante capacità di acquisizione di informazioni.

Per un'analisi approfondita su tale modello bancario si rimanda a Elsals – Krahn (2003).

chiave strategica seguendo un'ottica di medio e lungo periodo. L'approccio al *relationship banking* determina il sorgere di ricadute positive sulla remuneratività dell'attività esercitata che non fa esclusivo riferimento alle transazioni in sé ma trae benefici dalla relazione globale con il cliente. In particolare, la valutazione dello standing creditizio della clientela deve abbandonare progressivamente le analisi di natura esclusivamente statistica per indirizzarsi verso un'analisi fondata sulla validità dei progetti di investimento, in modo da esprimere un giudizio globale sulla probabilità di successo del finanziamento<sup>157</sup>.

Il sistema bancario italiano presenta una situazione emblematica dovuta alla prevalente presenza di banche locali e di pochi grandi gruppi bancari.

Le banche locali, in virtù del forte radicamento territoriale, lo sviluppo di competenze specifiche in relazione ai settori più evoluti della propria area di operatività, nonché l'attenuazione tendenziale del rischio di credito che consente la pratica di favorevoli condizioni contrattuali, potrebbero rispondere con più facilità alla richiesta dell'impresa di relazionarsi con una banca *partner*. In realtà, le banche locali non hanno saputo sfruttare le economie di localizzazione attivabili sul mercato, anzi, alla luce delle tendenze in atto nel rapporto banca-impresa, il sistema bancario sta perdendo la propria dimensione locale. Non solo, infatti, le imprese di medie e grandi dimensioni sono alla ricerca di intermediari in grado di offrire un supporto valido allo sviluppo del proprio *business*, ma anche i piccoli imprenditori –che in passato si rivolgevano alla banca locale quale primo e naturale intermediario finanziario– si affidano a banche di grandi dimensioni.

I maggiori ostacoli all'evoluzione dell'offerta delle banche locali in termini di *relationship banking* sono imputabili a un fattore culturale: tali banche, infatti, non sono sufficientemente orientate al cambiamento e all'innovazione e il loro forte radicamento territoriale si trasforma in un punto di debolezza che le porta a isolarsi dalle logiche di mercato.

Le grandi banche, dal canto loro, non potendo godere di un forte radicamento sul territorio e di una maggiore attenzione alle caratteristiche specifiche del richiedente, sono caratterizzate da una maggiore propensione al cambiamento che le porta ad

---

<sup>157</sup> Le banche italiane hanno sempre mostrato particolare attenzione all'analisi della situazione economico-finanziaria delle imprese al fine di verificare la reale capacità di queste di far fronte agli impegni assunti, non ponendosi mai in maniera propositiva nei confronti di nuove iniziative rivolte alla crescita dell'impresa.



ampliare la propria gamma di servizi con una maggiore efficienza in termini di tempi e costi rispetto alle banche di minori dimensioni, conquistando quote di mercato e conseguente vantaggio competitivo a danno delle banche locali.

Pertanto, le evidenti opportunità di sviluppo nel segmento del financial advising dipendono dal rinnovamento del rapporto banca-impresa e potranno avvantaggiare quegli intermediari che in grado di perpetrare una strategia rivolta al consolidamento di relazioni di *partnership*, in cui l'offerta di servizi e prodotti è un'offerta collaterale e integrata a quella consulenziale.

Le determinanti che consentono il perseguimento di un vantaggio competitivo durevole nel *financial advising* variano in funzione dei diversi segmenti in cui è possibile scomporre il business medesimo; ogni segmento è caratterizzato da una particolare combinazione di C-A-P cioè di Clientela - Area geografica - Prodotto, ma esistono, tuttavia, delle condizioni indispensabili per il successo competitivo che prescindono dalla peculiarità del segmento di volta in volta esaminato. La più importante di tali condizioni è rappresentata da uno spiccato orientamento al *problem solving*, che deve essere il perno su cui si basa l'intera organizzazione dell'*advisor*, cui si aggiunge il possesso di indiscutibili requisiti di professionalità e riservatezza che consentano, al consulente, l'acquisizione di credibilità.

Valutando la formula imprenditoriale della banca, con quella che idealmente dovrebbe essere assunta da ogni *advisor*, emergono possibilità di entrata, per la stessa nel business in esame, nelle combinazioni C-A-P caratterizzate da ambito geografico ristretto, locale o al più nazionale, per via delle capacità della banca di aderire ad un dato tessuto socio-economico in virtù del suo radicamento territoriale, riuscendo così a controbilanciare le lacune in termini di esperienza, *reputation* e visibilità internazionale che non le permetterebbero di reggere il confronto con altri *advisors*, in un ambito diverso da quello nazionale.

Potrebbero esservi delle aperture anche nell'attività di supporto a decisioni di finanza straordinaria che implicino operazioni di piccolo taglio, come plausibile vista la capillare presenza, nel tessuto economico nazionale, di PMI le cui operazioni di riallocazione proprietaria spesso non sono coperte da altre strutture interessate invece ad operazioni di grosso calibro.

Vi sono, invece, altre aree d'affari nelle quali l'ingresso della banca commerciale appare sconsigliabile. Si tratta del segmento della riallocazione proprietaria, eccezion

fatta per *deals* di piccole dimensioni e ristretto ambito geografico, che richiede una struttura organizzativa più flessibile e capacità tecniche, in termini di *background* industriale, e relazionali che non sempre caratterizzano la banca commerciale come altri operatori del settore M&A di matrice non bancaria.

Il business del *financial advising*, essendo diverso rispetto alla tradizionale attività di tipo creditizio deve poter esser svolto in modo autonomo rispetto alle altre aree di attività che concorrono a delineare il sistema d'offerta della banca commerciale. E' una tipologia di attività molto complessa che richiede l'impiego di professionisti in grado di apportare competenze specifiche e soprattutto in grado di gestire la relazione con la clientela in modo autonomo e indipendente da quella inerente i normali rapporti di credito ordinari cui è deputata l'intermediazione di tipo *retail*.

Una struttura organizzativa impostata secondo questi criteri agevolerebbe l'ingresso della banca commerciale nel segmento del *financial advising*, ancor più utilizzando la soluzione della struttura organizzata per *team* particolarmente idonea a garantire l'efficace funzionamento di un'attività prettamente consulenziale quale quella di *advisoring* (Capizzi, 2001).

Nell'ambito del segmento di attività di *financial advising* vi sono dei fattori critici di successo che rendono conveniente per la banca l'entrata nel settore, altri che, invece, la pongono in una situazione di particolare difficoltà rispetto ad altri *competitor*. I principali elementi che potrebbero favorire l'ingresso delle banche commerciali nel settore in esame sono:

- radicamento sul territorio: la struttura di articolazione territoriale della banca commerciale, rappresentata dal fitto *network* di filiali, agenzie e sportelli, le consente di conseguire una copertura ramificata del territorio che è sicuramente maggiore rispetto alle possibilità di insediamento di ogni altro operatore;
- struttura di *back office* attrezzata ed efficiente in virtù del fatto che la banca commerciale opera su pluralità di aree di attività e in grado di supportare l'operatività dei *team* impegnati in operazioni di finanza straordinaria;
- possesso dei requisiti di professionalità e riservatezza: l'esercizio dell'attività bancaria di tipo tradizionale è di per sé soggetta al rispetto di ben definiti criteri di professionalità e riservatezza;

- competenze finanziarie e contrattualistiche già indispensabili per lo svolgimento delle attività tipiche;
- *database* interno. Questo *asset* è tra i più appetiti dagli *advisors* perché consente la possibilità di entrare in contatto con una quantità di aziende notevole attive nell'area geografica coperta dalla struttura operativa della banca commerciale, da cui derivano delle sinergie conseguibili anche nel campo M&A soprattutto in riferimento alle analisi di mercato e al processo di ricerca di potenziali compratori/venditori.

A fronte di tali opportunità, in grado di favorire l'ingresso della banca commerciale nel settore del *financial advising*, esistono altrettanti elementi che invece le pongono delle difficoltà operative rispetto ad altri soggetti attivi nel settore. Le principali condizioni che potenzialmente potrebbero generare uno svantaggio competitivo sono:

- mancanza di esperienza. La banca commerciale italiana ha esperienza limitata nel campo della finanza straordinaria e soprattutto della consulenza in conseguenza della specializzazione temporale ed operativa che ha caratterizzato l'intero sistema bancario nazionale che ha contribuito a creare un *gap*, non solo in termini di esperienza quanto più in riferimento all'orientamento al *problem solving*, nei confronti dei soggetti attivi da più tempo nel segmento in esame;
- scarsa credibilità verso la domanda: la banca, infatti, non è percepita come un *advisor* credibile sul mercato delle imprese in conseguenza della scarsa esperienza di cui si diceva sopra;
- assenza di competenze di business: le banche hanno storicamente ricoperto un ruolo diverso nell'ambito del sistema economico nazionale che non le ha portate ad acquisire e maturare, al proprio interno, delle competenze di tipo industriale che si dimostrano di peculiare importanza nella gestione di operazioni di M&A;
- incompletezza nelle competenze relazionali rispetto ad altri operatori attivi nell'assistenza alle imprese nel supporto a decisioni di finanza straordinaria; spesso infatti le relazioni banca-impresa riguardano legami tra l'addetto alle relazioni dell'ufficio-fidi della filiale e l'imprenditore, legami caratterizzati, il più delle volte dall'elemento personale, soprattutto in Italia, dove le imprese sono di dimensioni medio-piccole e tutte le decisioni sono accentrate nell'imprenditore. Tale genere di relazioni, che ben si adatta alle esigenze

dell'operatività quotidiana tipica dell'impresa industriale, si presta poco, invece, allo sviluppo su basi continuative di un'attività di *financial advising*;

- scarsa visibilità internazionale: la più parte delle banche nazionali non gode di significativo riconoscimento internazionale, aspetto, questo, penalizzante soprattutto nel caso di M&A *cross border* o di elevato ammontare in cui l'internazionalità dell'*advisor* garantisce delle opzioni strategiche superiori;
- struttura organizzativa e meccanismi operativi tipicamente caratterizzati da un eccessivo livello di burocratizzazione e da scarsa attitudine ad organizzare il lavoro attraverso *team* dotati di autonomia decisionale, condizione necessaria per il conseguimento di un vantaggio competitivo.

Per una banca commerciale l'opzione di ingresso nel settore del *financial advising* dovrà quindi essere il risultato di un'attenta analisi costi-benefici che vada a valutare il peso degli elementi sopra considerati.

### **1.3 CONDIZIONI PER L'OPERATIVITÀ DELL'INTERMEDIARIO FINANZIARIO NEL FINANCIAL ADVISING**

Un'operazione di finanza straordinaria è caratterizzata da un processo produttivo che è articolato in numerose fasi, ciascuna delle quali richiede il coinvolgimento di svariate competenze tecniche. Infatti il consulente relazionale che gestisce il rapporto con l'azienda non ha, e spesso non ha convenienza ad avere, tutte le competenze richieste, nel proprio bagaglio di operatività e di conseguenza molto più spesso, nelle operazioni di finanza straordinaria, si delinea una filiera della consulenza dove l'attività viene svolta con un sistema a rete orientata, dove c'è un soggetto leader che gestisce le relazioni con la clientela e gli altri *advisors* tecnici che contribuiscono alla generazione del valore della catena di attività apportando le competenze specifiche (il cosiddetto *expertise* specifico) non interiorizzate dal leader, il quale, in quanto consulente relazionale deve disporre di spiccate capacità nella gestione del rapporto di clientela.

In questo ambito gli intermediari finanziari si possono proporre come consulenti tecnici nell'area della finanza laddove siano in grado di mettere a frutto la loro superiore capacità organizzativa nel costituire dei team di esperti nelle problematiche di analisi degli interventi di finanza straordinaria.

Ulteriore sicuro vantaggio dipende dal fatto che gli intermediari non devono sostenere investimenti di lungo periodo e del tipo *sunk cost*<sup>158</sup> per costruire una relazione di clientela diversa da quella fino ad oggi già sviluppata. Il ruolo dell'intermediario può anche non essere *advisor* di relazione, ma *advisor* tecnico. Infatti per la maggior parte delle imprese italiane a curare rapporti di tipo relazionale è da sempre il commercialista, il vero *insider* dell'impresa. In tal caso l'intermediario, dovendo rinunciare a essere capofila dell'operazione, dovrà cercare una collaborazione tecnica con questi al fine di essere coinvolto come esperto della finanza nelle operazioni da questi gestite; anche in questo ruolo l'intermediario potrebbe essere favorito in quanto non solo portatore di competenze tecniche specifiche, ma anche di altri potenziali vantaggi rispetto ad altre strutture professionali, tra i quali:

- superiore capacità di *signaling*;
- possibilità di aprire all'azienda il mercato della riallocazione proprietaria.

La scelta tra i due ruoli ricopribili dall'intermediario non riguarda solo le opportunità di mercato e il comportamento della domanda, ma anche l'orientamento strategico e le convenienze individuate nel campo dell'offerta. Se l'intermediario desidera ricoprire pienamente un ruolo in uno specifico segmento di mercato dovrà adottare una formula imprenditoriale con un'ampia articolazione della gamma di strumenti a disposizione per massimizzare il vantaggio competitivo dato dalla possibilità di apportare direttamente la finanza necessaria per sostenere l'operazione e dovrà inoltre disporre di *team* efficaci di professionisti, che abbiano superiori competenze tecniche, in grado di produrre informazioni a minori costi e in tempi più ridotti rispetto ad altre strutture professionali.

Al fine di costituire una struttura competitiva che al suo interno veda l'inserimento di professionisti all'altezza del compito loro richiesto, la soluzione più opportuna è la realizzazione ad hoc di una compagine giuridicamente separata dall'intermediario casa madre; in realtà in Italia non si ricorre molto spesso al modello della *partnership* che è il modello più funzionale ai servizi professionali erogati in forma di impresa di cui la consulenza finanziaria fa parte.

Nel caso invece in cui l'intermediario interpreti il suo ruolo nel settore del *financial advising* come solo consulente tecnico, l'investimento che dovrà sostenere sarà notevolmente più ridotto e sarà caratterizzato da quanto segue:

---

<sup>158</sup> Si tratta di costi non recuperabili in caso di insuccesso (Zara, 2003, pag. 175).

- investimento in personale con competenze tecniche medie in grado di gestire operazioni a ridotto livello di complessità tecnica;
- unità organizzativa collocata all'interno della struttura dell'intermediario e non separata giuridicamente;
- intervento a supporto dei clienti dell'intermediario e in affiancamento al responsabile di clientela;
- ricerca di collaborazioni commerciali con gli studi professionali per la generazione di operazioni e con un selezionato gruppo di investitori specializzati per il finanziamento delle operazioni condotte.

### ***1.3.1 I FATTORI CRITICI DI SUCCESSO E LE COMPETENZE RICHIESTE NELLE OPERAZIONI DI M&A***

Il modello di business richiesto per lo svolgimento di un'attività a contenuto prevalentemente creditizio sarebbe inadeguato se replicato in toto nel settore di *corporate e investment banking* e ancor più nell'area M&A.

Si possono individuare alcuni fattori critici di successo di cui l'intermediario che voglia proporsi in qualità di *advisor* in un'operazione di M&A, deve dotarsi inderogabilmente.

- Orientamento al *problem solving*. Si tratta di una prassi connaturata a una qualsiasi attività dal contenuto consulenziale che deve orientare tutte le azioni e scelte dell'intermediario/*advisor* in ciascuna delle fasi del processo produttivo.
- Reputazione. È un *asset* immateriale che nell'ambito del settore dell'intermediazione finanziaria e creditizia ha una sua rilevanza ormai universalmente riconosciuta; è spesso un fattore decisivo ai fini dell'acquisizione di mandati e fornisce un segnale al mercato circa l'abilità e l'esperienza dell'intermediario nel portare avanti interventi complessi quali sono quelli inerenti l'area dell'*investment banking*.
- Radicamento territoriale. La capacità di creare e mantenere contatti, strumentali all'acquisizione di mandati, sia l'attività di ricerca di potenziali investitori richiedono una presenza diffusa sul territorio in modo da permettere all'*advisor* di essere costantemente aggiornato sui fabbisogni finanziari espressi dalle aziende ivi operanti. Un intermediario saldamente radicato all'interno di un determinato tessuto socio-economico è più attrezzato rispetto ad altri operatori

che invece non godono di una presenza analoga a ricevere segnali inerenti opportunità di acquisto e di vendita.

- Professionalità e riservatezza. Si tratta di un modello comportamentale che deve orientare ogni fase dell'attività svolta dall'*investment bank* soprattutto in riferimento ad operazioni, quali quelle in esame, per le quali l'informazione e la sua circolazione svolgono un importante ruolo ai fini del loro buon fine, per cui la banca deve attenersi a precise regole deontologiche che non vadano a pregiudicare l'operazione. La professionalità è strettamente legata alla reputazione di cui gode l'intermediario, eventuali lacune potrebbero compromettere l'operatività futura.
- Competenze industriali. L'operatività nell'ambito di un settore che si caratterizza per l'offerta alle imprese di una serie di servizi finanziari evoluti presuppone che l'intermediario/*advisor* possieda una serie di competenze di natura "industriale" che gli consentano di svolgere efficacemente ed efficientemente alcune delle fasi dell'intera operazione. Tra le attività che richiedono indubbie competenze di business e che vengono svolte nella quasi totalità delle operazioni di M&A sono la realizzazione di analisi di settore (analisi esterna); l'effettuazione di check-up aziendali (analisi interna); l'elaborazione di piani industriali; la valutazione delle abilità gestionali dei manager; la redazione di *business plan*; la determinazione del valore del capitale economico delle aziende.
- Competenze finanziarie. Nel settore della consulenza finanziaria fondamentale importanza assume la capacità di lavorare su bilanci e rendiconti storici, di elaborare budget, piani e simulazioni economico-finanziarie prospettive, di strutturare complesse operazioni di finanza straordinaria, di disegnare soluzioni finanziarie. Non rientra invece tra le competenze finanziarie dell'*advisor* la disponibilità di fornire capitali, la quale invece potrebbe ingenerare potenziali commistioni di interessi e quindi ledere il buon fine dell'intera operazione.
- Capacità di *project management*. L'operatività nell'area dell'*investment banking* richiede la costituzione di specifici *team* di progetto ciascuno dedicato alla progettazione di una data operazione finanziaria che richiedono quindi delle specifiche capacità manageriali. I team sono delle entità trasversali rispetto alla

struttura formale dell'organizzazione aventi carattere composito, temporaneo e dinamico allo stesso tempo.

- Capacità relazionali. La maggior parte delle operazioni che rientrano nel settore dell'*investment banking* richiedono, all'*advisor*, una serie di attività a contenuto prettamente relazionale strumentali allo sviluppo e alla gestione del rapporto di clientela prima e dopo il *closing* dell'operazione, capacità che esprimono il loro potenziale soprattutto nella fase di negoziazione quando cioè bisogna soddisfare le esigenze della clientela alle condizioni più vantaggiose. È in quest'ottica che si valuta, inoltre, la capacità dell'*advisor* di costruirsi un *network* di relazioni, formali e informali, privilegiate con un'ampia gamma di professionisti vista la molteplicità di aspetti che un'operazione di M&A comporta.

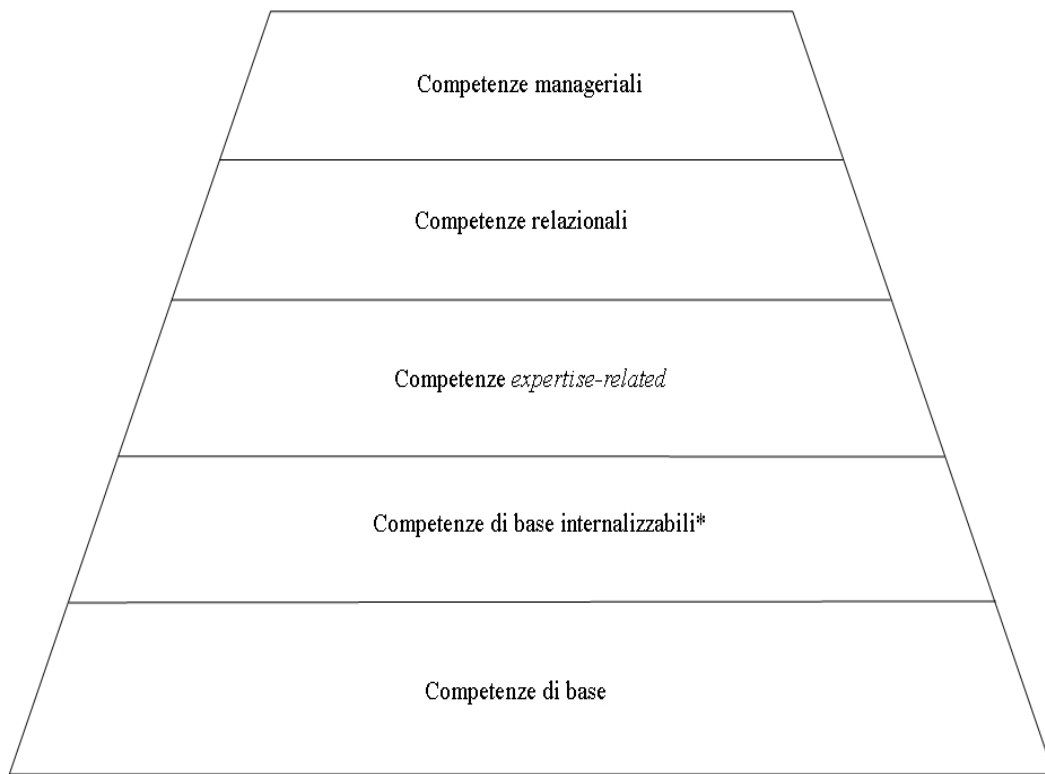
Va tuttavia sottolineato che non è necessario che ogni singolo *advisor* internalizzi tutti i fattori individuati all'interno della propria organizzazione: diverse sono infatti le opzioni strategiche a disposizione degli intermediari. Va da sé che ce ne sono alcuni inderogabili quali ad esempio la reputation, la professionalità, l'orientamento al problem solving.

Per quanto, invece, riguarda le competenze non è necessario mantenere su di esse un forte presidio, essendo possibile procurarsele di volta in volta sulla base di relazioni interaziendali spot senza alterare ruoli organizzativi e profili professionali consolidati all'interno della banca.

L'area del M&A implica una serie di servizi che fino a non molti anni fa erano estranei all'offerta della maggior parte delle istituzioni creditizie nazionali. La possibilità per gli operatori di riuscire a conquistare una fetta di mercato del settore in esame in modo redditizio presuppone la loro capacità di disporre delle competenze necessarie allo svolgimento di ogni singola fase dell'intero processo che l'intermediario finanziario è chiamato a svolgere in qualità di *advisor* nell'ambito di un'operazione di finanza straordinaria.

Il patrimonio di competenze che caratterizza l'operatività di un'*investment bank* può essere schematizzato secondo un modello "piramidale" (si veda in proposito la figura 1.2).



**Figura 1.2 – Modello piramidale delle competenze dell'advisor**

\* Tra le competenze tecniche di base quelle internalizzabili sono: industriali generiche, macroeconomiche, finanziarie, contabili, matematico-statistiche, informatiche, linguistiche; mentre le competenze tecniche non internalizzabili riguardano l'area fiscale, legale, contrattuale, tecnologica e industriale specialistica.

Fonte: Capizzi, 2005, pag. 332

Dalla base al vertice va via via aumentando:

- la criticità della competenza nell'ambito del processo produttivo e di conseguenza cambia la convenienza, per l'*advisor*, a internalizzare la medesima;
- l'orizzonte temporale necessario allo sviluppo interno di una certa competenza;
- il prestigio e il livello di responsabilità dei portatori di una certa competenza all'interno della struttura organizzativa dell'*advisor*.

Vi è una prima fondamentale distinzione fra tre classi di competenze: manageriali, relazionali e tecniche.

Le competenze manageriali rappresentano un mix di capacità, conoscenze tecniche ed esperienza che consentono il governo dell'intermediario e permettono il funzionamento dei vari *team* di progetto cui sono affidati specifici servizi finanziari. Le figure professionali cui fanno capo tali competenze sono rappresentate dai manager presenti negli organi di controllo della banca.

Le competenze relazionali fanno capo all'analisi e alla gestione del rapporto con la clientela *target* oltre che alla capacità di interagire con altri intermediari e professionisti di vario genere; si tratta della risorsa più critica e meno fungibile infatti l'osservazione empirica dimostra come siano proprio le competenze relazionali che costituiscono il perno dell'intera struttura di *advisory*, la loro assenza implica l'incapacità di operare in maniera autonoma e credibile nel settore in esame.

Le competenze tecniche sono disaggregabili in competenze di base, di base internalizzabili e *expertise-related*:

- le competenze di base: incorporano quel patrimonio di conoscenze indispensabile per poter svolgere un'attività dalle rilevanti implicazioni economico-finanziarie come il settore delle operazioni di M&A richiede;
- le competenze di base internalizzabili: si tratta di competenze di fondamentale importanza in relazione al sistema di offerta di ogni singolo operatore e come tali è necessario mantenere all'interno dell'organizzazione. Seguendo tale ottica non appaiono internalizzabili quelle competenze cui si può facilmente attingere dall'esterno (fiscalisti, revisori, legali ecc.) e che è costoso localizzare all'interno della banca perché la struttura organizzativa ne risulterebbe irrigidita. Per quanto riguarda le competenze industriali queste presentano maggior complessità poiché diventerebbe dispendioso per la banca cercare di disporre di un livello di *expertise* tale da consentire la copertura della maggior parte dei settori industriali, a causa, non solo degli investimenti specifici troppo elevati che l'integrazione di tali professionisti richiederebbe, ma anche a causa del probabile grado di obsolescenza cui alcuni settori sono sottoposti e di conseguenza anche l'assunzione di competenze specializzate, che dopo un periodo di tempo, potrebbero non essere più in linea con il processo tecnologico. Altro elemento che scoraggia l'integrazione di tali conoscenze dipende dalla difficile valutazione *ex ante* del numero e della frequenza con cui si effettueranno operazioni inerenti un dato settore, per cui il valore attuale netto (VAN) di un dato investimento in *expertise* industriale è negativo, cioè le commissioni prospettiche da esso generate potrebbero essere inferiori ai costi sostenuti. La decisione di internalizzare un certo tipo di competenze specifiche di business deve essere il frutto di attente analisi di convenienza economica dipendenti anche dalla frequenza di operazioni che si pensa di realizzare su quel dato

business. Ciò non implica che in azienda non debbano essere presenti delle competenze industriali, anche se a livello generico, le quali sono fondamentali nell'interazione con la clientela e con i soggetti esterni. Questo vale anche per altre competenze tecniche, non solo industriali, riscontrabili soprattutto nelle fasi della negoziazione, della *due diligence* e del *closing*; se un *advisor* non attiva direttamente le conoscenze specifiche necessarie allo svolgimento di alcune fasi del processo produttivo deve comunque mantenere le capacità di interagire su tali tematiche con la clientela;

- le competenze *expertise-related*: sono competenze tecniche necessarie al buon funzionamento di un *team* di progetto, acquisibili con l'esperienza o dopo un elevato numero di *deals* o tramite l'acquisizione di professionisti *senior* già in possesso di tali competenze. Tali competenze sono specifiche in relazione ad un dato prodotto, come il caso delle operazioni di M&A, o ad un settore di attività nel quale realizzare tali operazioni.

Le competenze che potrebbero essere esternalizzate, senza pregiudicare l'operatività dell'*advisory*, risultano essere:

- le competenze industriali specifiche;
- le competenze contabili, contrattualistiche e fiscali.

Considerando la piramide delle competenze, riportata in figura 1.1, si può notare come le competenze relazionali si basino su quelle di natura tecnica necessarie nella fase di negoziazione tra le parti e strumentali alla creazione di un fitto *network* di relazioni. A fronte di ciò appare essenziale, soprattutto per le strutture che vogliono entrare *ex-novo* nel segmento M&A, acquisire soggetti portatori di tali competenze al fine di raggiungere elevati livelli di competitività. Si potrebbe considerare l'attività di consulenza come l'agire integrato di una serie di soggetti, ciascuno portatore di specifiche competenze, coordinati dal soggetto (il consulente relazionale) che detiene la risorsa più "critica" ai fini del successo dell'intera operazione cioè la relazione con l'impresa cliente (Capizzi, 2005, pp. 327-334).

#### **1.4 L'ATTIVITÀ DI ADVISORING: ALCUNE CONSIDERAZIONI DI SINTESI**

Le banche stanno assumendo un ruolo sempre più rilevante nei confronti della clientela imprese soprattutto in presenza di rapporti di tipo *relationship banking* in quanto consapevoli delle difficoltà potenziali che le imprese clienti incontrano per la

propria crescita economica e per l'efficienza della propria gestione finanziaria. In tal senso, l'impresa richiede non tanto singoli prodotti finanziari, quanto la soluzione a specifici problemi finanziari in termini di servizi di *advisoring* (o consulenza) per la progettazione di soluzioni efficienti.

La crescente attenzione verso l'attività di *advisoring*, dunque, diventa uno dei principali elementi di interesse sia per l'impresa che inizia a intensificare la domanda di servizi di consulenza, sia per la banca che diventa consapevole della necessità di incrementare l'offerta di servizi di *advisoring* alle imprese clienti. Tale interesse diventa il presupposto per il miglioramento del rapporto banca-impresa soprattutto in termini di creazione di valore.

L'attività di *financial advisoring* non è tipica delle banche commerciali, soprattutto italiane, tuttavia rappresenta un obiettivo da perseguire da parte delle banche italiane le quali infatti rappresentano il principale interlocutore con la clientela imprese. Va poi ricordato che tra le operazioni che necessitano di un apporto consulenziale esterno, molte sono di piccolo taglio e quindi scarsamente attrattive nei confronti di advisors esteri i quali si propongono come *partner* ideali nella gestione di operazioni finanziarie di natura complessa e di valore molto elevato<sup>159</sup>.

Le banche regionali e locali, pur non possedendo una serie di competenze tecniche necessarie per la realizzazione di specifici servizi finanziari, possono ottenere un maggiore rendimento grazie al rapporto duraturo che sono in grado di instaurare con le imprese di piccole e medie dimensioni operanti a livello locale in specifici settori di attività; la vicinanza con tali imprese consente, infatti, alla banca di valutare più adeguatamente i progetti di investimenti a esse proposti conseguendo un vantaggio competitivo di tipo relazionale. In tal modo, le banche locali stanno mostrando un forte interesse verso l'adeguamento alle nuove esigenze del mercato e verso la ricerca di quelle competenze tecniche necessarie per operare in termini concorrenziali almeno nella propria area geografica. In sostanza, nonostante queste banche intendono sviluppare un rapporto di *advisoring* finanziario si teme che esse possano creare strutture operative a metà strada tra la funzione crediti e la funzione finanza limitando fortemente la propria capacità operativa.

---

<sup>159</sup> Si ricorda che l'espletamento di attività consulenziali determina il sorgere di commissioni che sono direttamente proporzionali al valore dell'operazione cui si riferiscono. Per la descrizione delle commissioni generate dall'attività di consulenza nelle operazioni di M&A si rimanda al Capitolo II.

Le grandi banche nazionali, invece, che dovrebbero assumere il ruolo di *hausbank* e quindi anche di *advisor* finanziario delle imprese, normalmente ricoprono bene le funzioni classiche -come il trasferimento dei fondi, la trasformazione delle scadenze e la copertura dei rischi finanziari- necessarie per la stabilità dell'assetto proprietario dell'impresa cliente, tuttavia, non sono ancora in grado di intensificare la propria operatività in situazioni particolari come nel caso di crisi d'impresa<sup>160</sup>.

In tal senso, quindi, è evidente che, in Italia, le banche non hanno ancora sviluppato una relazione stabile ed esclusiva con la propria clientela ponendosi da *insider* nell'impresa, cercando di diversificare la propria area di attività -mediante la maggiore attenzione dall'area ordinaria a quella straordinaria- e sfruttando le economie tecniche di scala e di scopo.

Più in generale il sistema bancario italiano è sostanzialmente assente dall'area del *financial advising*, secondo la quale la banca deve essere in grado di valutare le imprese che necessitano di una serie di interventi e di individuare le specifiche soluzioni finanziarie in relazione agli obiettivi aziendali predisposti.

Inoltre, dal punto di vista organizzativo, l'attività di *financial advising* essendo un business diverso rispetto alla tradizionale attività creditizia, deve essere svolta in modo autonomo rispetto alle altre attività bancarie.

Inoltre, l'attività di *advisoring* richiede la presenza di specifiche figure professionali dotate di competenze specialistiche, motivate al raggiungimento dei risultati aziendali predisposti e capaci di instaurare modelli relazionali di tipo continuativo e autonomo con la propria clientela. In sostanza, si diffonde una cultura aziendale che è quanto meno lontana da quella prevalente all'interno delle banche commerciali, più orientate a una divisione del lavoro poco flessibile e a strutture di tipo verticale e gerarchico.

A queste considerazioni, si aggiunge un ulteriore requisito fondamentale che una banca deve possedere per essere in grado di svolgere un'attività di *advisoring*: l'orientamento al *problem solving*<sup>161</sup>. In particolare, deve disporre di una serie di

---

<sup>160</sup> Le difficoltà incontrate dalle banche commerciali sono da attribuire al forte sistema regolamentare che ha caratterizzato il sistema finanziario italiano. Per anni, infatti, le banche sono state costrette a relegare la propria attività di finanziamento alle imprese attraverso il credito a breve termine. Molto spesso, inoltre, le banche hanno considerato più economico risolvere i problemi di efficiente allocazione delle risorse non attraverso la produzione di informazioni superiori ma ricorrendo al rischio di credito con le garanzie.

<sup>161</sup> Tale orientamento deve guidare l'advisor in tutte le fasi del processo produttivo in cui si trova a operare, in caso contrario, infatti, potrebbe incidere negativamente sulla qualità del servizio offerto, sulla soddisfazione della clientela e sull'affidabilità dello stesso advisor.

competenze tecniche e relazionali e di una struttura strategico-organizzativa coerente con l'attività che intende svolgere al fine di soddisfare le differenti esigenze della clientela<sup>162</sup>.

Inoltre, il possesso di requisiti di professionalità e riservatezza rappresenta un'altra condizione per lo sviluppo dell'attività di consulenza<sup>163</sup>. In particolare, la banca che intende svolgere un'attività di *advisoring* dovrà innanzitutto individuare la matrice tipologia di clientela-aree geografiche-prodotto.

---

<sup>162</sup> A tal proposito si ricorda che la struttura organizzativa conforme alle suddette esigenze è quella trasversale per team, in cui ciascun gruppo di lavoro è dedicato a una specifica clientela settoriale ed è l'unico responsabile del progetto realizzato. Per maggiori approfondimenti si veda Zara (2001, p. 106).

<sup>163</sup> Infatti, l'*advisoring* è un'attività in cui l'informazione e la sua circolazione svolgono un ruolo fondamentale, pertanto il consulente deve seguire precise regole di condotta se vuole ottenere una corretta riuscita delle operazioni che intende intraprendere.

## CAPITOLO II

## L'IMPATTO DELLE OPERAZIONI DI M&amp;A: UN'EVIDENZA EMPIRICA SUL MERCATO ITALIANO

## 2.1 L'OGGETTO DI INDAGINE E LA METODOLOGIA DI ANALISI

Al forte dinamismo dimostrato dalla *banking industry* nelle concentrazioni non ha fatto sempre riscontro un'effettiva capacità di realizzare gli obiettivi preventivati. Infatti, da una *review* della principale letteratura empirica non emergono risultati univoci tali da poter identificare nelle operazioni di M&A una sicura soluzione alle eventuali diseconomie di gestione<sup>164</sup>.

Il presente capitolo propone una sintetica analisi sul mercato bancario italiano con l'obiettivo di analizzare gli effetti prodotti da operazioni di integrazione avvenute tra alcune banche italiane.

L'analisi svolta nel presente lavoro ha seguito il filone dell'*accounting approach*<sup>165</sup>.

---

<sup>164</sup> Per ulteriori approfondimenti si vedano fra gli altri, Peristiani (1996), Focarelli-Panetta-Salleo (1999), Pagano (1999), Berger-Demsetz (1999), Vander-Venet (2002), De Nicolò-Bartholomew-Zaman-Zephirin (2003), Bikker-Wesseling (2003), Altunbas (2004), Resti (2006).

<sup>165</sup> Generalmente le operazioni di M&A bancarie si studiano seguendo degli approcci metodologici che sono sostanzialmente classificabili in due distinti filoni. Una prima tipologia di ricerca è basata sull'utilizzo dei dati contabili ed è volta a individuare i cambiamenti nelle performance economiche e finanziarie degli intermediari coinvolti. Una seconda metodologia di indagine si fonda invece sull'analisi del valore di mercato e mira a studiare l'effetto delle operazioni in termini di *abnormal returns* registrati dai titoli azionari degli intermediari interessati dall'operazione. Quest'ultima tecnica, altrimenti nota con il nome di *event study*, risulta tuttavia applicabile in via diretta solo alle banche quotate. Per un'ampia rassegna sulle due metodologie si veda Rhoades (1994). Nello specifico, l'*accounting approach* si basa sull'impostazione teorica che i guadagni che scaturiscono dalle operazioni di M&A possono derivare da contenimenti delle spese dovuti a risparmi di costi per la presenza di economie di scala o di scopo, da aumento del potere di mercato, e/o dalla quota di clientela servita, con conseguente espansione dei ricavi, nonché da una minore volatilità degli utili attribuibile a miglioramenti nel profilo rischio-rendimento a seguito della diversificazione del business. L'impostazione metodologica degli *event studies* è fondata sull'analisi delle quotazioni azionarie delle banche oggetto di M&A in un periodo pre e post operazione e trae spunto dall'osservazione che se il processo aggregativo è precursore di sinergie economico-finanziarie questa informazione dovrebbe essere inglobata –in mercati finanziari efficienti– nell'evoluzione dei corsi azionari e creare ricchezza anche in termini di valore di mercato. I sostenitori del primo approccio metodologico sostengono che l'analisi delle grandezze di bilancio risulta più agevole rispetto all'utilizzo di altre fonti quantitative poiché trattasi di dati facilmente reperibili e verificabili e il cui significato è di immediata comprensione. Essi inoltre attraverso il calcolo di opportuni indici consentono di misurare la performance reale degli intermediari analizzati non risentendo dell'influenza delle aspettative degli investitori. Tuttavia va ricordato che i dati di bilancio incorporano andamenti storici e non forniscono informazioni sui valori correnti che possono discostarsi anche notevolmente dai primi. Inoltre i cambiamenti nei risultati economici registrati dopo un'operazione potrebbero essere non completamente attribuibili all'operazione medesima ma scaturire dal concorso di altre variabili esogene di natura micro e macroeconomica. L'analisi condotta da Paneta-Focarelli-Salleo, ispirata all'*accounting approach* prende in considerazione i mutamenti nei principali profili aziendali delle banche commerciali coinvolte nel periodo 1985-1996 in 135 fusioni e in 66 acquisizioni e giunge a costruire un panel a effetti

Nello specifico, è stato riadattato ai fini dell'indagine il modello di Altunbas (2004). A differenza dell'analisi condotta dall'autore che prende in considerazione un panel di operazioni domestiche e *cross-border* nel decennio 1980-1990, nel presente lavoro è stata condotta una verifica empirica sintetica su un campione di operazioni domestiche avvenute tra banche italiane nel 2003. È stata poi effettuata un'analisi di bilancio pre e post operazione in relazione al periodo 2001-2005. L'obiettivo dell'analisi è misurare l'impatto delle fusioni e acquisizioni sulle performance economico-finanziarie degli istituti interessati e a tal fine sono state utilizzate, come variabili dipendenti, alcuni indicatori, fra i più noti in letteratura, che hanno consentito di definire un quadro composito.

Il profilo indagato ha riguardato, specificamente, il trend della redditività e dell'efficienza tenendo conto dell'impatto che l'operazione di M&A ha prodotto sui risultati aziendali. Se l'obiettivo dell'operazione di M&A è quello di produrre un incremento del valore bancario per l'effetto singolo o combinato della flessione dei costi e dell'incremento dei ricavi, *ex-post* si dovrebbe verificare una crescita della ricchezza, misurata tramite un'evoluzione positiva degli indicatori di profittabilità (ROE, ROA e così via). In realtà nella maggior parte delle analisi condotte sulla situazione pre e post merger si evince come i guadagni di valore potenzialmente realizzabili non siano stati raggiunti con conseguente distruzione di valore.

## 2.2 IL CAMPIONE INDAGATO

Come visto in precedenza, piuttosto copiosa è la letteratura empirica sia nazionale che internazionale che ha avuto per oggetto lo studio delle determinanti e degli effetti prodotti dalle operazioni di M&A tra operatori finanziari. Per il mercato italiano, l'attenzione rivolta agli effetti delle operazioni di M&A è piuttosto recente: una prima analisi quantitativa di 34 casi di fusione e acquisizione, avvenute tra banche italiane nel periodo 1988-1993, condotta analizzando l'evoluzione dei principali profili aziendali di redditività, efficienza, produttività, rischiosità, mette in luce risultati non univoci sui possibili guadagni di performance solitamente previsti nella fase di pianificazione del deal è stata elaborata da Comana (1995).

---

fissi per evidenziare che le concentrazioni esaminate non hanno portato a risparmi di costo, ma a un incremento delle spese –soprattutto per il personale– generando come effetto positivo l'incremento dei ricavi da servizi e una migliore diversificazione del rischio e conseguentemente a una crescita del ROE nel lungo periodo (Del Prete, 2002, pp. 189-203).



Di fronte ai risultati poco chiari o spesso deludenti rilevati con la presente verifica si è voluto indagare se anche con riferimento al campione di indagine sono emersi i medesimi risultati.

Nello specifico, l'analisi effettuata si è concentrata su alcune operazioni di M&A realizzate nel settore bancario. I criteri utilizzati al fine di delimitare il campo di osservazione hanno considerato esclusivamente:

1. i *domestic deals* verificatisi sul mercato nazionale;
2. il timing di realizzazione e di conclusione delle operazioni preso è l'anno 2003;
3. un *deal value* compreso fra 25 e 500 milioni di euro.

Le informazioni sono state attinte dal database Zephyr-Bureau van Dijk- contenente tra le altre le informazioni dettagliate delle operazioni di M&A realizzate in Europa, Stati Uniti e Resto del Mondo. Pertanto, sono state selezionate 16 operazioni che rispondevano ai criteri di selezione stabiliti in fase di ricerca (si veda in proposito la tab. 2.1).

**Tabella 2.1 – La composizione del campione oggetto di indagine**

Target name	Bidder name	Legenda	Deal value
Antonveneta Immobiliare SpA	Banca Antonveneta SpA	A	357.000,00
Interbanca SpA			296.000,00
Symphonia SGR	Banca Intermobiliare di investimenti e gestioni SpA	B	70.000,00
Banca Caripe SpA	Banca Popolare di Lodi SpA (Banca Popolare Italiana)	C	35.700,00
Banco di Chiavari e della Riviera Ligure SpA			405.000,00
Banca Primavera SpA	Banca Generali SpA	E	252.000,00
Banca Idea SpA	Banca Lombarda e Piemontese SpA	F	46.750,00
Cassa di Risparmio di Tortona			38.700,00
Cassa di Risparmio di Mirandola SpA	Cassa di Risparmio di Firenze SpA	D	51.300,00
Banca Popolare dell'Adriatico SpA	Sanpaolo IMI SpA	G	82.000,00
Eptaconsors SpA			36.200,00
Fidis Retail Italia SpA			370.000,00
Abbey National plc's Italian mortgage business	Unicredito Italiano SpA	H	65.797,74
ING Sviluppo			110.000,00
Locat SpA			38.430,00
Abbey National Bank's mortgage business			66.489,69
		<b>Totale</b>	<b>2.321.367,43</b>
		<b>Media</b>	<b>145.085,46</b>
		<b>Mediana</b>	<b>68.244,85</b>

Fonte: Rielaborazione propria su dati Zephyr

Identificate le unità costituenti il campione l'analisi si è concentrata sull'osservazione delle performance evidenziate dagli 8 bidder nel periodo pre e post merger con riferimento quindi al quinquennio 2001-2005; i dati sono mutuati dai bilanci di esercizio delle singole società bidder.

Per poter procedere a un'analisi di insieme delle unità campionarie sono stati scelti alcuni indicatori che consentissero di delineare un quadro d'insieme circa l'impatto delle operazioni di M&A sulle performance economiche degli istituti coinvolti nelle stesse.

L'analisi effettuata si sviluppa seguendo due direttrici. In prima battuta viene osservato il profilo della redditività che rimane l'elemento su cui l'osservazione si è concentrata particolarmente attraverso l'analisi dei seguenti indici:

- commissioni nette<sup>166</sup> su margine di intermediazione<sup>167</sup>;
- utile di esercizio su totale attivo<sup>168</sup> (ROA);
- utile di esercizio su patrimonio netto<sup>169</sup> (ROE);

In seconda battuta l'analisi ha preso in considerazione il profilo dell'efficienza. La costruzione di un indice sintetico di efficienza non è molto agevole, pertanto, in questa sede si preferito due indicatori proxy di efficienza da leggere congiuntamente; nello specifico si tratta dei seguenti:

- margine di interesse<sup>170</sup> su totale attivo;

---

<sup>166</sup> Le commissioni attive sono una componente di reddito positiva che origina dall'area dei servizi erogati. Le commissioni passive sono una componente di reddito negativa che origina dall'area dei servizi erogati. Pertanto le commissioni nette scaturiscono dalla differenza tra commissioni attive e commissioni passive.

<sup>167</sup> Il margine di intermediazione rappresenta i ricavi netti di un intermediario finanziario, come somma del margine di interesse lordo e del margine finanziario e di servizi.

<sup>168</sup> Return On Assets. Misura il rendimento percentuale conseguito dagli investimenti aziendali.

<sup>169</sup> Return On Equity. Misura in termini percentuali la redditività del capitale di proprietà ed è dato dal rapporto tra l'utile netto e il patrimonio netto. I quozienti di redditività del capitale investito e del capitale netto possono essere messi in relazione tramite il cosiddetto effetto di leva. L'indice di redditività del capitale netto è correlato al tasso di redditività del capitale investito.  $Roe: Roi + (Roi - i) * D/E$  dove:  $i =$  costo del debito finanziario  $D/E =$  rapporto di indebitamento L'analisi di questa scomposizione del ROE evidenzia come il livello di redditività del capitale netto sia influenzato da due componenti: la redditività del capitale investito (ROI) e il differenziale (ROI - i). Quando quest'ultimo è positivo, l'impresa ha convenienza ad aumentare il rapporto di indebitamento perché, così facendo, il livello del ROE aumenta grazie allo sfruttamento dell'effetto leva prodotto dal crescente indebitamento. Al contrario, qualora il differenziale fosse negativo, l'impresa dovrebbe contenere il rapporto di indebitamento per evitare l'operare sfavorevole dell'effetto leva e quindi la diminuzione del ROE. Occorre peraltro sottolineare che il livello del costo del debito finanziario varia in relazione al rapporto di indebitamento, per cui livelli crescenti di debito si accompagnano ad un costo del capitale anch'esso crescente. Potrebbe pertanto accadere che lo spread (ROI - i) diventi negativo al crescere del rapporto di indebitamento.

<sup>170</sup> Il margine di interesse è la fondamentale componente di reddito di una banca derivante dalla sua tradizionale attività di intermediazione (raccolta prestiti e titoli). Esso comprende i ricavi da raccolta (intesi come mark down x volumi) e i ricavi da impieghi (intesi come mark up x volumi); dove per mark

- costi operativi<sup>171</sup> su margine di intermediazione;
- costo del personale su margine di intermediazione.

### 2.2.1 LA MISURAZIONE DELLE PERFORMANCE: LA REDDITIVITÀ

Secondo la Banca Centrale Europea l'economia debole e le difficili condizioni di mercato, che hanno caratterizzato l'inizio del millennio, sono state causa del significativo deterioramento della redditività delle banche in tutti i Paesi dell'Unione<sup>172</sup>.

Con specifico riferimento al campione oggetto di indagine la redditività è stata analizzata attraverso l'osservazione di alcuni indicatori il primo dei quali è rappresentato dal rapporto fra *commissioni nette su margine di intermediazione*.

Dai dati riportati (si veda in proposito la tab. 2.2) il primo indicatore evidenzia un generalizzato trend in crescita in tutto il periodo considerato e le variazioni di periodo sottolineano, infatti, per tutti i componenti del campione, eccezion fatta per l'unità D, un incremento.

**Tabella 2.2 – Commissioni nette su margine di intermediazione**

	2001	2002	2003	2004	2005	Variazioni periodo
A	21,80%	22,80%	22,24%	24,92%	32,51%	10,71%
B	42,52%	46,25%	44,00%	46,90%	53,60%	11,08%
C	19,93%	22,39%	27,13%	27,77%	23,71%	3,77%
D	40,84%	35,59%	39,87%	39,28%	39,28%	-1,56%
E	-	56,65%	151,64%	68,86%	64,91%	8,26%
F	-1,10%	-3,17%	-3,26%	-0,27%	2,38%	3,48%
G	32,83%	34,54%	34,62%	37,89%	38,14%	5,31%
H	32,98%	31,59%	31,69%	38,27%	39,67%	6,69%
Media	27,11%	30,83%	43,49%	35,45%	36,77%	5,97%
Mediana	32,83%	33,07%	33,16%	38,08%	38,71%	6,00%
Varianza <sup>173</sup>	2,28%	3,19%	21,19%	3,89%	3,52%	0,20%

Fonte: Rielaborazioni proprie

down si intende il differenziale fra il tasso medio sui depositi e il rendimento medio lordo dei Bot in circolazione; per mark up il differenziale fra il tasso medio sugli impieghi e il rendimento medio lordo dei Bot in circolazione.

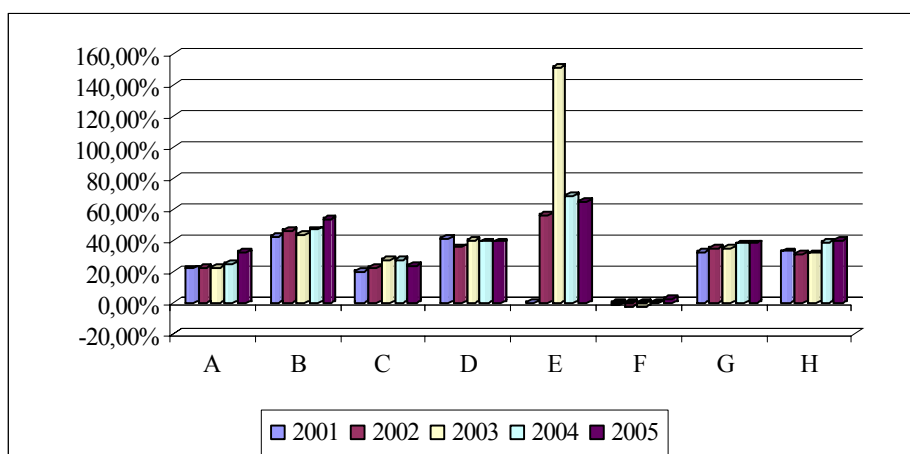
<sup>171</sup> I costi operativi comprendono il costo del fattore lavoro e altre spese amministrative. In questo modello di riclassificazione non vengono comprese all'interno dei costi operativi le rettifiche nette di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali che invece andrebbero più correttamente considerate nel calcolo del Cost/Income ratio. Quest'ultimo rappresenta il principale indicatore di efficienza e scaturisce dal rapporto tra i costi di gestione ed il margine d'intermediazione. Consente di valutare l'efficienza della gestione bancaria. Più il rapporto è basso più la banca è capace di generare ricavi con una base di costo contenuta.

<sup>172</sup> Si veda più diffusamente European Central Bank (2003).

<sup>173</sup> La varianza costituisce un indice della dispersione dei singoli valori rispetto all'indice medio. Dalla radice quadrata della varianza si ottiene la deviazione standard anch'essa indice di dispersione.

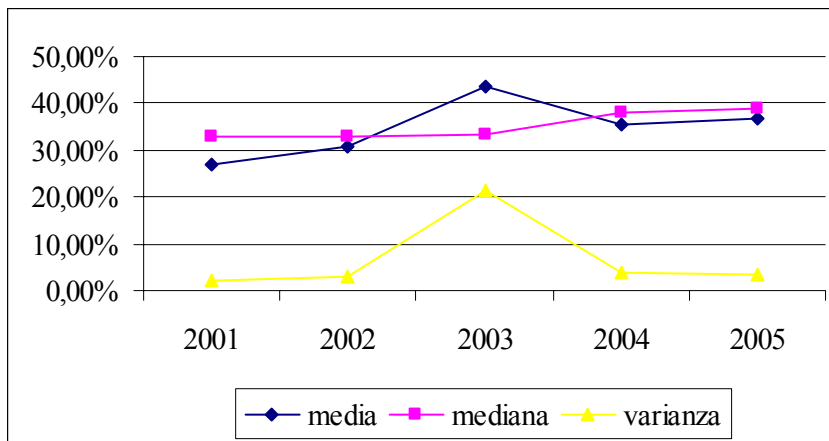
L'andamento dell'indice lascia pertanto supporre che per gli istituti considerati si è verificato un progressivo incremento della componente delle commissioni nette derivante dal ventaglio dei servizi erogati e delle attività di consulenza proposte. L'attività tradizionale si accompagna quindi a una tipologia di attività innovativa che assume via via un ruolo sempre più preponderante. La performance che assume un andamento anomalo è da ascrivere all'unità campionaria F che per i primi 3 anni della serie storica presenta un valore negativo in crescita imputabile alla presenza di un saldo passivo nella componente delle commissioni. Nel 2004 l'indice si è ridimensionato, pur continuando a presentarsi negativo, e nell'ultimo esercizio viene recuperato abbondantemente (si veda il graf. 2.1).

**Grafico 2.1 – Commissioni nette su margine di intermediazione: il trend**



Fonte: Rielaborazioni proprie

Considerando le performance dei singoli istituti emerge che successivamente all'operazione –realizzata nel 2003– si verifica un incremento dell'indice per tutto il campione a esclusione delle unità D e E: nel primo caso la flessione è contenuta (0,59%), nel secondo è più marcata (-82,72%). Nello specifico si tratta dei due soli casi in cui l'operazione realizzata non evidenzia un impatto positivo. Passando poi ai valori medi risulta che l'impatto dell'operazione di M&A sulle performance medie del campione di riferimento produce una leggera flessione. In tal senso si evidenzia un trend in crescita fino al 2003 cui fa seguito una diminuzione, seppur contenuta, nell'anno immediatamente successivo che viene parzialmente recuperata nell'ultimo esercizio. Il 2003 è l'anno in cui si accentua la variabilità dei dati rispetto al valore medio del campione. La variazione di periodo comunque positiva nell'ordine di circa 6 punti percentuali (si veda il graf. 2.2).

**Grafico 2.2 – Commissioni nette su margine di intermediazione: i valori medi**

Fonte: Rielaborazioni proprie

Un altro indicatore di redditività del capitale investito è il ROA che tiene conto non solo della gestione caratteristica –cui si riferisce essenzialmente il ROI– ma anche di quello ottenuto dalle gestioni accessorie e finanziarie confrontandone il risultato con l’impiego di capitale complessivo. Per quanto concerne il campione di riferimento delle analisi il ROA –che scaturisce dal rapporto tra l’utile di esercizio e il totale dell’attivo– evidenzia un andamento altalenante (si veda in proposito la tab. 2.3).

**Tabella 2.3 – Il ROA**

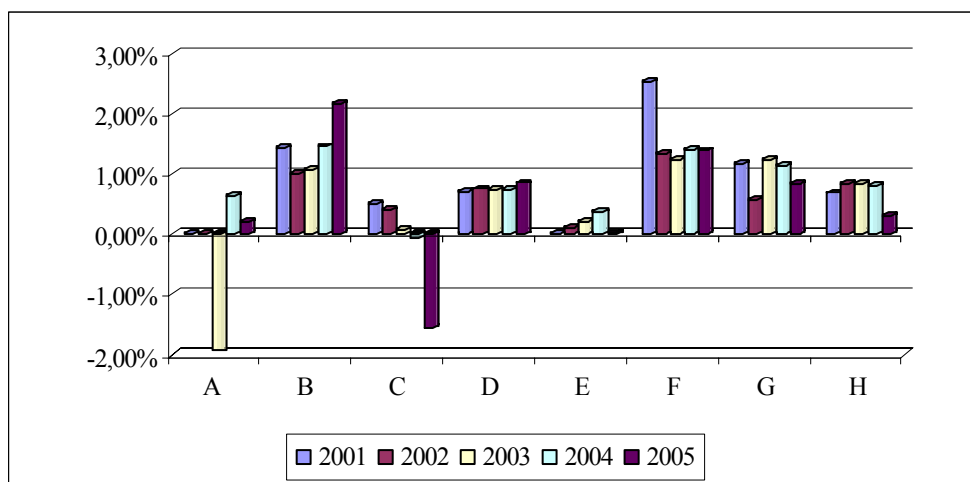
	2001	2002	2003	2004	2005	Variazioni periodo
A	0,64%	0,45%	-1,94%	0,62%	0,20%	-0,44%
B	1,43%	0,99%	1,07%	1,45%	2,15%	0,72%
C	0,51%	0,41%	0,06%	-0,06%	-1,57%	-2,08%
D	0,70%	0,75%	0,74%	0,74%	0,85%	0,15%
E	-	0,09%	0,20%	0,36%	0,02%	-0,07%
F	2,53%	1,33%	1,24%	1,39%	1,38%	-1,15%
G	1,18%	0,57%	1,24%	1,14%	0,83%	-0,34%
H	0,68%	0,84%	0,82%	0,79%	0,31%	-0,37%
Media	1,10%	0,71%	0,43%	0,80%	0,52%	-0,45%
Mediana	0,70%	0,75%	0,78%	0,77%	0,57%	-0,36%
Varianza	0,01%	0,00%	0,01%	0,00%	0,01%	0,01%

Fonte: Rielaborazioni proprie

Considerando le performance dei singoli istituti, le variazioni di periodo sottolineano un incremento dell’indicato, seppur contenuto, solo per due delle unità campionarie (B e D), in tutti gli altri casi le variazioni sono negative; in tutti gli altri casi il rendimento percentuale degli investimenti aziendali si ridimensiona.

La situazione è lievemente dissimile se ci si sofferma sul periodo successivo all'anno in cui sono state realizzate le operazioni di M&A. Per 5 istituti a fronte di un trend in diminuzione rilevato nella prima parte della serie storica considerata, a seguito dell'operazione il ROA evidenzia una ripresa anche se non è in grado di recuperare il gap di redditività rispetto al primo esercizio considerato nella serie storica oggetto di analisi (si veda in proposito il graf. 2.3).

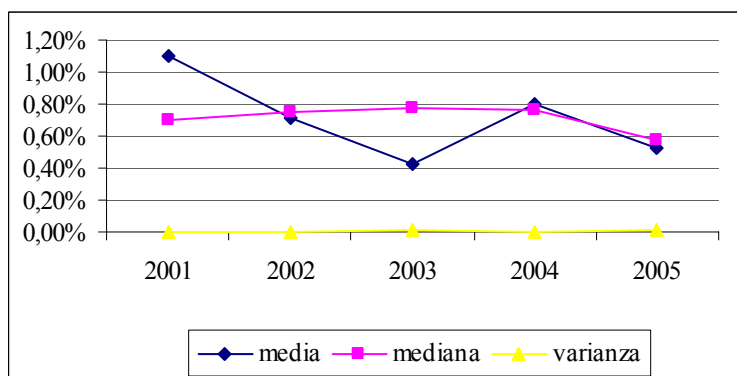
**Grafico 2.3 – Il ROA: il trend**



Fonte: Rielaborazioni proprie

Anche a livello aggregato i valori medi evidenziano un trend in costante diminuzione fino al 2003 cui fa seguito un leggero incremento nel 2004 che non si consolida nell'ultimo esercizio poiché si verifica una nuova diminuzione. La dispersione dei dati rispetto al valore medio è minima, pressoché prossima allo 0 (si veda il graf. 2.4).

**Grafico 2.4 – Il ROA: i valori medi**



Fonte: Rielaborazioni proprie

La rassegna relativa alla redditività non può essere conclusa senza evidenziare il trend del ROE o redditività del capitale netto. È un indicatore di sintesi del risultato

complessivo della gestione e rappresenta pertanto il risultato che l'azienda riesce a ottenere dopo avere sottratto dal reddito operativo il reddito netto delle altre gestioni (finanziaria, accessoria, straordinaria). È pertanto un importante indice segnaletico sul quale gli apportatori di capitale azionario fondano il proprio giudizio di convenienza. Anche per il ROE si evidenzia, al pari del ROA, un andamento altalenante (si veda la tab. 2.4).

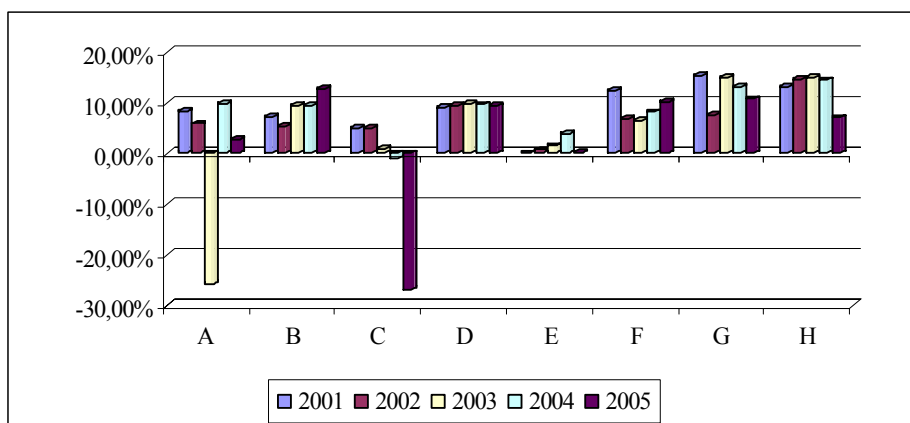
**Tabella 2.4 – Il ROE**

	2001	2002	2003	2004	2005	Variazioni periodo
A	8,35%	5,89%	-25,54%	9,62%	2,88%	-5,47%
B	7,22%	5,45%	9,40%	9,40%	12,70%	5,48%
C	5,03%	5,10%	0,98%	-1,04%	-26,70%	-31,73%
D	9,14%	9,37%	9,80%	9,60%	9,49%	0,34%
E	-	0,71%	1,49%	4,00%	0,23%	-0,48%
F	12,30%	6,74%	6,59%	8,12%	10,08%	-2,22%
G	15,17%	7,67%	14,98%	12,98%	10,69%	-4,47%
H	13,14%	14,69%	15,07%	14,40%	7,02%	-6,13%
<i>Media</i>	<i>10,33%</i>	<i>6,95%</i>	<i>4,10%</i>	<i>8,21%</i>	<i>3,30%</i>	<i>-5,58%</i>
<i>Mediana</i>	<i>10,72%</i>	<i>6,32%</i>	<i>8,00%</i>	<i>9,40%</i>	<i>8,25%</i>	<i>-3,35%</i>
<i>Varianza</i>	<i>0,15%</i>	<i>0,16%</i>	<i>1,71%</i>	<i>0,28%</i>	<i>1,64%</i>	<i>1,26%</i>

Fonte: Rielaborazioni proprie

In via generalizzata le variazioni di periodo evidenziano un calo per 6 delle unità campionarie che in un caso specifico (l'unità C) è piuttosto considerevole (-31,73%); solo in due casi si verifica invece un leggero incremento. L'andamento dell'indice fino al 2003 è eterogeneo e per la maggior parte degli istituti osservati in diminuzione. Ciò che sicuramente è degna di attenzione è la performance che si registra a seguito della realizzazione dell'operazione di M&A. In tal senso, a fronte di un generalizzato recupero dell'indicatore nel primo anno successivo all'operazione, si verifica successivamente una nuova caduta della redditività fatta eccezione per l'istituto B e F per i quali si evidenzia comunque un ulteriore incremento (si veda il graf. 2.5).

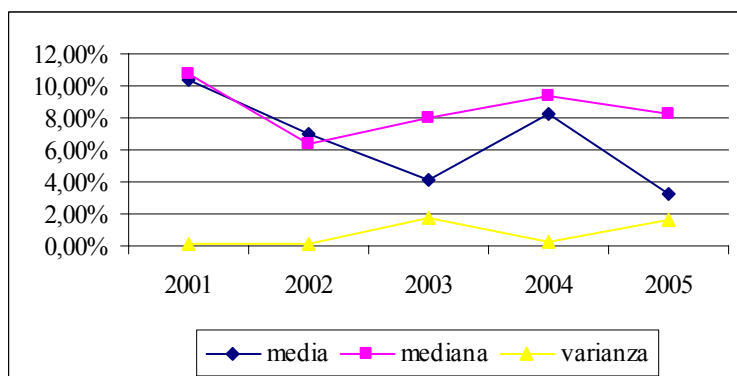
**Grafico 2.5 – Il ROE: il trend**



Fonte: Rielaborazione propria

A livello aggregato i valori medi evidenziano lo stesso andamento confermato dalla varianza che esprime una scarsa dispersione dei dati rispetto ai valori medi. Si rileva infatti un trend in diminuzione nei primi anni della serie storica considerata con un picco proprio nel 2003 in cui si rileva il valore inferiore; nell'anno che segue la realizzazione dell'operazione di M&A si registra un incremento medio di circa il 100% che non è comunque in grado di riportare i valori della redditività a quanto rilevato nel 2001. Va poi segnalato che il valore dell'indice non segue il trend in aumento e infatti nell'ultimo esercizio della serie storica considerata si decrementa nuovamente. La variazione complessiva di periodo infatti è negativa (si veda il graf. 2.6).

**Grafico 2.6 – Il ROE: i valori medi**



Fonte: Rielaborazione propria

Sia il ROA che il ROE seguono un andamento in diminuzione per il periodo considerato pur facendo registrare un leggero incremento nell'esercizio successivo alla realizzazione dell'operazione di M&A. se ne deduce quindi che l'operazione ha prodotti effetti positivi sulla redditività del campione oggetto di indagine almeno nel primo esercizio



immediatamente successivo invertendo un trend precedente di continui decremento. Si rileva inoltre un andamento simile anche nella varianza dei due indicatori il che evidenzia una sorta di convergenza<sup>174</sup>.

### 2.2.2 LA MISURAZIONE DELLE PERFORMANCE: L'EFFICIENZA

La valutazione dell'efficienza nel settore bancario è un tema molto complesso e di per sé affatto agevole. Secondo la letteratura indicatori classici quali i rapporti che nel presente lavoro si considerano sono solo alcune proxy indirette dell'efficienza<sup>175</sup>.

Il concetto economico di efficienza produttiva si fonda sulla relazione ottimale tra i costi dei fattori produttivi e i livelli di produzione.

È opportuno sottolineare che, secondo parte della letteratura, redditività ed efficienza sono inversamente correlate sia sulla base dell'intuizione microeconomica secondo cui, in un sistema efficiente e competitivo i margini di rendita per le banche sono piuttosto esigui, sia su base empirica. Ulteriore questione che emerge dalla letteratura è che, seppur non vi sia una risposta univoca al problema della dimensione ottima della banca, concentrazione ed efficienza sembrano positivamente correlate<sup>176</sup>.

Un indice significativo correlato negativamente all'efficienza è il rapporto fra il margine di interesse e il totale attivo. Tale indicatore relativo all'attività bancaria tradizionale implica che per un dato livello di asset all'aumentare del margine di interesse diminuisce il livello di efficienza.

In relazione al campione osservato l'indice ha evidenziato il trend rappresentato nella tabella successiva (tab. 2.5).

---

<sup>174</sup> Un ulteriore indice che da informazioni circa il profilo della redditività è il rapporto fra il margine di interesse e il margine di intermediazione. Il rapporto indica la percentuale di ricavi derivante dall'attività creditizia tradizionale e permette di capire in che misura la banca è esposta all'andamento dello spread d'interesse e dei volumi d'intermediazione. Più l'indice è alto e più i ricavi dipendono dall'attività tradizionale.

<sup>175</sup> Per ulteriori approfondimenti si vadano fra gli altri Landi (1996), Bikker (2004).

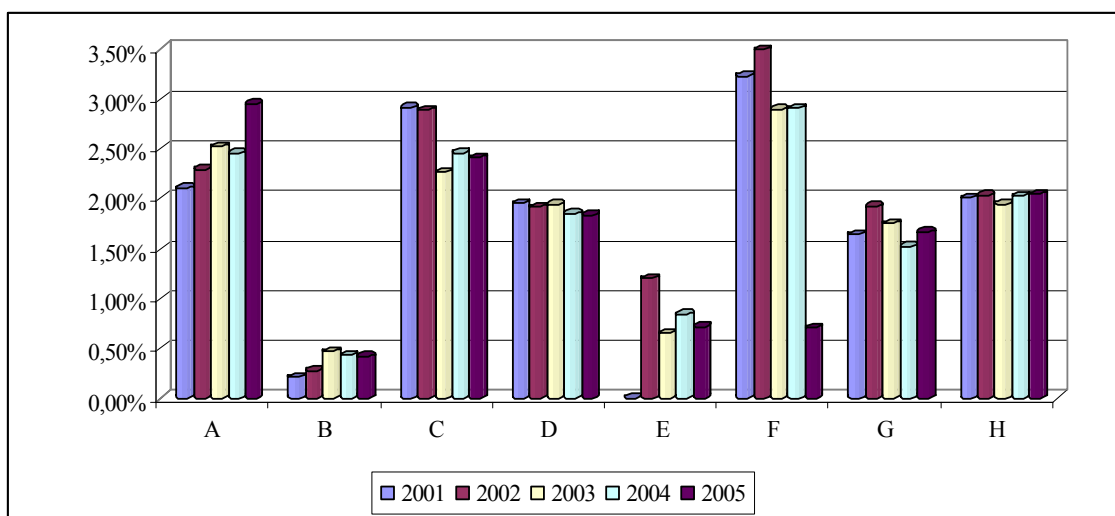
<sup>176</sup> Per ulteriori approfondimenti si veda Bikker (2004), Saraceno (2004).

**Tabella 2.5 – Margine di interesse su totale attivo**

	2001	2002	2003	2004	2005	Variazioni periodo
A	2,11%	2,29%	2,52%	2,45%	2,95%	0,84%
B	0,21%	0,28%	0,47%	0,43%	0,42%	0,21%
C	2,91%	2,89%	2,27%	2,46%	2,41%	-0,50%
D	1,95%	1,92%	1,94%	1,85%	1,84%	-0,12%
E	-	1,20%	0,65%	0,84%	0,72%	-0,48%
F	3,23%	3,49%	2,89%	2,90%	0,70%	-2,52%
G	1,64%	1,92%	1,75%	1,52%	1,67%	0,03%
H	2,01%	2,03%	1,94%	2,02%	2,05%	0,04%
Media	2,01%	2,00%	1,80%	1,81%	1,59%	-0,31%
Mediana	2,01%	1,98%	1,94%	1,93%	1,75%	-0,04%
Varianza	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%

Fonte: Rielaborazione propria

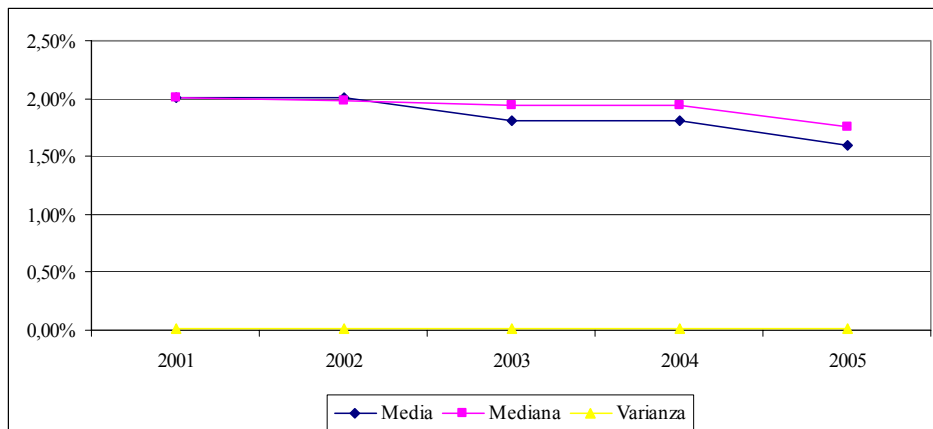
Nell'ambito del campione osservato, le unità B, D e E sembrerebbero particolarmente efficienti in quanto presentano i valori più ridotti e di conseguenza un maggior livello di efficienza. I meno efficienti gli istituti A, C e F. Va comunque evidenziato che mentre l'unità campionaria A evidenzia un trend in crescita per l'indice, vedendo quindi diminuire il proprio profilo di efficienza. C e F presentano invece un trend in diminuzione dell'indicatore evidenziando un recupero di efficienza. Le variazioni di periodo evidenziano per quasi tutto il campione una diminuzione dell'indice, o un incremento molto contenuto. L'unico istituto a evidenziare un incremento largamente positivo dell'indice e di conseguenza una preoccupante diminuzione dell'efficienza è l'istituto A pari allo 0,84% (si veda in proposito il graf. 2.6).

**Grafico 2.6 – L'andamento dell'indice**

Fonte: Rielaborazione propria

Considerando invece i valori aggregati medi risulta un andamento decrescente dell'indice durante la serie storica considerata soprattutto nell'ultimo anno il che fa supporre che l'impatto dell'operazioni di M&A realizzate ha prodotto effetti positivi in relazione all'efficienza per il campione considerato (si veda il graf. 2.7).

**Grafico 2.7 – I valori medi dell'indice**



Fonte: Rielaborazioni proprie

Con riferimento all'altro indice considerato –costi operativi su margine di intermediazione– emerge un trend differenziato (si veda la tab. 2.6).

**Tabella 2.6 – Costi operativi su margine di intermediazione**

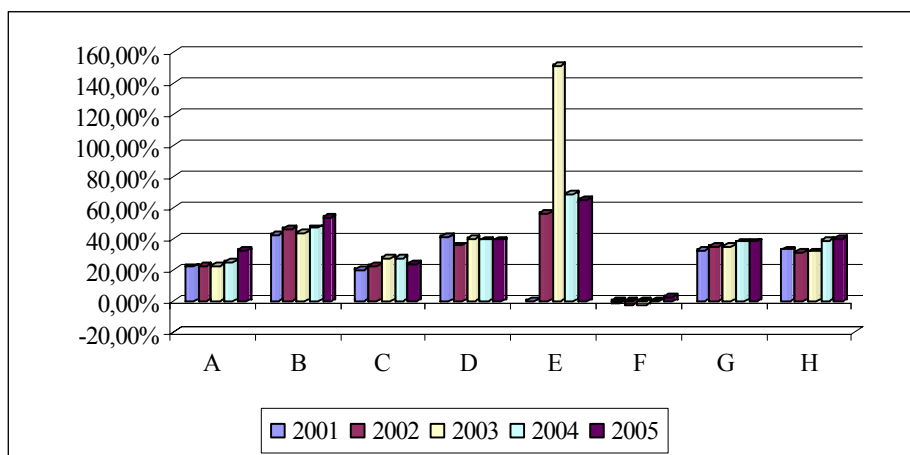
	2001	2002	2003	2004	2005	Variazioni periodo
A	60,39%	63,35%	66,84%	62,72%	66,67%	6,28%
B	56,42%	63,88%	48,95%	48,89%	46,59%	-9,83%
C	52,92%	51,40%	61,00%	58,81%	89,25%	36,33%
D	61,75%	57,67%	62,00%	61,63%	61,49%	-0,26%
E	-	86,45%	84,33%	83,06%	67,61%	-18,84%
VF	6,82%	28,97%	42,25%	41,14%	27,49%	20,67%
G	75,75%	67,26%	63,42%	61,28%	59,85%	-15,90%
H	52,88%	54,29%	54,50%	55,88%	54,83%	1,95%
Media	52,42%	58,56%	59,49%	58,67%	59,22%	2,55%
Mediana	56,42%	57,67%	61,00%	58,81%	60,67%	0,84%
Varianza	4,65%	3,05%	1,79%	1,70%	3,17%	3,49%

Fonte: Rielaborazione propria

Si rileva una riduzione in relazione agli istituti B, E e G gli unici a evidenziare un decremento costante che è confermato dalle variazioni di periodo. In tutti gli altri casi si verifica un incremento dell'indice fino al 2003 cui fa seguito una riduzione a seguito delle operazioni di M&A. Si evidenzia inoltre che l'unità campionaria E i valori di gran

lunga superiori di tutto il campione. Va comunque segnalato che gli istituti A e C pur evidenziando un trend in diminuzione presentano, a fine periodo, dei valori che sono largamente superiori a quelli di partenza. Pertanto, assumendo che, a parità di costi operativi, un incremento del margine di intermediazione con conseguente diminuzione dell'indice sia da considerare un segnale di minor efficienza, il campione oggetto di indagine ha generalmente mostrato una crescita nell'efficienza (si veda il graf. 2.8).

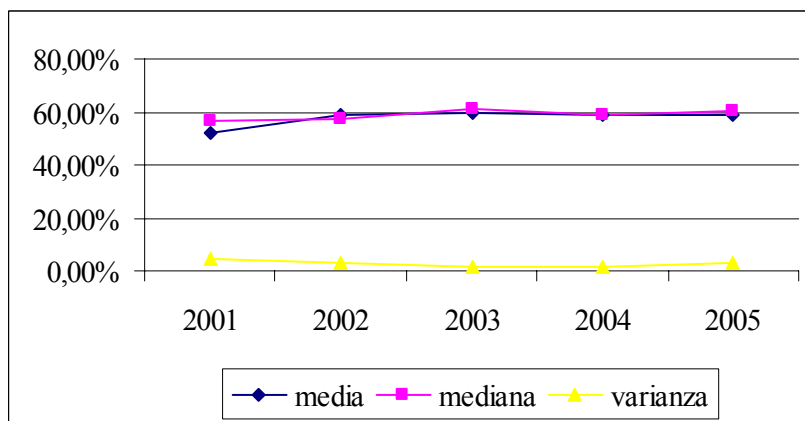
**Grafico 2.8 – L'andamento dell'indice**



Fonte: Rielaborazione propria

I valori medi riferiti all'intero campione confermano i dati dei singoli componenti. In tal senso si segnala un incremento dell'indice fino al 2003 e una leggera flessione nel 2004 parzialmente recuperata nell'ultimo esercizio. La variazione di periodo è comunque positiva con un incremento del valore dell'indicatore pari al 2,55%. La dispersione dei dati rispetto al valore medio, sintetizzata dalla varianza, va diminuendo nel corso dei primi 4 anni della serie storica osservata, ma si incrementa nell'ultimo esercizio.

**Grafico 2.9 – I valori medi dell'indice**



Fonte: Rielaborazione propria

Il costo del personale è sicuramente una delle componenti più rilevanti dei costi bancari, specie laddove vi sia una maggior erogazione di servizi innovativi ad alto contenuto consulenziale. In tal senso occorre ricordare che se da un lato una riduzione dell'incidenza del costo del personale un aumento di efficienza determinata da un maggior controllo dei costi, dall'altro un aumento dell'indicatore può significare un incremento della qualità del personale il che evidenzia delle ricadute positive sull'efficienza stessa. In riferimento al campione analizzato in questa sede il ratio ha evidenziato il trend riportato nella tabella successiva (tab. 2.7).

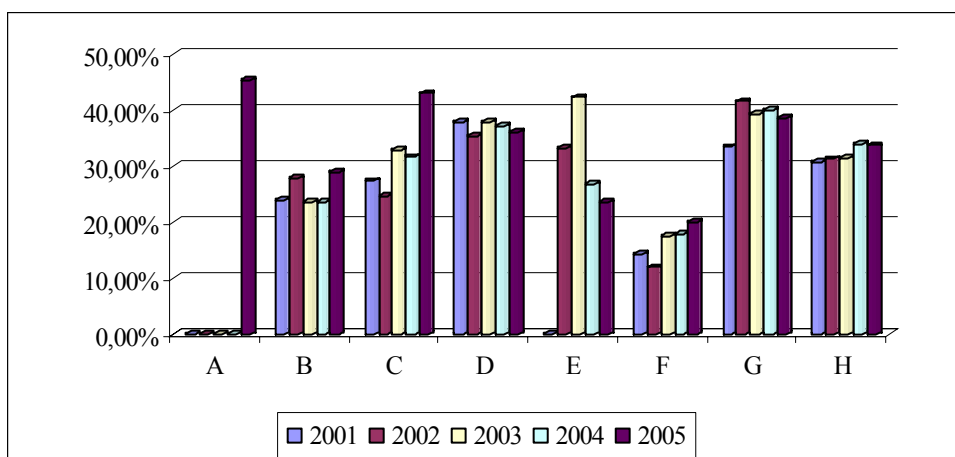
**Tabella 2.7 – Costo del personale su Margine di intermediazione**

	2001	2002	2003	2004	2005	Variazioni periodo
A	30,49%	31,13%	32,59%	31,61%	45,45%	14,96%
B	23,99%	27,89%	23,48%	23,51%	28,84%	4,85%
C	27,35%	24,62%	32,76%	31,66%	43,07%	15,72%
D	37,96%	35,43%	37,79%	37,25%	36,19%	-1,76%
E	-	33,11%	42,34%	26,87%	23,64%	-9,46%
F	14,33%	11,92%	17,52%	17,89%	19,95%	5,62%
G	33,45%	41,65%	39,30%	39,96%	38,59%	5,15%
H	30,66%	31,29%	31,35%	34,04%	33,74%	3,09%
<i>Media</i>	27,96%	29,41%	32,08%	30,17%	33,68%	4,77%
<i>Mediana</i>	29,00%	31,29%	32,76%	31,66%	34,97%	5,00%
<i>Varianza</i>	0,68%	0,89%	0,79%	0,62%	0,81%	0,68%

Fonte: Rielaborazione propria

In relazione al campione emerge che l'indicatore considerato presenta un aumento generalizzato durante il periodo storico considerato per la maggioranza degli istituti, il che evidenzia un incremento delle componenti del costo del personale nel tempo. L'unico istituto a presentare un trend in costante diminuzione è l'unità campionaria E che a fine periodo vede diminuire complessivamente l'indice di oltre il 9%. In tutti gli altri casi è soprattutto dopo l'operazione di M&A che si verifica, nel primo anno successivo un incremento, cui segue una leggera flessione. La variazione di fine periodo è positiva per 6 degli 8 istituti osservati (si veda in proposito il graf. 2.10).

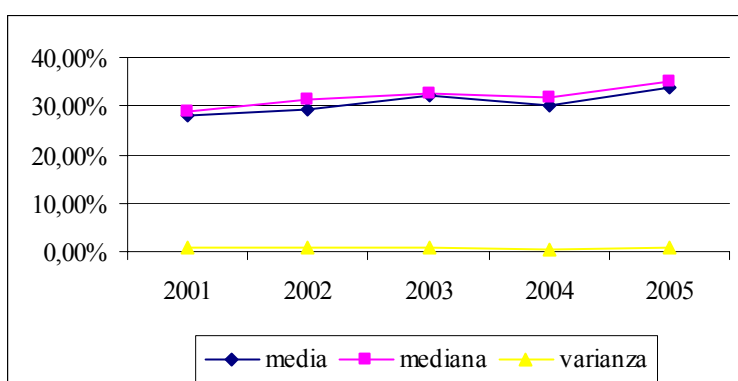
**Grafico 2.10 – Il trend dell'indice**



Fonte: Rielaborazione propria

Con riferimento ai dati medi, si rileva una conferma di quanto evidenziato dalle singole performance e cioè un aumento generalizzato della componente del costo in oggetto, il che è spiegato dal fatto che a seguito dell'integrazione la nuova realtà si trova a dover fronteggiare un'immissione di manodopera (si veda il graf. 2.11).

**Grafico 2.11 – I valori medi dell'indice**



Fonte: Rielaborazione propria

### 2.3 OSSERVAZIONI CONCLUSIVE

In relazione all'analisi svolta in relazione alla redditività e all'efficienza del campione osservato pre e post merger sono emerse alcune peculiarità

Dal lato della redditività, soprattutto in relazione al ROA e al ROE, è emerso un andamento differenziato per le singole unità campionarie. A livello aggregato, considerando i valori medi, risulta che la redditività è andata decrementandosi nei primi tre anni della serie storica e a seguito delle operazioni almeno nel primo anno immediatamente successivo vi è stato un interessante recupero che tuttavia non si è consolidato nell'ultimo esercizio. I valori alla fine del periodo storico considerato sono

comunque di gran lunga inferiori a quelli di partenza. Va comunque ricordato che la redditività del sistema bancario deve il suo deterioramento anche a cause esogene che hanno caratterizzato l'inizio del millennio e cioè un'economia debole e delle difficili condizioni di mercato. Tuttavia la ripresa rilevata nel 2004 lascia supporre che effettivamente l'operazione di M&A abbia avuto un impatto positivo sulla redditività di breve periodo. Si evidenzia inoltre una convergenza dei dati confermata da un ridotto indice di dispersione dei dati rispetto al valore medio.

Dal lato dell'efficienza i risultati non sono univoci con riferimento al campione. Va segnalato che il primo degli indicatori osservati (margine di interesse su totale attivo) ha espresso informazioni a sostegno di un aumento del livello di efficienza soprattutto in relazione al primo indice considerato che ha seguito un trend in diminuzione durante il periodo considerato. Il secondo indicatore in relazione alle singole unità campionarie segnala una minore efficienza, ma a livello aggregato si legge un quadro speculare con conseguente incremento dell'indice cui quindi fa seguito un incremento del livello di efficienza. Infine l'ultimo indice considerato fa emergere un incremento del livello di efficienza delle unità campionarie osservate che, in quasi tutti i casi, vedono incrementare l'indicatore in oggetto soprattutto a seguito dell'operazione di M&A; analogo discorso può essere fatto in relazione ai dati medi aggregati anche in questo caso in aumento durante la serie storica considerata.

In conclusione si osserva che le operazioni considerate non paiono aver conseguito effetti di rilievo sulla redditività e sull'efficienza. Occorre tuttavia precisare che il periodo preso in considerazione nell'analisi post merger è piuttosto breve per osservare pienamente le conseguenze delle concentrazioni sulla performance reddituale. Infatti come precisato in precedenza elevati costi di transazione e di integrazione che insorgono durante la fase post merger possono notevolmente rallentare il manifestarsi degli effetti benefici derivanti dall'aggregazione, soprattutto sulla redditività. Ciò premesso comunque i risultati cui giunge l'analisi sono conformi a quelli di precedenti studi. La conseguenza positiva che si riscontra è la crescita del margine di intermediazione in seguito a politiche di diversificazione del core business. L'aumento dei ricavi tarda comunque a manifestare i propri effetti sulla redditività sia nel breve che nel medio periodo poiché frenato dalla dilatazione di costi operativi, in primis quelli per il personale, che non fa emergere le economie di scala e di scopo ricercate.

## CONCLUSIONI

Dal lavoro di tesi sviluppato è possibile giungere ad alcune riflessioni conclusive. L'analisi condotta dimostra la sostanziale necessità, per le imprese –soprattutto se di dimensioni ridotte– di ricorrere a processi integrativi, gli unici a consentirne, con la giusta rapidità, la ristrutturazione.

Le operazioni di M&A costituivano, in passato, degli episodi sporadici, la cui peculiarità di fondo era costituita dalla straordinarietà della strategia, una soluzione di continuità cui succedeva un relativo assestamento destinato a durare decenni.

Un fattore che ha sicuramente svolto il ruolo di *driver*, deponendo a favore dello sviluppo del fenomeno, è stata la liberalizzazione dei mercati, cui è seguito un aumento esponenziale della concorrenza.

La presenza di tali elementi ha incentivato la realizzazione dei processi di concentrazione che, con la globalizzazione e l'internazionalizzazione dei mercati, sono divenuti il mezzo principale di una trasformazione-sviluppo dell'impresa moderna.

Le operazioni di crescita esterna rappresentano lo strumento per accedere più speditamente ai nuovi mercati, per consolidare più velocemente un vantaggio competitivo e appaiono il modo migliore per operare in contesti competitivi altamente concorrenziali. L'attuale contesto competitivo ha posto, soprattutto, la piccola impresa davanti alla scelta –quasi obbligata– del ricorso alla crescita per vie esterne al fine di migliorare la propria posizione competitiva su mercati internazionalizzati e globalizzati. In tal senso ciò che conferisce rilevanza ai processi di espansione dimensionale è, attualmente, la contestualizzazione degli stessi tra le leve strategiche, ordinarie e sistemiche, a disposizione delle imprese per la creazione di valore e per lo sfruttamento delle sinergie che scaturiscono dalle operazioni medesime.

Il fenomeno assume importanti dimensioni soprattutto su scala internazionale, ma anche in Italia si stanno consolidando le caratteristiche proprie di un “*market for corporate control*”. Il futuro delle operazioni di crescita esterna in generale è, per quanto riguarda il contesto italiano, sicuramente nelle mani delle PMI e dipenderà dal ruolo, presumibilmente attivo e tutt'altro che trascurabile, che queste svolgeranno. La cospicua presenza di imprese di piccole e medie dimensioni, soprattutto a gestione familiare, pone le basi della necessaria evoluzione della maggior parte delle stesse che – sorte nell'immediato secondo dopoguerra– si trovano attualmente a fronteggiare il delicato passaggio generazionale.



Le operazioni di tipo *cross-border* probabilmente rappresentano il segmento suscettibile di maggior sviluppo soprattutto in relazione all'ingresso nell'Unione Europea di molti Paesi dell'Est che offrono nuove e interessanti opportunità di sviluppo a quelle imprese che vogliono consolidare la propria posizione competitiva su contesti sovranazionali.

Gli elementi che hanno limitato lo sviluppo delle operazioni di crescita esterna sul mercato "domestico", sono da ascrivere alle peculiarità proprie della struttura del sistema economico nazionale riconducibili a:

- a) un tessuto imprenditoriale fatto di imprese a conduzione familiare poco inclini all'ampliamento della base azionaria;
- b) la rigidità del fattore lavoro, con conseguente difficoltà a operare processi di ridimensionamento del personale che potrebbero risultare necessari a seguito delle operazioni di M&A;
- c) situazioni di illiquidità dovute allo scarso utilizzo del mercato borsistico come fonte di finanziamento a favore, invece, dell'indebitamento bancario.

Va, poi, rilevato che i processi di crescita esterna esulano comunque dalle attività caratteristiche di impresa, configurandosi come estremamente delicati e complessi per la molteplicità delle variabili in gioco e per le necessarie competenze specialistiche strumentali all'implementazione. Pertanto, non si tratta di processi improvvisabili o da realizzare esclusivamente per cogliere delle opportunità, piuttosto ogni operazione deve essere attentamente e puntualmente pianificata considerando precipuamente tutti i fattori che possono incidere sull'esito dell'operazione favorendone il successo o il fallimento.

In tal senso, nello scenario attuale, sta migliorando la capacità di ricorrere alle operazioni di M&A come opzione strategica ordinaria a disposizione di tutte quelle aziende che vogliono sfruttare appieno l'intera gamma di opzioni esistenti per la crescita.

Il fenomeno delle concentrazioni ha ormai perso del tutto la connotazione di eccezionalità che lo aveva caratterizzato nel tempo conferendogli una prerogativa di leva di finanza straordinaria. All'ordinarietà del ricorso alle operazioni di crescita esterna ha contribuito sensibilmente la maturazione di alcuni settori economici e la consapevolezza che le scelte di crescita organica presentano delle difficoltà crescenti e tempi di realizzazione dilatati rispetto alle operazioni di crescita esogena.

Va ricordato che le scelte di concentrazione non rispondono più alla sola logica della riduzione dei costi e del miglioramento dei rendimenti attraverso la realizzazione di economie di scala e di scopo. Le operazioni di M&A vengono più spesso realizzate per focalizzare meglio i *core business*, per migliorare l'efficacia distributiva, per sfruttare al meglio le variabili tecnologiche e per aggredire nuovi segmenti di mercato. Sono, pertanto, diventate una leva strategica in grado di far cogliere alle realtà costituenti degli obiettivi che le imprese, singolarmente prese, non potevano raggiungere. Malgrado gli obiettivi da cui scaturiscono sono di varia natura, l'unico elemento che appare immutato, nonostante la rapida evoluzione del fenomeno, è la creazione di valore per le imprese che rimane lo scopo principe riconoscibile in ogni processo di crescita esogena e che, non di rado, è causa dell'insuccesso di operazioni che almeno in teoria erano considerate profittevoli. Probabilmente ciò che è variato nel tempo è l'identificazione dei soggetti beneficiari, troppo spesso individuati negli *stakeholders* legati alle aziende interessate. Oggi c'è maggior consapevolezza del fatto che si realizzano concreti vantaggi soprattutto sui mercati con miglioramenti per l'intero sistema economico. Rispetto al passato l'approccio alle operazioni di concentrazione è mediamente gestito con una disciplina più stringente e un timing più appropriato. Gli operatori hanno compreso che fin dall'inizio l'operazione, nonché i criteri e le regole che guidano l'intero processo, devono essere pianificati con estrema cura e chiarezza. La pianificazione puntuale dell'integrazione appare come il primo fattore critico di successo delle operazioni di concentrazione.

Le operazioni che oggi vengono proposte sul mercato possono beneficiare di analisi estremamente approfondite e sofisticate nonché di strumenti più precisi ed efficaci per la misurazione dei rischi. Ne consegue una valutazione dei prezzi ben più affidabile e anche una riduzione del fattore aleatorio che comunque accompagna ciascun processo acquisitivo.

Allo stesso tempo stanno migliorando le capacità di implementazione dei processi anche grazie allo sviluppo delle professionalità relative al campo dell'*execution*. Le professionalità necessarie alla gestione di un'operazione di concentrazione sono specifiche e articolate e devono essere in grado di coinvolgere attivamente tutte le strutture interessate attraverso un'attiva comunicazione degli obiettivi intermedi e finali in modo da trasformare i soggetti passivi interessati in soggetti attivi.

Il miglioramento dell'efficacia nella fase di implementazione consente inoltre una riduzione dei tempi di esecuzione e quindi un aumento della probabilità di successo. Il fattore tempo è infatti una variabile chiave per questo tipo di operazioni.

Gli studi condotti hanno permesso di mettere in luce la ciclicità del fenomeno e soprattutto la sua pervasività in relazione ai settori economici interessati dallo stesso. L'elemento che sicuramente è emerso con particolare vigore è la frequenza –in termini sia di numero che di valore– con cui le operazioni di M&A si sono verificate nella *banking industry*. Non va infatti dimenticato che circa il 60% delle operazioni realizzate nel corso dell'ultima ondata ha interessato il settore bancario. Si ricorda che, soprattutto nell'arco dell'ultimo decennio, il sistema bancario italiano ha saputo realizzare una trasformazione di grande portata, analoga a quella degli anni trenta. Le banche sono divenute più grandi e redditizie, ben patrimonializzate. Si è intensificata la concorrenza ed è cresciuta la contendibilità degli assetti proprietari degli intermediari. Le aggregazioni hanno dato vita a soggetti in grado di competere con i principali operatori europei: si sono affermati –da un lato– gruppi di medie dimensioni che contribuiscono ad arricchire l'offerta finanziaria nel mercato nazionale; dall'altro, nelle aree locali le banche di minori dimensioni e con forte radicamento sul territorio che stanno via via accrescendo il sostegno alle attività produttive.

Al forte dinamismo dimostrato dalla *banking industry* nelle concentrazioni non ha fatto sempre riscontro un'effettiva capacità di realizzare gli obiettivi preventivati. Infatti, da una *review* della principale letteratura empirica non emergono risultati univoci tali da poter identificare nelle operazioni di M&A una sicura soluzione alle eventuali diseconomie di gestione.

Nello specifico, in relazione all'analisi svolta –finalizzata a verificare l'impatto delle operazioni di M&A sulle performance economico-finanziarie degli istituti bancari inseriti nel campione di osservazione– sono emersi risultati difformi sia con riferimento al profilo della redditività che a quello dell'efficienza. Si ricorda che le unità campionarie costituenti il campione corrispondono agli istituti bancari che hanno partecipato a operazioni “domestiche” di M&A realizzate e concluse nel 2003. L'analisi –di tipo *accounting approach*– è volta a individuare i cambiamenti nelle performance economiche e finanziarie degli intermediari coinvolti e ha, pertanto, focalizzato la propria attenzione sul quinquennio 2001-2005 verificando l'andamento degli indici osservati nel periodo pre e post merger.

Nello specifico, l'*accounting approach* –partendo dall'impostazione teorica che i guadagni che scaturiscono dalle operazioni di M&A possono derivare da contenimenti delle spese dovuti a risparmi di costi per la presenza di economie di scala o di scopo, da aumento del potere di mercato, e/o dalla quota di clientela servita, con conseguente espansione dei ricavi, nonché da una minore volatilità degli utili attribuibile a miglioramenti nel profilo rischio-rendimento a seguito della diversificazione del business– si fonda sull'analisi delle grandezze di bilancio che, attraverso il calcolo di opportuni indici, consentono di misurare la performance reale degli intermediari analizzati non risentendo dell'influenza delle aspettative dei mercati.

Per quanto riguarda il profilo della redditività a livello aggregato, considerando i valori medi, risulta che gli indici osservati hanno evidenziato –a seguito delle operazioni– nel primo anno immediatamente successivo, un interessante recupero rispetto ai valori dei primi anni della serie storica considerata. Tuttavia i risultati non hanno avuto modo di consolidarsi nell'anno successivo evidenziando una nuova contrazione. Va comunque ricordato che la redditività del sistema bancario deve il suo deterioramento anche a cause esogene che hanno caratterizzato l'inizio del millennio e cioè un'economia debole e delle difficili condizioni di mercato. Tuttavia la ripresa rilevata nel 2004 lascia supporre che effettivamente l'operazione di M&A abbia avuto un impatto positivo sulla redditività di breve periodo. Si evidenzia inoltre una convergenza dei dati confermata da un ridotto indice di dispersione degli stessi rispetto al valore medio.

Dal punto di vista dell'efficienza i risultati relativi all'andamento aggregato del campione hanno espresso informazioni a sostegno di un incremento del livello di efficienza soprattutto a seguito della realizzazione dell'operazione di M&A. Anche in questo caso, come per la redditività, si è verificato un incremento dell'efficienza nel primo anno del biennio successivo alla realizzazione dell'operazione che però non si è consolidato nell'ultimo anno della serie storica considerata.

Tuttavia va ricordato che i dati di bilancio incorporano andamenti storici e non forniscono informazioni sui valori correnti che possono discostarsi anche notevolmente dai primi. Inoltre i cambiamenti nei risultati economici registrati dopo un'operazione potrebbero essere non completamente attribuibili all'operazione medesima, ma scaturire dal concorso di altre variabili esogene di natura micro e macroeconomica.

Infine non va inoltre trascurato l'orizzonte temporale di osservazione. In tal senso occorre precisare che il periodo preso in considerazione nell'analisi post merger è

piuttosto breve per osservare pienamente le conseguenze delle concentrazioni sulla performance reddituale. Infatti elevati costi di transazione e di integrazione che insorgono durante la fase post merger possono notevolmente rallentare il manifestarsi degli effetti benefici derivanti dall'aggregazione, soprattutto sulla redditività. Ciò premesso comunque i risultati cui giunge l'analisi sono conformi a quelli di precedenti studi. La conseguenza positiva che si riscontra è la crescita del margine di intermediazione in seguito a politiche di diversificazione del *core business*. L'aumento dei ricavi tarda comunque a manifestare i propri effetti sulla redditività sia nel breve che nel medio periodo poiché frenato dalla dilatazione di costi operativi, in primis quelli per il personale, che non fanno emergere le economie di scala e di scopo ricercate.

**BIBLIOGRAFIA**

AA. VV. (2003), Gibrat's law and the firm size. Firm growth relationship in Italian service. Discussion Paper, Tinbergen Institute.

Acs Z.J., Audretsch D.B. (1990), Innovation and small firms, MIT Press, Cambridge MA.

Aldrich H., Auster E. (a cura di) (1986), Even dwarfs starter small, in Staw B., Cummings L., Research in organizational behaviour, vol. 8, JAI Press, Greenwich.

Audretsch D. B. (1995), Innovation, growth and survival, in International Journal of Industrial Organization, n. 13, pp. 441-457.

Audretsch D. B., Klomp L., Santarelli E., Thurik A. R. (2004), Gibrat's law: are the services different?, in Review of Industrial Organization, n. 24, pp. 301-324.

Baldassi C. (1998), Organizziamo la spontaneità. Il cambiamento nelle piccole e medie imprese, Angelo Pontecorboli, Firenze.

Basile R., de Nardis S. (2004), Non linearità e dinamica della dimensione d'impresa in Italia, Documento di lavoro n. 40, ISAE.

Benfratello L. (2000), Effetti delle fusioni e acquisizioni: una rassegna critica dell'evidenza empirica, Ceris-CNR, Torino.

Bianchi Martini S., Cinquini L., Di Stefano G., Galeotti M. (2000), Introduzione alla valutazione del capitale economico. Criteri e logiche di stima, Franco Angeli, Milano.

Boldizzoni D., Serio L. (1996), Il fenomeno della piccola impresa. Una prospettiva pluridisciplinare, Guerini e Associati, Milano.

Bossi S. (2002), Motivazioni all'origine delle iniziative di M&A, in Amministrazione & Finanza, n. 12.

Broglia Guiggi A. (2001), Le aggregazioni di imprese. Gli incerti confini dell'aziendalità, Giappichelli, Torino.

Brunetti G., Corbetta G. (1996), Alcune condizioni per lo sviluppo delle piccole e medie imprese italiane, in Economia & Management, n. 5.

Buongiorno M. (2000), L'anno dei maxi-deal, Milano Finanza, 12 Febbraio.

Capasso A. (1990), Economia e finanza delle acquisizioni aziendali, Cedam, Padova.

Capizzi V. (2003), Gli intermediari e i servizi a supporto delle acquisizioni aziendali, in G. Forestieri (a cura di) *Corporate & Investment Banking*, Egea, Milano.

- (2003), Le attività e i servizi originati dalle ristrutturazioni e dai riassetti societari, in G. Forestieri (a cura di) *Corporate & Investment Banking*, Egea, Milano.

- (2001), L'attività di advising: le condizioni dell'offerta, in Zara C. (a cura di) *Le banche e l'advising nella finanza straordinaria*, Bancaria Editrice, Roma.

Caves R. E. (1998), Industrial Organization and new findings on the turnover and mobility of firms in *Journal of Economic Literature*, vol. 36, pp. 1947-1982.

Colombo M.G., Ermini B. (2005), Crescita d'impresa, dimensione ed età nelle imprese high-tech, Quaderno di ricerca n. 233, Università Politecnica delle Marche, Dipartimento di Economia.

Comito V. (1999), Fusioni ed acquisizioni fra imprese, in *Sviluppo ed organizzazione*, n. 174.

Conca V. (2005), *Le acquisizioni. Il processo, il mercato, i prezzi*, Egea, Milano.

- (2000), Il mercato delle acquisizioni e delle fusioni in Italia. Le motivazioni, i settori, i prezzi pagati, in *Economia & Management*, n. 6.

- (1995), *Le iniziative di crescita esterna: dinamica evolutiva e contributo strategico delle operazioni di M&A*, CUSL, Milano.

Conca V., Colombo G., (2001), *International acquisitions: the key to success in the experience of italian companies*, Working Paper n. 43, Divisione Ricerche SDA Bocconi.

Copeland T., Koller T., Murrin J. (1990), *Valuation. Measuring and managing the value of companies*, Wiley, New York.

Corbetta G. (2000), *Le medie imprese. Alla ricerca della loro identità*, Egea, Milano.

Corbetta G., Demattè C. (1993), *I processi di transizione delle imprese familiari*, Collana Mediocredito Lombardo, Milano.

Cortesi A. (2004<sub>a</sub>), *La crescita delle piccole imprese. Fusioni, acquisizioni, accordi*, Giappichelli, Torino.

(2004<sub>b</sub>), *Le piccole imprese. Struttura, gestione, percorsi evolutivi*, Carocci, Roma.

- (2000), *Le acquisizioni di imprese. Strutture e processi per la creazione di valore*, Egea, Milano.

Dalocchio M. (1995), *Finanza d'azienda. Analisi e valutazione per le decisioni d'impresa*, Egea, Milano.

Davidsson P. (1989), *Entrepreneurship and after? A study of growth willingness in small firm*, in *Journal of Business Venturing*, n. 4.

De Nardis S., M. Mancini e C. Pappalardo (2003), *Regolazione del mercato del lavoro e crescita dimensionale dell'impresa: una verifica sull'effetto soglia dei 15 dipendenti*, Documento di Lavoro ISAE, n.38.

Del Prete S. (2002), *I processi integrativi d'impresa. Un'analisi delle peculiarità delle concentrazioni bancarie*, Giuffrè, Milano.

Dessy A., Vender J. (2001) (a cura di), *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, Egea, Milano.

Di Bernardo B. (1991), *Le dimensioni d'impresa: scala scopo varietà*, Franco Angeli, Milano.

Di Fiore A. Rosati F. (1998), *I sette miti del processo di integrazione*, in *L'Impresa*, n. 2.

Dipartimento per l'informazione e l'editoria della Presidenza del Consiglio dei Ministri e dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (1996), *Antitrust, Istruzioni per l'uso*, Roma.

Dunne P., Hughes A. (1994), *Age, size, growth and survival: UK companies in the 1980s*, in *Journal of Industrial Economics*, n. 42, pp. 115-140.

Ermini B. (2005), *Oltre Gibrat. Capitale umano, fonti di finanziamento esterno e crescita delle nuove imprese italiane ad alta tecnologia*. Phd. Dissertation. Università di Pavia.

Evans D.S. (1987<sub>a</sub>), *The relationship between firm growth, size, and age: estimates for 100 manufacturing industries*, in *Journal of Industrial Economics*, n. 35, pp. 567-581.

- (1987<sub>b</sub>), *Tests of alternative theories of firm growth*, in *Journal of Political Economy*, n. 95, pp. 657-674.



Ferrero C. (2001), La crescita esterna e le operazioni di acquisizione leveraged in A. Dessy, J. Vender (a cura di) *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, Egea, Milano.

Forestieri G. (2005), *Corporate and Investment banking*, Egea, Milano.

Fusa E., Guatri G. (1999), La valutazione del capitale economico dell'impresa. Metodi tradizionali, innovativi ed empirici. Casi pratici, Il Sole 24ore, Milano.

Ganugi P., Grossi L., Gozzi G., Gagliardi C. (2002), Growth with statistical regularity: the Italian New Economy, *Proceedings of IAOS 2002: Official Statistics and the New Economy*, Londra 27-29 Agosto 2002.

Garibaldi P., Pacelli L., Borgarello A. (2002), Employment Protection Legislation and the *Size of Firms*, di prossima pubblicazione su *Rivista Italiana degli Economisti*.

Gasperini A., Rana G. (1999), WACC: una misura finanziaria per la creazione di valore, in *Amministrazione & Finanza*, n. 23.

Geroski P. (1995), What do we know about entry?, in *International Journal of Industrial Organization*, n. 13, pp. 421-440.

Gibrat R. (1931), *Les Inegalites Economiques*, Librairie du Recrueil Sirey, Paris.

Golby C.W., Johns G. (1971), Attitude and motivation,. Committee of inquiry on small firms, Reserch Report n. 7, Her Majestys' Stationary Office, London.

Guatri L. (1998), *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano.

- (1990), *La valutazione delle aziende. Teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto*, Egea, Milano.

Hannan M.T. e Freeman J. (1989), *Organizational ecology*, Harvard University Press, Cambridge.

Harding D., Rovit S. (2005), *Prendere o lasciare? Le 4 decisioni critiche in una strategia di M&A*, Etas, Milano.

Haspeslagh P.C., Jemison D.B., (1992), *La gestione delle acquisizioni: successi e insuccessi nel rinnovamento delle imprese*, Etas, Milano.

Hopenhayn H. A. (1992), Entry, exit and firm dynamics in long run equilibrium, in *Econometrica*, n. 60, pp. 1127-1150.

Istituto G. Tagliacarne (2001), *Le piccole medie imprese nell'economia italiana, rapporto 2001, il punto di osservazione delle Camere di Commercio*, Franco Angeli, Milano.

Jemison D.B., Sitkin S.B. (1986), Corporate Acquisition: a process perspective, *Academy of Management Review*, vol. 11, n. 1.

Jovanovic B. (1982), Selection and evolution of industry, in *Econometrica*, n. 50, pp. 649-670.

Kpmg (anni vari), Rapporto Mergers & Acquisitions.

Lajoux Reed A., Weston J. F. (1999), The art of M&A financing and refinancing. Source and instruments for growth, McGraw-Hill, new York.

Lazzari V. (2003), La valutazione delle aziende, in G. Forestieri (a cura di) *Corporate & Investment Banking*, Egea, Milano.

Lippman S. A., Rumelt R. P. (1982), Uncertain imitability: an analysis of interfirm differences in efficiency under competition, in *Bell Journal of Economics*, n. 13, pp. 418-438.

Lotti F., Santarelli, E., Vivarelli, M. (2003), "Does Gibrat's Law Hold in the Case of Young, Small Firms?", in *Journal of Evolutionary Economics*, n. 13, pp. 213-235.

Maspero D. (1996), La finanza agevolata per le piccole e medie imprese, in R. Ruozi (a cura di) *La gestione finanziaria delle piccole e medie imprese: strumenti e politiche di gestione*, Newfin, Egea, Milano.

Mazzola P. (2002), Produttività e crescita delle imprese. creare valore nel lungo periodo, Egea Milano.

Meglio O. (2002), Processi d'integrazione post-acquisizione e creazione del valore: aspetti economici, sociali e integration capability, Egea Milano.

Moch M.K., Morse E.V. (1977), Size centralization and organizational adoption of innovation, in *American Sociological Review*, n. 63.

Mohr L.W. (1969), Determinants of innovation in organizations, in *American Political Science Review* n. 63.

Moliterni R. (2000), L crescita dell'impresa di piccola dimensione. Verso una teoria dell'azione imprenditoriale, CEDAM, Padova.

Mullaney B. V. (1992), How M&A is Reshaping Europe's Industrial Landascape, *Merger and Acquisition*, Gennaio-Febbraio.

Nardozzi G., Verna A. (a cura di) (1996), Il settore dell'investment banking in Italia, IRS, Milano.

- Nati A. M. (1989), *Costi di produzione e decisioni aziendali*, Cedam, Padova.
- Palmieri S. (2004), *Fusioni e Acquisizioni in Europa: le conseguenze economiche e sociali*, Ediesse, Roma.
- Penrose E. (1973), *La storia dell'espansione dell'impresa*, Franco Angeli, Milano,
- Petruccioli S. (2001), *La crescita esterna e il finanziamento delle acquisizioni*, in A. Dessy, J. Vender (a cura di) *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, Egea, Milano.
- Pettarin G. G. (1992), *Acquisizione fusione e scissione di società*, Giuffrè, Milano.
- Poli A. (1997), *Il costo del capitale. Teoria della finanza e mercati finanziari*, Etaslibri, Milano.
- Previtali S. Aversa S (2000), *Strategie di crescita nella media impresa*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano.
- Proverbio S. (1998), *Un team di qualità per un'operazione vincente*, in *L'Impresa*, n. 2.
- Roggi O. (2004), *Valore intrinseco e prezzo di mercato nelle operazioni di finanza straordinaria*, Franco Angeli.
- Rossi E. (1999), *La finanza della crescita esterna. Creazione e distribuzione di valore nelle acquisizioni aziendali*, Egea, Milano.
- Rovit S., Lemire C. (2003), *Your best M&A strategy*, in *Harvard Business Review*.
- Russo P. (2000), *Le determinanti del valore dell'impresa*, Egea Milano.
- Sarcinelli M. (1996), *Le operazioni sul capitale delle banche nel sistema bancario italiano*, in S. Preda (a cura di) *La finanza mobiliare in banca*, Newfin, Egea, Milano.
- Savioli G. (1994), *Fusione di società. Motivazioni economico-aziendali, valutazione, aspetti contabili, civilistici e fiscali*, Etaslibri.
- Schumacher E.F. (1973), *Small is beautiful*, Blond & Brigger, Londra.
- Sironi A., Iannotta G. (2000), *Il mezzanine finance*, in G. Forestieri (a cura di) *Corporate & Investment Banking*, Egea, Milano.
- Steindl J. (1991), *Piccola e grande impresa*, Franco Angeli, Milano.
- Stesuri A. (2002), *Tra acquisizioni e verifiche una doppia interferenza*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 12.
- (2000), *Come costruire un rapporto di "due diligence"*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 11.

Sutton J. (1997), Gibrat's Legacy, in *Journal of Economic Literature*, n. 35, pp.40-59.

Taliento M. (2004), *La stima del valore delle sinergie nelle acquisizioni di aziende in esercizio*, Rirea, Roma.

Traù F. (a cura di) (1999), *La questione dimensionale nell'industria italiana*, Il Mulino, Bologna.

Troncatti P. Pandolfini G. (1998), *Proibito navigare a vista*, in *L'Impresa*, n. 2.

Utterback J.M., Reitberger G. (1982), *Technology and Industrial innovation in Sweden: a study of new technology – based firms*, CPA/MIT.

Vender J. (2001), *Sviluppo, finanza e modelli di proprietà delle imprese*, in A. Dessy, J. Vender (a cura di) *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, Egea, Milano.

Zanetti L. (2000), *La valutazione delle acquisizioni. Strategie, rischio e prezzi*, Egea, Milano.

Zara C. (2003), *L'attività di private equity. La partecipazione al capitale per lo sviluppo e la consulenza finanziaria sugli assetti proprietari delle imprese familiari*, in G. Forestieri (a cura di) *Corporate & Investment Banking*, Egea, Milano.

- (2001), *L'individuazione della domanda target nel mercato delle imprese: regole del gioco e condizioni di operatività per la banca*, in

- (2001), *Le banche e l'advisoring nella finanza straordinaria*, Bancaria Editrice, Roma.

**SITI INTERNET**

[www.abi.it](http://www.abi.it)

[www.abi.it](http://www.abi.it)

[www.agcm.it](http://www.agcm.it)

[www.archivioceradi.it](http://www.archivioceradi.it)

[www.assbank.it](http://www.assbank.it)

[www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)

[www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)

[www.basilea2.com](http://www.basilea2.com)

[www.bis.org](http://www.bis.org)

[www.borsaitalia.it](http://www.borsaitalia.it)

[www.capitalia.it](http://www.capitalia.it)

[www.carige.it](http://www.carige.it)

[www.consob.it](http://www.consob.it)

[www.ecb.int](http://www.ecb.int)

[www.economist.com](http://www.economist.com)

[www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int)

[www.euroservicing.it](http://www.euroservicing.it)

[www.finanza.it](http://www.finanza.it)

[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

[www.infocamere.it/movimprese.htm](http://www.infocamere.it/movimprese.htm)

[www.istat.it](http://www.istat.it)

[www.jpmorgan.com](http://www.jpmorgan.com)

[www.kpmg.it](http://www.kpmg.it)

[www.milanofinanza.it](http://www.milanofinanza.it)

[www.moody.com](http://www.moody.com)

[www.uni-bocconi.it](http://www.uni-bocconi.it)