

# Indice

---

## **Prefazione**

*di Filippo Gaggini*

XIII

## **Parte prima**

### **I processi di acquisizione:**

#### **criteri di impostazione strategica e di gestione operativa**

<b>1</b>	<b>La crescita esterna come opzione di gestione strategica</b>	<b>3</b>
1.1	La sfida della crescita	3
1.2	Le strategie di creazione di valore: modelli di analisi	5
1.3	Le alternative tra l'investimento interno e la crescita esterna: un'analisi degli effetti indotti	9
1.4	L'opzione dell'alleanza strategica	13
1.5	Le soluzioni per colmare il gap strategico	15
1.6	I vantaggi tipici dell'acquisizione	16
1.7	Acquisizioni, fusioni e disinvestimenti	18
	1.7.1 L'opzione dell'acquisizione dei rami aziendali	19
	1.7.2 L'ottica del disinvestimento	19
1.8	La crescita esterna: strategia di attacco o di difesa?	24
1.9	In alcuni settori l'alternativa per crescere è solo l'acquisizione	25
1.10	La crescita per acquisizioni: casi di specie	26
1.11	Riflessioni conclusive: perché acquisire è una decisione critica	30
<b>2</b>	<b>La struttura del processo di acquisizione</b>	<b>33</b>
2.1	Le prospettive di analisi del processo: l'ottica strategica e l'ottica finanziaria	33
2.2	Le caratteristiche e gli aspetti critici del processo	34
2.3	Le macrofasi	39
2.4	L'impatto sul valore	43
2.5	La struttura del processo nelle tipologie prevalenti	44

<b>3</b>	<b>L'attività di <i>advisory</i></b>	51
3.1	Il ruolo e il perimetro dei servizi di <i>advisory</i>	51
3.2	Il ricorso ai servizi di <i>advisory</i> : le motivazioni prevalenti	53
3.2.1	I costi di transazione	54
3.2.2	Le asimmetrie informative	56
3.2.3	I costi di governance e le economie reputazionali	56
3.3	La struttura del rapporto con l' <i>advisor</i>	57
3.3.1	La posizione buy side	57
3.3.2	La posizione sell side	60
3.3.3	L'asta competitiva	61
3.4	I servizi finanziari	64
3.5	La remunerazione dei servizi di <i>advisory</i>	65
3.6	I principali attori nel mercato dell' <i>advisory</i>	66
3.6.1	Gli <i>advisor</i> bancari	67
3.6.2	Gli <i>advisor</i> non bancari	68
3.7	I segmenti di mercato e i fattori critici di successo	68
<b>4</b>	<b>La fase di analisi e di valutazione strategica</b>	73
4.1	L'analisi e la valutazione strategica preventiva	73
4.2	Gli obiettivi dell'acquisizione e il profilo ideale dell'impresa target	75
4.3	La ricerca delle alternative	76
4.3.1	La ricerca delle alternative: un modello di sintesi	78
<b>5</b>	<b>La selezione della target e gli obiettivi dei venditori</b>	81
5.1	Il passaggio dall'analisi strategica all'esecuzione del progetto	81
5.2	L'identificazione e la selezione delle imprese target	83
5.3	La manifestazione di interesse e la lettera di confidenzialità	88
5.4	L'individuazione degli obiettivi dei venditori	92
<b>6</b>	<b>Il processo di formazione del prezzo: valore, fattori influenti e sinergie realizzabili</b>	97
6.1	Il profilo economico-finanziario dell'operazione	97
6.2	La raccolta delle informazioni e il ricorso alla data room	99
6.3	La valutazione della target	100
6.4	Valore oggettivo, valore soggettivo, prezzo	104
6.5	I fattori che influenzano il prezzo	107
6.6	La valutazione delle sinergie realizzabili	109
6.7	La stratificazione del valore e l'ipotesi dei prezzi-limite	111
6.8	La tipologia delle sinergie realizzabili	115
6.9	Le modalità di calcolo delle sinergie	117
6.10	La predisposizione dell'offerta: un modello di sintesi	118
6.11	Il piano finanziario e le conseguenze sull'equilibrio patrimoniale e finanziario	120

<b>7</b>	<b>L'analisi dei prezzi di mercato</b>	123
7.1	Verso un superamento dei metodi di valutazione tradizionali	123
7.2	L'approccio dei prezzi di mercato: i motivi del successo	125
7.3	I moltiplicatori del prezzo: modalità di utilizzo	129
7.4	I moltiplicatori del prezzo	131
7.5	La determinazione della Posizione finanziaria netta (Pfn)	133
7.6	I moltiplicatori del prezzo: modalità di determinazione	134
7.7	I moltiplicatori del prezzo: l'analisi del posizionamento finale	137
7.8	Le negoziazioni comparabili: riflessioni di metodo	139
7.9	Il processo di comparabilità	140
<b>8</b>	<b>La lettera di offerta, la lettera d'intenti e la <i>due diligence</i></b>	145
8.1	I documenti precontrattuali	145
8.2	La lettera d'intenti	148
8.3	La <i>due diligence</i>	158
8.3.1	I ruoli delle parti coinvolte e la funzione esimente della <i>due diligence</i>	161
8.3.2	I contenuti e le modalità di attuazione	163
8.3.3	La quality of earnings e l' <i>EBITDA</i> rettificato	168
8.3.4	La <i>due diligence</i> ambientale	170
8.3.5	Il rapporto finale di <i>due diligence</i>	174
8.3.6	La vendor <i>due diligence</i>	176
8.3.7	La <i>due diligence</i> sulle società quotate	176
8.4	L'esito della <i>due diligence</i> : rischi di sopravvenienza e formula dell' <i>escrow</i>	178
<b>9</b>	<b>La dinamica della negoziazione</b>	181
9.1	L'attenzione ai <i>deal breaker</i>	181
9.2	La predisposizione dell'offerta definitiva	181
9.3	La strategia negoziale	185
9.4	Il prezzo e le clausole di <i>earn out</i>	187
9.5	Gli elementi essenziali del contratto di acquisizione	188
<b>10</b>	<b>La fase di integrazione post acquisizione</b>	191
10.1	La gestione dell'integrazione	191
10.1.1	La gestione dell'integrazione nella prospettiva della resource-based view	193
10.1.2	La pianificazione del progetto di integrazione	194
10.1.3	Gli imperativi organizzativi e le misure per il conseguimento delle sinergie	194
10.1.4	L'integrazione organizzativa e culturale	196
10.1.5	La generazione del consenso	198
10.1.6	Il trasferimento delle risorse e delle competenze	199
10.1.7	I tempi di adattamento e di risposta	200

10.1.8	La gestione della comunicazione	201
10.1.9	I modelli di integrazione: le teorie prevalenti	203
10.1.10	I modelli di integrazione: un approccio orientato al processo	206
10.1.11	I costi dell'integrazione	207
10.2	Anatomia delle acquisizioni che falliscono	208
10.3	Esperienze operative a confronto	209
10.4	L'impatto delle acquisizioni: risultati ed effetti indotti	216
10.5	Un quadro di sintesi complessivo	218
<b>11</b>	<b>I fattori che determinano il successo delle acquisizioni: il profilo degli acquirenti e la M&amp;A learning curve</b>	<b>221</b>
11.1	Introduzione	221
11.2	La struttura della ricerca Bain & Company sulla M&A learning curve	222
11.3	Le acquisizioni di successo: la compatibilità dimensionale della target	223
11.4	Le acquisizioni di successo: l'importanza della continuità	223
11.5	Le acquisizioni di successo: la relazione con il contesto economico di riferimento	224
11.6	I comportamenti vincenti: il profilo degli acquirenti di successo	225
11.7	Osservazioni conclusive	227
<b>12</b>	<b>Il finanziamento delle acquisizioni</b>	<b>229</b>
12.1	La fattibilità finanziaria del progetto	229
12.2	La natura del fabbisogno finanziario	230
12.3	Le condizioni di pagamento	233
12.4	Le modalità di finanziamento	235
12.4.1	Il ricorso all'autofinanziamento	236
12.4.2	Il ricorso al debito	238
12.4.3	Il ricorso all'equity	241
12.4.4	Il ricorso a strumenti di finanziamento ibridi	243
12.4.5	Le clausole tipiche dei contratti di finanziamento (covenants)	244
 <b>Parte seconda</b>		
<b>I processi di acquisizione: le implicazioni fiscali e contrattuali</b>		
<b>13</b>	<b>I profili fiscali delle acquisizioni</b>	<b>251</b>
	<i>di L. De Rosa</i>	
13.1	Considerazioni preliminari	251
13.2	Le modalità tipiche di acquisizione: <i>asset deal</i> vs <i>share deal</i>	253

13.3	La variabile fiscale nella strutturazione dell'acquisizione	253
13.4	Le operazioni straordinarie e il divieto di abuso del diritto	253
13.5	Le operazioni realizzative	254
13.5.1	La cessione d'azienda (o di ramo d'azienda)	254
13.5.2	La cessione di partecipazioni sociali	256
13.6	Le operazioni neutrali	256
13.6.1	Il conferimento d'azienda (o di ramo d'azienda)	256
13.6.2	La fusione	257
13.6.3	La scissione	258
13.7	Gli aspetti fiscali rilevanti in sede di acquisizione	259
13.7.1	La delimitazione del perimetro di acquisizione	259
13.8	La <i>due diligence</i> fiscale	260
13.9	Le imposte indirette sul finanziamento e sul <i>security package</i>	261
13.10	Il trattamento fiscale dei costi di transazione	262
13.11	Il consolidato fiscale	263
13.12	La deducibilità degli interessi passivi sul finanziamento	263
13.13	L'affrancamento dei plusvalori emergenti dall'operazione	264
13.14	I dividendi	265
13.15	La rideterminazione del valore delle partecipazioni	266
13.16	Le plusvalenze	266
<b>14</b>	<b>Il contratto di acquisizione</b>	<b>269</b>
	<i>di A. Brambilla</i>	
14.1	La scelta della tecnica acquisitiva	269
14.2	I possibili <i>deal breakers</i> contrattuali	270
14.3	Le differenti tipologie di operazioni	271
14.4	La struttura tipica del contratto di acquisizione	271
14.4.1	I contraenti	273
14.4.2	Le premesse e l'oggetto del contratto	273
14.4.3	Il prezzo: meccanismi di aggiustamento e di determinazione	273
14.4.4	L'attività da compiersi al signing ed al closing e le condizioni sospensive	275
14.4.5	Interim period	276
14.4.6	Le garanzie contrattuali (Representations and Warranties)	276
14.4.7	Le tipologie e i contenuti delle garanzie contrattuali	278
14.4.8	La negoziazione delle garanzie contrattuali	279
14.4.9	L'indennizzo (Indemnity)	280
14.4.10	Il contenuto dell'obbligo di indennizzo	280
14.4.11	I correttivi e gli ammortizzatori dell'obbligo di indennizzo	281
14.4.12	Le garanzie accessorie all'indennizzo	282
14.4.13	Il concorso con altri diritti	282

14.5	Confidenzialità e comunicazioni al pubblico	283
14.6	La legge applicabile e clausola compromissoria (o elezione del foro competente)	283
14.7	Conclusioni	284
<b>15</b>	<b>I patti parasociali nelle operazioni di M&amp;A</b>	<b>285</b>
	<i>di P. Zanoni e L. Casati</i>	
15.1	Introduzione: uno sguardo alla prassi	285
15.2	Le fattispecie: una linea di confine di non facile tracciabilità	286
15.3	La disciplina dei patti parasociali e dei patti sociali: diritto delle obbligazioni e diritto societario a confronto	288
15.4	Casistica delle principali pattuizioni	291
15.4.1	Il Patto di intrasferibilità ( <i>lock-up</i> )	292
15.4.2	Il patto di prelazione ( <i>first refusal</i> )	292
15.4.3	Il patto di prima offerta ( <i>first offer</i> )	293
15.4.4	I patti di co-vendita ( <i>tag-along</i> e <i>drag-along</i> )	293
15.4.5	Patti attinenti ai diritti amministrativi o al governo societario	294
15.4.6	I patti relativi al funzionamento dell'assemblea dei soci	294
15.4.7	Patti riguardanti i diritti patrimoniali	295
<b>16</b>	<b>Le fusioni e le acquisizioni dal punto di vista del diritto della concorrenza: principi generali e adempimenti procedurali</b>	<b>297</b>
16.1	La logica della normativa antitrust: principi generali	297
16.2	L'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato in Italia	299
16.3	Le operazioni di acquisizione e fusione alla luce dell'art. 6 della Legge antitrust	301
16.4	Le forme di aggregazione tra imprese	304
16.5	L'obbligo di comunicazione della concentrazione	305
16.6	Rassegna statistica sui risultati dell'attività svolta dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato	309
16.7	L'attività svolta ai sensi della Legge 287/1990: dati di sintesi	313
16.8	La normativa antitrust: un confronto internazionale	314
16.9	La teoria dell' <i>efficiency defense</i> e i riflessi sulla normativa antitrust	318
<b>Parte terza</b>		
<b>Il <i>private equity</i> e le SPAC</b>		
<b>17</b>	<b>Il <i>private equity</i>: il processo di investimento</b>	<b>323</b>
17.1	Le acquisizioni nella duplice vocazione industriale e finanziaria	323
17.2	L'industria del <i>private equity</i> e i suoi attori	323

17.3	Tipologia e ruolo dei finanziatori	327
17.4	Il funzionamento e la struttura di un fondo chiuso	329
17.4.1	Il modello <i>club deal</i>	332
17.5	Il processo d'investimento: la sequenza delle fasi	333
17.5.1	Il deal flow e la prima selezione	333
17.5.2	La valutazione delle società target e le imprese famigliari	334
17.5.3	La struttura dell'operazione	335
17.5.4	La definizione delle strategie e la gestione della partecipazione	336
17.5.5	La dismissione della partecipazione	337
17.6	La struttura del mercato e le strategie di investimento	338
17.6.1	Le operazioni di leveraged buy out	340
17.6.2	Il finanziamento dei leveraged buy out	341
17.7	Il rendimento dell'operazione	342
<b>18</b>	<b>Le strategie di <i>buy and build</i></b>	<b>345</b>
18.1	L'influenza sul modello del <i>private equity</i> delle strategie di <i>buy and build</i>	345
18.2	L'approccio classico	347
18.3	Il nuovo approccio: l'effetto moltiplicativo degli <i>add on</i>	349
18.4	Il contributo al valore del fattore dimensionale	351
<b>19</b>	<b>Le Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)</b>	<b>355</b>
19.1	Verso nuovi modelli di equity <i>business</i>	355
19.2	Le caratteristiche della <i>SPAC</i>	356
19.2.1	I warrant	358
19.2.2	Gli stakeholders	359
19.2.3	I promotori	359
19.2.4	Gli azionisti della target	360
19.3	Un'analisi comparata tra <i>SPAC</i> , <i>private equity</i> e <i>IPO</i>	361
19.3.1	Il confronto tra <i>SPAC</i> e <i>private equity</i>	361
19.3.2	Il confronto tra <i>SPAC</i> e <i>IPO</i>	362
19.4	Il modello italiano: evidenze empiriche	364

## Parte quarta

### M&A: i numeri del mercato

<b>20</b>	<b>Il mercato delle M&amp;A Italia: evidenze empiriche</b>	<b>373</b>
20.1	La ricerca sui processi di acquisizione	373
20.2	Le caratteristiche del mercato italiano	374
20.3	Il trend di mercato in Italia	376
20.4	Il profilo geografico: le acquisizioni <i>cross border</i>	378

20.5	Il profilo delle motivazioni	380
20.6	Il profilo settoriale	383
20.7	Il profilo dimensionale	385
20.8	L'analisi dei prezzi	386
<b>21</b>	<b>Il mercato del <i>private equity</i>: evidenze empiriche</b>	<b>389</b>
21.1	Il mercato del <i>private equity</i> in Italia	389
21.2	L' <i>ageing</i> del portafoglio di <i>private equity</i>	391
21.3	La struttura del mercato	392
21.4	La dinamica dei prezzi	396
	21.4.1 L'arbitraggio da multipli	398
	<b>Bibliografia</b>	<b>401</b>