

Indice

Introduzione	XV
1 Introduzione all'M&A, di Maurizio Dallochio e Alessandra Ricci	1
1.1 Introduzione	1
1.2 Cosa si intende con il termine M&A	2
1.3 Le operazioni di M&A come processo che richiede accurate valutazioni: l'impatto sulle aziende coinvolte, sugli stakeholder e sul tessuto economico-sociale di riferimento	5
1.4 Differenti tipologie di operazioni per raggiungere diverse finalità	7
1.5 Relazioni tra M&A e diversificazione	9
1.6 Relazioni tra l'attività di M&A e una corretta valutazione dei rischi finanziari e operativi	10
1.7 Ciclicità del mercato dell'M&A	10
1.7.1 Merger waves	10
1.7.2 Recenti evidenze empiriche: prospettive globali e italiane	14
2 Origine delle operazioni di finanza straordinaria, di Gianluigi Lucchini	19
2.1 L'origine di un processo di M&A	19
2.2 Gli investitori e i loro obiettivi	21
2.3 Il risultato di un'operazione di M&A	24
2.4 Creazione di valore in operazioni di M&A	25
2.4.1 Valore di una transazione per gli azionisti della target	26
2.4.2 Valore di una transazione per gli azionisti della bidder	28
2.5 La complessità delle operazioni di M&A e l'esigenza di creare un team dedicato	28
2.6 Gli attori del processo di M&A	29
2.6.1 L'advisor finanziario	29
2.6.2 Advisor legale	31

2.6.3	Advisor fiscale	33
2.6.4	Esperti incaricati della Due Diligence	33
2.6.5	Advisor strategico - Business Due Diligence	34
2.7	Altri soggetti che influenzano il processo di M&A	35
2.8	Conclusioni	36
3	Valutazione d'azienda: approcci e metodi , di <i>Maurizio Dallochio</i>	37
3.1	Metodologie di stima del valore del capitale economico: uno schema di analisi	37
3.2	Approccio patrimoniale	43
3.2.1	Metodo patrimoniale semplice	43
3.2.2	Metodo patrimoniale complesso	45
3.3	Approccio basato sui flussi di risultato	46
3.3.1	Metodo finanziario	46
3.3.2	Metodo reddituale	50
3.4	Approccio basato sul concetto di <i>economic profit</i>	52
3.5	Approccio comparativo	54
3.6	Conclusioni	59
4	Valutazione d'azienda: aspetti applicativi , di <i>Antonio Salvi</i>	61
4.1	Introduzione	61
4.2	Aspetti applicativi dei metodi finanziari	62
4.2.1	Durata del periodo di previsione analitica	62
4.2.2	Flusso di cassa «normalizzato» e stima del valore residuale	63
4.2.3	Stima del tasso di crescita	64
4.2.4	Cash flow fade e modello di crescita a tre fasi	67
4.2.5	Aziende multibusiness	68
4.2.6	Tasso di attualizzazione	70
4.2.7	Posizione finanziaria netta	70
4.2.8	Altri elementi della valutazione	71
4.2.9	Vantaggi e svantaggi del metodo finanziario	73
4.2.10	Flussi di cassa operativi (FCFO) o per gli azionisti (FCFE)?	73
4.3	Aspetti applicativi del metodo comparativo	74
4.3.1	Proprietà fondamentali di un «buon» multiplo	74
4.3.2	Multipli asset side ed equity side: un'introduzione	76
4.3.3	Multipli di transazioni comparabili	81
4.3.4	Modalità di costruzione del campione di comparables	82
4.3.5	Confronto tra metodo finanziario e dei multipli	84
4.3.6	Ciclo di vita aziendale e valore	85
4.4	Premi e sconti nella valutazione aziendale	86
4.4.1	Premio per il controllo e premio strategico	86

4.4.2	Sconti per mancanza di controllo (di minoranza) e di liquidità	89
4.5	Conclusioni	91
5	Utilizzare le metodologie di valutazione in ottica di M&A - L'analisi del caso Bulgari, di Chiara Palmieri	93
5.1	Introduzione	93
5.2	LVMH compra Bulgari	94
5.2.1	I metodi di valutazione aziendale nella pratica	96
5.3	Conclusioni	112
6	Fattori che influenzano il valore: le sinergie applicate al caso Bulgari, di Chiara Palmieri	113
6.1	Le sinergie	113
6.2	Il valore delle sinergie come componente del prezzo in un'operazione di M&A	114
6.3	Perché molte operazioni di M&A falliscono: la difficoltà di implementare le sinergie	120
6.4	Conclusioni	124
7	Altri fattori che influenzano il valore: il premio per il controllo, di Marco Scarpelli	127
7.1	Introduzione	127
7.2	Relazione tra premio per il controllo e benefici privati del controllo	129
7.3	Metodologie di stima dei benefici privati del controllo	131
7.3.1	Il metodo del Block Control Premium	132
7.3.2	Il metodo del Voting Premium	134
7.3.3	L'analisi delle evidenze empiriche collegate a operazioni di M&A	135
7.3.4	La misurazione del premio per il controllo, un focus sulla realtà italiana	136
7.4	Cosa significa misurare il premio per il controllo	137
7.5	Utilizzare il DCF come metodo per la valutazione del premio per il controllo	139
7.6	Misurare la probabilità che si realizzi il piano previsto per l'incremento di valore della società	144
7.7	Conclusioni	146
8	Aspetti negoziali nella gestione di operazioni di M&A, di Luca Pieroni	149
8.1	Premessa	149
8.1.1	Utilità delle tecniche negoziali	149
8.2	Aspetti relazionali e comportamentali: breve traccia	152

8.2.2	Il “mirroring” al tavolo negoziale	153
8.2.3	I meccanismi manipolativi e persuasivi	154
8.2.4	Fondamenti di relazione e comunicazione	157
8.3	Gli aspetti negoziali	161
8.3.1	Le componenti tecniche della negoziazione	163
8.3.2	La conduzione del negoziato: un processo lineare (il “negoziato di principi”)	169
8.3.3	Strategie e tattiche negoziali	177
8.3.4	Gli aspetti tecnici: conclusioni	184
8.4	Le componenti individuali	184
8.5	I fattori di rischio	190
8.6	Strutture particolari di operazioni	195
8.6.1	Cessioni “condizionate”	197
8.6.2	Cessioni a “tranches successive” (condizionate e non)	198
8.6.3	Cessioni “assistite”	200
8.6.4	Conclusioni	201
8.7	L’assunzione di ruolo nel negoziato e il contributo dei consulenti	202
8.7.1	Il contributo dei consulenti/advisor esterni	205
8.8	Indicazioni finali di approccio al tema e conclusioni	207
9	Sviluppo delle operazioni di M&A, di <i>Gianluigi Lucchini</i> e <i>Marco Scarpelli</i>	211
9.1	Introduzione	211
9.2	Il processo di acquisizione sul buy side	213
9.2.1	Definizione della strategia e degli obiettivi	213
9.2.2	Definizione e selezione delle alternative strategiche	214
9.2.3	Short list: selezione di un ristretto numero di target	216
9.2.4	Pianificazione della negoziazione	217
9.2.5	Negoziazione	218
9.3	Il processo sul sell side	220
9.3.1	Definizione della strategia e identificazione di potenziali buyer	221
9.3.2	Primo contatto tramite blind profile e NDA	224
9.3.3	Consegna information memorandum e management meeting	225
9.3.4	Scelta del potenziale acquirente e fase di negoziazione	226
9.4	Tempistiche per la conclusione di un processo di acquisizione	227
9.5	Definire i termini di un’operazione	228
9.6	Forme di acquisizione	229
9.7	Soluzioni di pagamento	230
9.8	Integrazione post merger – cenni	232
9.9	Conclusioni	234

10 La Due Diligence finanziaria , di <i>Umberto Nobile e Enrico Silva</i>	239
10.1 Introduzione: definizione e considerazioni generali	239
10.2 Le tipologie di Due Diligence	242
10.2.1 Due Diligence finanziaria	243
10.2.2 Due Diligence commerciale	243
10.2.3 Due Diligence fiscale	244
10.2.4 Due Diligence legale	244
10.2.5 Due Diligence giuslavoristica	245
10.2.6 IT Due Diligence	246
10.2.7 Due Diligence ambientale	247
10.2.8 Carve-out e Operational Due Diligence	247
10.2.9 Due diligence immobiliare	248
10.3 L'evoluzione della Due Diligence nel contesto di mercato post crisi	249
10.3.1 La nuova "Transaction Diligence"	249
10.4 La Due Diligence finanziaria e la Transaction Diligence	253
10.4.1 Qualità dei numeri	253
10.4.2 Qualità degli utili e EBITDA aggiustato	253
10.5 Qualità dei flussi di cassa, investimenti e circolante	256
10.5.1 Analisi dei flussi di cassa	256
10.5.2 Analisi degli investimenti	257
10.5.3 Analisi del capitale circolante	257
10.5.4 Qualità dell'indebitamento e poste assimilabili a debito finanziario	259
10.5.5 Qualità dell'attivo netto	262
10.5.6 Transaction Diligence e il Value Bridge	263
10.6 I risvolti della Due Diligence nel contratto di compravendita	264
10.6.1 Definizioni contrattuali (principi contabili, EBITDA, indebitamento)	265
10.6.2 Definizione di prezzo	267
10.6.3 Meccanismo di completamento ("Completion Accounts" vs "Locked box") - approfondimento	269
10.6.4 Garanzie e indennizzi	272
10.7 Conclusioni	274
11 Profili giuridici collegati alle operazioni di M&A , di <i>Marco Nicolini e Alberto Carpani</i>	275
11.1 Introduzione	275
11.1.1 Le operazioni straordinarie dal punto di vista legale	275
11.1.2 Le tipologie	276
11.1.3 Fasi	277
11.2 Gli accordi ancillari	286
11.3 La <i>governance</i> societaria	288
11.4 Il regime di circolazione delle partecipazioni	289

11.5	<i>L'exit</i>	290
11.6	Gli accordi con i <i>key-managers</i>	291
12	Profili fiscali collegati alle operazioni di M&A,	
	di <i>Raul-Angelo Papotti</i>	295
12.1	Introduzione	295
12.1.1	Le operazioni straordinarie dal punto di vista fiscale	295
12.1.2	Neutralità fiscale	296
12.1.3	L'affrancamento dei disallineamenti emersi a seguito di operazioni straordinarie	296
12.1.4	Classificazione delle operazioni straordinarie	298
12.2	Operazioni sui beni	299
12.2.1	Conferimento d'azienda	299
12.2.2	Cessione d'azienda	301
12.2.3	Cessione, conferimento e scambio di partecipazioni	302
12.3	Operazione sui soggetti	307
12.3.1	Fusione	307
12.3.2	Scissione	310
13	Finanziamento delle operazioni di M&A,	
	di <i>Andrea Colombo</i>	
	e <i>Roberto De Carlo</i>	315
13.1	Introduzione	315
13.2	Il finanziamento dell'impresa	316
13.2.1	La struttura finanziaria in funzione del settore di appartenenza	317
13.2.2	La struttura finanziaria in funzione delle specificità aziendali	317
13.2.3	Il rating: vantaggi e vincoli	321
13.2.4	Un esempio pratico: la società ABC	324
13.3	Il finanziamento dell'impresa nel contesto delle operazioni di M&A	326
13.3.1	La centralità della struttura di finanziamento iniziale di acquirente e target	326
13.3.2	Le operazioni in contanti	327
13.3.3	Le operazioni per carta	327
13.3.4	Un esempio numerico su accretion e dilution	327
13.4	Gli strumenti di finanziamento a disposizione dell'impresa	329
13.4.1	Gli strumenti azionari	330
13.4.2	Gli strumenti di debito	332
13.5	A metà strada tra debito ed equity	342
13.5.1	Debito subordinato	342
13.5.2	Le obbligazioni ibride	343
13.5.3	Le obbligazioni convertibili	344
13.5.4	Il mandatory convertible	346

13.6	Il costo del debito	347
13.6.1	Il rendimento di un'operazione di debito	347
13.6.2	Lo spread di credito	348
13.6.3	Da bonds e loans ai credit default swap	349
13.6.4	Derivati di credito di seconda generazione	351
13.6.5	Le asset backed securities	352
13.6.6	Possibili combinazioni sul tema	354
13.7	La crisi finanziaria del 2008 e le implicazioni per l' <i>acquisition financing</i>	355
13.7.1	Le origini della crisi finanziaria	355
13.7.2	Il modello originate to distribute	356
13.7.3	La propagazione della crisi	361
13.7.4	La crisi dei debiti Sovrani	363
13.7.5	Conseguenze per il mercato dell'M&A	364
14	Il ruolo di quotazioni e aumenti di capitale nelle operazioni di M&A, di Enrico Chiapparoli	367
14.1	Rilevanza dei temi trattati	367
14.2	Aumento di capitale offerto in opzione ai propri azionisti	369
14.2.1	Introduzione	369
14.2.2	Il calcolo di TERP e valore intrinseco del diritto	370
14.2.3	Il prezzo di emissione e la valutazione del titolo	371
14.2.4	Le ragioni di un prezzo di emissione a sconto sul TERP	373
14.2.5	Il consorzio di collocamento e garanzia	373
14.2.6	Gli esempi di mercato e i fattori determinanti lo sconto sul TERP	373
14.2.7	La tempistica di un aumento di capitale in opzione	376
14.3	Aumento di capitale con esclusione del diritto in opzione offerto a investitori di mercato	377
14.3.1	Introduzione	377
14.3.2	Il prezzo di emissione	377
14.3.3	La disciplina legale dell'esclusione del diritto d'opzione	378
14.3.4	Il parere dei revisori	379
14.4.5	La tempistica di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione	380
14.4.6	Gli aumenti di capitale a servizio di obbligazioni convertibili	380
14.5	La Quotazione o Initial Public Offering	381
14.5.1	Introduzione	381
14.5.2	Le ragioni di un IPO	382
14.5.3	I requisiti per quotare una società	382
14.5.4	La ricerca del prezzo di quotazione	383

14.6	Prima fase: la Preparazione	384
14.6.1	La squadra di consulenti e le rispettive responsabilità	385
14.6.2	La tempistica	386
14.6.3	L'equity story e il posizionamento rispetto alle società comparabili	387
14.6.4	La Due Diligence	388
14.6.5	Il modello finanziario	389
14.6.6	Il prospetto	389
14.6.7	La presentazione agli analisti	390
14.6.8	Pilot-fishing o Anchor Marketing	391
14.7	Seconda fase: l'Investor Education	391
14.8	Terza fase: il Periodo di Offerta	392
14.8.1	Roadshow	392
14.8.2	La partecipazione di investitori statunitensi all'offerta	393
14.8.3	La determinazione del prezzo	394
14.8.4	L'allocazione delle azioni	395
14.8.5	La Greenshoe o over-allotment option	395
14.9	Conclusioni sulle IPO	395
14.10	Conclusioni sul ruolo di quotazioni e aumenti di capitale nelle operazioni di M&A	396
15	Il ruolo degli investitori istituzionali nei processi di M&A: il private equity, di <i>Lorenzo Zamboni</i>	397
15.1	Introduzione	397
15.2	Cosa si intende con il termine private equity	398
15.3	La dimensione del fenomeno	400
15.4	Strutturazione di un fondo di private equity	404
15.5	Le fasi del private equity	407
15.5.1	Il fund raising	407
15.5.2	L'investimento	408
15.5.3	La gestione e il monitoraggio delle partecipazioni	418
15.5.4	Il disinvestimento	423
15.6	Il private equity come strumento di crescita	424
15.6.1	I falsi miti	425
15.6.2	I contesti tipici per un LBO	427
15.6.3	Le opportunità per l'Italia	427
15.7	Conclusioni	428
16	Il ruolo degli investitori istituzionali nei processi di M&A: il venture capital, di <i>Stefano Bonini</i>	429
16.1	Introduzione	429
16.2	Venture capital: dati mercato	430
16.2	Struttura e funzionamento dei fondi di venture capital	436
16.2.1	Obiettivi e struttura legale	436

16.2.2	Il sistema di compensation: carried interests, catch-up e rendimento per gli investitori	442
16.2.3	Il rapporto con gli investitori: il limited partnership agreement	446
16.3	Selezione, valutazione ed esecuzione degli investimenti	447
16.3.1	Processo di selezione degli investimenti	447
16.3.2	Valutazione: venture capital method ed effetti diluitivi	449
16.3.3	Gli strumenti di controllo	457
16.4	L'uscita dagli investimenti	461
17	Il ruolo degli investitori istituzionali nei processi di M&A: gli Hedge Fund, di <i>Enrico Zamboni</i>	467
17.1	Introduzione	467
17.2	Caratteristiche degli Hedge Fund	468
17.3	Funzionamento di un Hedge Fund	470
17.3.1	Struttura organizzativa	471
17.3.2	Principali figure professionali	472
17.3.3	Commissioni di gestione e di performance	474
17.3.4	Fund raising e tipologia di investitori	475
17.3.5	Liquidità e valorizzazione dell'investimento	476
17.4	Dimensione del fenomeno	477
17.5	Classificazione degli Hedge Fund	479
17.5.1	Event Driven	480
17.5.2	Merger Arbitrage	481
17.5.3	Special Situation	482
17.5.4	Convertible Arbitrage	483
17.5.5	Distressed securities	483
17.5.6	Equity Long/Short e shareholder activism	485
17.6	Ruolo degli Hedge Fund in operazioni di finanza straordinaria	486
17.6.1	Shareholder Activism – Il caso ABN Amro	486
17.7	Conclusioni	488
18	M&A cross border, di <i>Gianluigi Lucchini</i>	491
18.1	Introduzione	491
18.2	Principali motivazioni per perseguire una espansione internazionale	492
18.2.1	Accelerare la crescita	492
18.2.2	Essere protagonisti di processi di consolidamento in settori maturi	493
18.2.3	Avere accesso a risorse naturali e strategiche	494
18.2.4	Ridurre i costi della manodopera	494
18.2.5	Miglior utilizzo degli intangible assets	496
18.2.6	Diversificazione di prodotto e geografica	497

18.3	Più comuni strategie di ingresso in nuovi mercati	498
18.3.1	Esportazione	498
18.3.2	Concessione di Licenze	499
18.3.3	Joint-ventures	499
18.3.4	Operazioni di M&A	500
18.3.5	Investimenti Greenfield	500
18.4	Strutturare una transazione cross border (cenni)	501
18.4.1	Veicolo di investimento	501
18.4.2	Forma di pagamento	502
18.4.3	Forme tecniche di acquisizione	502
18.4.4	Valutazione	503
18.5	Analisi strategica dei Paesi (cenni)	503
18.6	Analisi empirica: statistiche del cross border M&A nel mercato italiano	507
18.7	Conclusioni	508
19	Crisi d'impresa e ristrutturazioni finanziarie, <i>di Maurizio Lombardi e Federico Pippo</i>	511
19.1	Le crisi d'impresa. Una componente dei sistemi industriali	511
19.2	Le cause delle crisi d'impresa	513
19.3	La prevenzione e il fronteggiamento della crisi	516
19.4	L'intervento dello stato italiano nelle situazioni di crisi	516
19.5	La riforma della disciplina fallimentare: cenni	518
19.6	Il concordato fallimentare	519
19.7	Il concordato preventivo	523
19.8	I piani di risanamento ex art. 67, comma 3, lett d), L.F.	524
19.9	Gli accordi di ristrutturazione ex art. 182-bis L.F.	527
19.10	Altre procedure stragiudiziali	528
20	Il processo di integrazione post acquisizione, <i>di Federico Pippo</i>	529
	Premessa	529
20.1	Introduzione	530
20.2	Un'analisi dei potenziali fattori di rischio connessi al processo di integrazione post-acquisizione	531
20.3	Analisi dei cluster di rischio: i possibili scenari	533
20.4	Integrazione Post-Merger: i miti da sfatare	535
20.5	Come migliorare il processo di integrazione post-acquisizione	536
20.6	Individuare gli effetti di un'operazione di finanza straordinaria	541
20.7	La gestione delle componenti emotive insite in un processo di integrazione	543
20.8	Conclusioni	545
	Gli Autori	549