

# Gli imprenditori dell'M&A

Leonardo ETRO, Docente di Corporate Finance -  
Università L. Bocconi  
Maximilian FIANI, Partner KPMG

Un'iniziativa promossa da:



# Perché nasce l' 'M&A Academy'

## La situazione del mercato M&A in Italia

- Scarso peso dell'attività M&A in Italia rispetto ad altri paesi
- Ricorso ancora limitato/discontinuo da parte delle imprese italiane ad operazioni di finanza straordinaria come acceleratore della crescita
- Segnali di cambiamento arrivano da alcuni '**Acquirenti Seriali – Serial Acquirer**' che hanno maturando un significativo *track record*, consolidando il proprio modello di successo nel 'fare M&A'

## Ostacoli al cambiamento

- In alcuni casi le imprese italiane 'non si sentono pronte' ad utilizzare la leva M&A o lo fanno in ottica opportunistica, spesso in assenza di una chiara strategia di crescita
- Le dimensioni di impresa non sempre ottimali, una scarsa informazione, una limitata conoscenza contribuiscono a frenare il ricorso a strategie di crescita per linee esterne

## Obiettivo dell'Academy

- Una piattaforma che funga da 'ponte' tra i *Serial Acquirer*, da un lato, e le società ad alto potenziale di crescita dall'altro, che consenta il trasferimento di esperienze imprenditoriali e manageriali attraverso *workshop*, convegni ed altri momenti formativi, sui temi della crescita, con particolare attenzione agli strumenti di crescita per linee esterne (M&A, *Joint Venture*, Dismissioni)

## Promotori dell'iniziativa

- KPMG
- Borsa Italiana
- SDA Bocconi

**A livello mondiale, l'attività M&A è in forte crescita e vede nuovi protagonisti**

**In Italia l'M&A è ancora scarsamente utilizzato: anche da un suo utilizzo più ampio dipende la competitività del Paese**

**L'M&A è un fattore essenziale per la crescita e la creazione di valore**

**Abbiamo identificato circa 400 aziende italiane già profittevoli, la cui crescita potrebbe essere amplificata grazie all'M&A**

**Da un nostro sondaggio emerge un chiaro 'desiderio di M&A' da parte delle imprese italiane, ma anche una certa 'diffidenza'**

# Dal 1988 l'attività M&A è cresciuta più del PIL



Mercato globale	1988	2015	CAGR 1988-2015
<b>PIL</b> (USD mld)	<b>18.863</b>	<b>73.171</b>	<b>+5,1%</b>
<b>Mercato M&amp;A</b> (USD mld)	<b>474</b>	<b>3.175</b> <b>(4,3% del PIL)</b>	<b>+7,3%</b>

## Italia

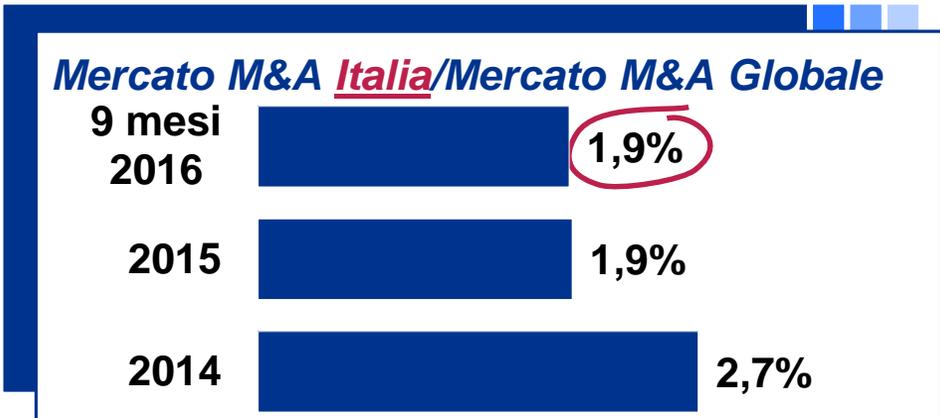
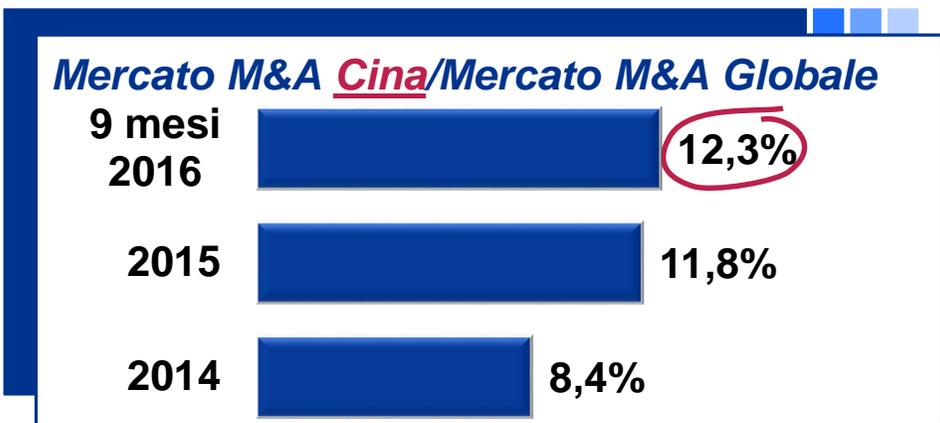


<b>PIL</b> (USD mld)	<b>904</b>	<b>1.816</b>	<b>+2,6%</b>
<b>Mercato M&amp;A</b> (USD mld)	<b>12</b>	<b>61</b> <b>(3,3% del PIL)</b>	<b>+6,2%</b>

Fonte: Elaborazioni su dati International Monetary Fund (PIL nominale), Thomson Reuters, KPMG

# Il mercato M&A globale vede nuovi protagonisti

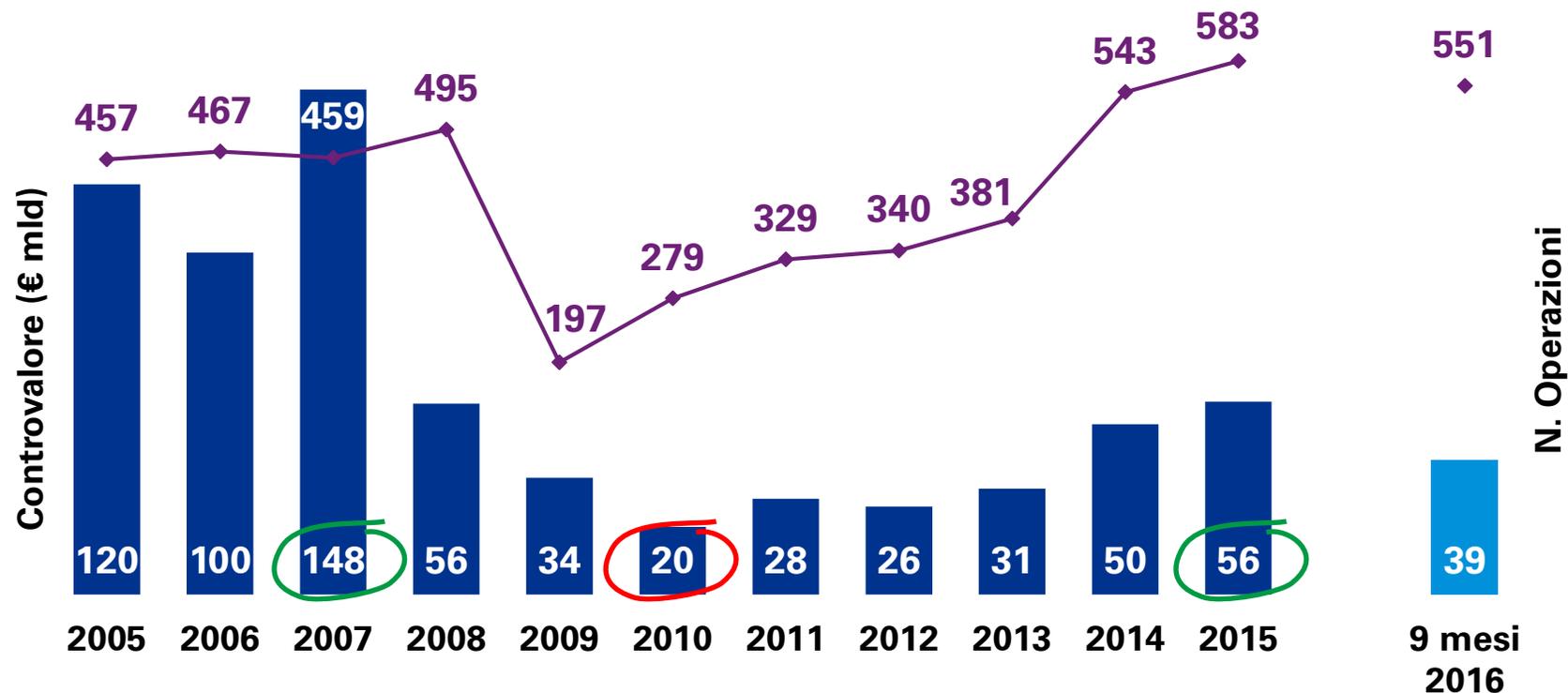
Con circa il 12% del controvalore globale, la Cina è il secondo *player* mondiale del mercato M&A



Fonte: Elaborazioni su dati Thomson Reuters, Financial Times, KPMG

# In Italia il mercato M&A è impegnato in una difficile risalita

## L'andamento del mercato M&A italiano nell'ultimo decennio

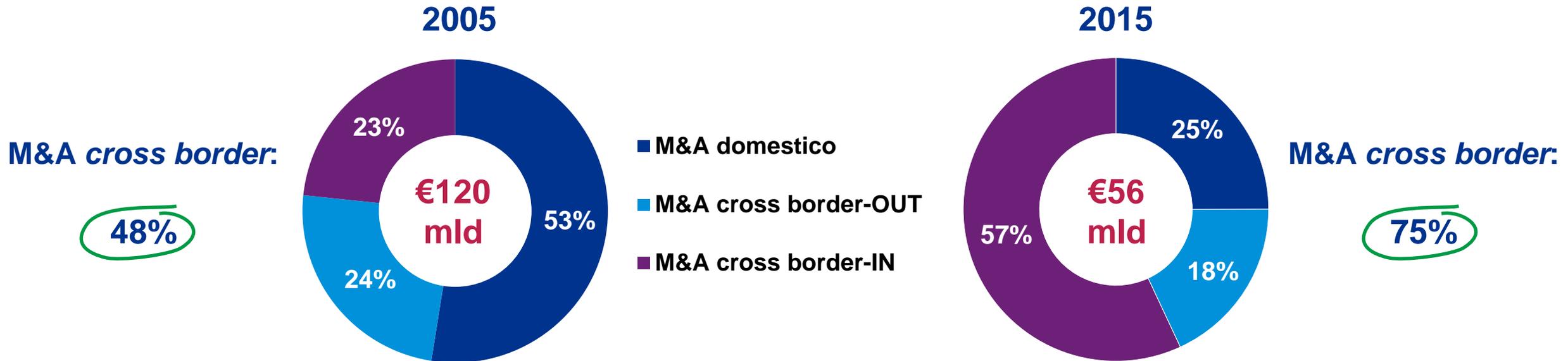


Dopo il massimo storico registrato nel 2007 (il precedente massimo risale al 1999 - €135 mld) ed il picco negativo del 2010, il mercato M&A evidenzia una progressiva risalita, arrivando nel 2015 ad eguagliare i valori realizzati nel 2008, il primo anno della crisi

Fonte: KPMG

# La ripresa del mercato è fortemente supportata dall'attività *cross border*

## Breakdown controvalori in funzione della direzione dei *deal* (peso percentuale sui valori complessivi)



L'incidenza dell'attività M&A *cross border* rispetto al controvalore è passata dal 48% del 2005 al 75% rilevato nel 2015. In particolare, il peso della componente Estero su Italia è raddoppiato

Fonte: KPMG

# Le aziende italiane sono sempre più 'prede' di *player* stranieri...

## Top Ten deal cross border-IN per controvalore (2005 - 9 mesi 2016)

Target	Bidder	Naz. Bidder	Quota	Valore € mld	Anno
Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.	BNP Paribas S.A.	Francia	99,0%	8,7	2006
Pirelli & C. S.p.A.	Marco Polo Industrial Holding SpA (CNPC China National Chemical Corporation)	Cina	99,7%	7,3	2015
Cariparma S.p.A., Friuladria S.p.A., 202 sportelli ex Banca Intesa S.p.A.	Crédit Agricole S.A.	Francia	85% 76% 100%	6,0	2007
Bulgari S.p.A.	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton S.A.	Francia	100,0%	4,3	2011
Olimpia S.p.A. (controllante del 17,99% di Telecom Italia S.p.A.)	Telco S.p.A. (Telefónica S.A, Intesa-SanPaolo, Mediobanca, Generali, Sintonia)	Spagna/ Italia	100,0%	4,2	2007
Parmalat S.p.A.	Groupe Lactalis	Francia	83,3%	3,7	2011
Italenergia Bis (controllante del 63,3% di Edison S.p.A.)	EDF Électricité de France S.A.	Francia	81,9%	3,7	2005
Banca Antonveneta S.p.A.	ABN Amro Bank N.V.	Paesi Bassi	44,2%	3,6	2006
Telecom Italia S.p.A.	Vivendi S.A.	Francia	21,4%	3,3	2015
Eni East Africa S.p.A.	CNPC China National Petroleum Corporation	Cina	28,6%	3,2	2013

**Grazie ad investimenti rilevanti ed in progressiva crescita, negli ultimi anni la Cina è entrata a buon diritto nel novero dei paesi che investono stabilmente in Italia**

Fonte: KPMG

# ...ma spesso varcano i confini nazionali e diventano *player* globali

## Top Ten deal cross border-OUT per controvalore (2005 - 9 mesi 2016)

Target	Naz. Target	Bidder	Quota	Valore € mld	Anno
Endesa S.A.	Spagna	Enel S.p.A., Acciona S.A.	92,1%	38,1	2007-2009
HBV Bayerische Hypo-und Vereinsbank AG	Germania	Unicredito Italiano S.p.A.	93,9%	19,4	2005
PartnerRe Ltd.	USA	EXOR S.p.A.	90,1%	6,9	2016
Distrigas S.A.	Belgio	Eni Gas&Power Belgium S.A. (Gruppo Eni)	98,9%	4,7	2008-2009
Gazprom Neft (attività ex Yukos)	Russia	EniNeftegaz (Eni 60%, Enel 40%)	100,0%	4,4	2007
GTech Holdings Corp	USA	Lottomatica S.p.A.	100,0%	3,8	2006
Dominion (attività upstream Golfo del Messico)	USA	Eni Petroleum Company (Gruppo Eni)	100,0%	3,6	2007
International Game Technology, Inc.	USA	GTECH S.p.A.	100,0%	3,4	2015
Drs Technologies Inc.	USA	Finmeccanica S.p.A.	100,0%	2,8	2008
Chrysler Group LLC	USA	Fiat S.p.A.	74,8%	2,7	2009-2014

**La crescita sia dei 'campioni nazionali' (Eni, Enel, Unicredit, Generali, Fiat,...) che delle 'multinazionali tascabili' italiane (Brembo, Campari, Recordati, Amplifon, Luxottica, Autogrill, Coesia, solo per citarne alcune) è strettamente legata al processo di internazionalizzazione**

Fonte: KPMG

# Il 2016 conferma il positivo andamento del mercato M&A

## Top Ten deal per controvalore (9 mesi 2016)

Target	Naz. Target	Bidder	Naz. Bidder	Quota	Valore € mld	Cross border
PartnerRe Ltd.	USA	EXOR S.p.A.	Italia	90,1%	6,9	√
Enel Green Power S.p.A.	Italia	Enel S.p.A.	Italia	31,4%	3,2	
Italcementi S.p.A. *	Italia	HeidelbergCement AG	Germania	45,0%	1,7	√
Banca Popolare di Vicenza S.p.A.	Italia	Fondo Atlante (Quaestio Capital Management)	Italia	99,3%	1,5	
Enel Green Power España SL	Italia	Endesa SA (Gruppo Enel)	Italia	60,0%	1,2	
Rhiag S.p.A.	Italia	LKQ Corporation	USA	100,0%	1,0	√
Veneto Banca S.p.A.	Italia	Fondo Atlante (Quaestio Capital Management)	Italia	97,6%	1,0	
Grandi Stazioni S.p.A.	Italia	Antin Infrastructure, ICAMAP e BG Asset Management (Borletti Group)	Esteri	100,0%	1,0	√
ENAV S.p.A.	Italia	Mercato (IPO)	Italia	46,6%	0,8	
Engineering Ingegneria Informatica S.p.A.	Italia	MIC Bidco S.p.A. (Apax e NB Renaissance)	USA	97,3%	0,8	√

**In un anno caratterizzato da una forte volatilità dei mercati, dalle continue revisioni al ribasso del PIL di Cina e Italia e dalle incertezze legate all'esito del referendum prima e all'uscita della Gran Bretagna dall'UE poi, il mercato M&A italiano ha mantenuto un buon livello, soprattutto in termini di volumi**

\* In data 12 ottobre HeidelbergCement ha completato l'OPA totalitaria sulle azioni di Italcementi, raggiungendo il pieno controllo del Gruppo italiano. L'acquisizione di Italcementi ha comportato un esborso complessivo di €3,7 mld

Fonte: KPMG

# Il 2016 conferma il positivo andamento del mercato M&A

**Resta alto l'interesse degli investitori esteri verso gli asset italiani, sia da parte di operatori industriali che di *Private Equity***

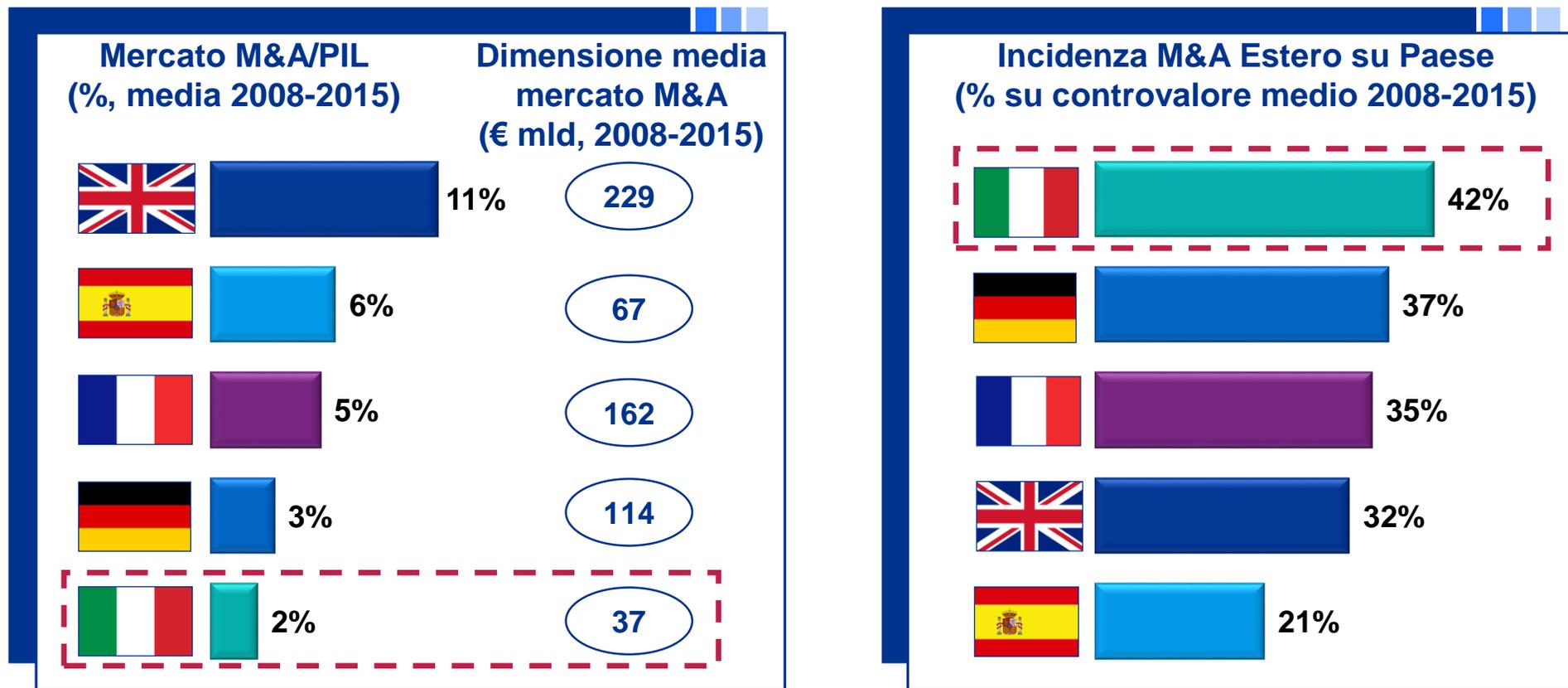
**Segnali interessanti di ripresa anche sul versante delle operazioni Italia su Estero: l'M&A è strumento essenziale per l'internazionalizzazione**

**La *pipeline* relativa alle operazioni annunciate e di cui si attende il completamento si aggira intorno a €14 mld di controvalore**

**Il permanere di molti elementi di incertezza e volatilità ed il venir meno di alcune operazioni di consolidamento in ambito bancario e di grossi *deal* nel mondo *energy* inducono a ritenere che il mercato M&A a fine anno si confermerà intorno ai livelli raggiunti nel 2015 (circa €60 mld)**

Fonte: KPMG

# In Italia l'utilizzo della leva M&A è comunque ancora limitato



**Nel confronto europeo, le aziende italiane presentano una minor propensione all'attività M&A**

Fonte: Elaborazioni su dati Thomson Reuters, Economist Intelligence Unit, KPMG

# All'estero l'M&A è fondamentale per la crescita

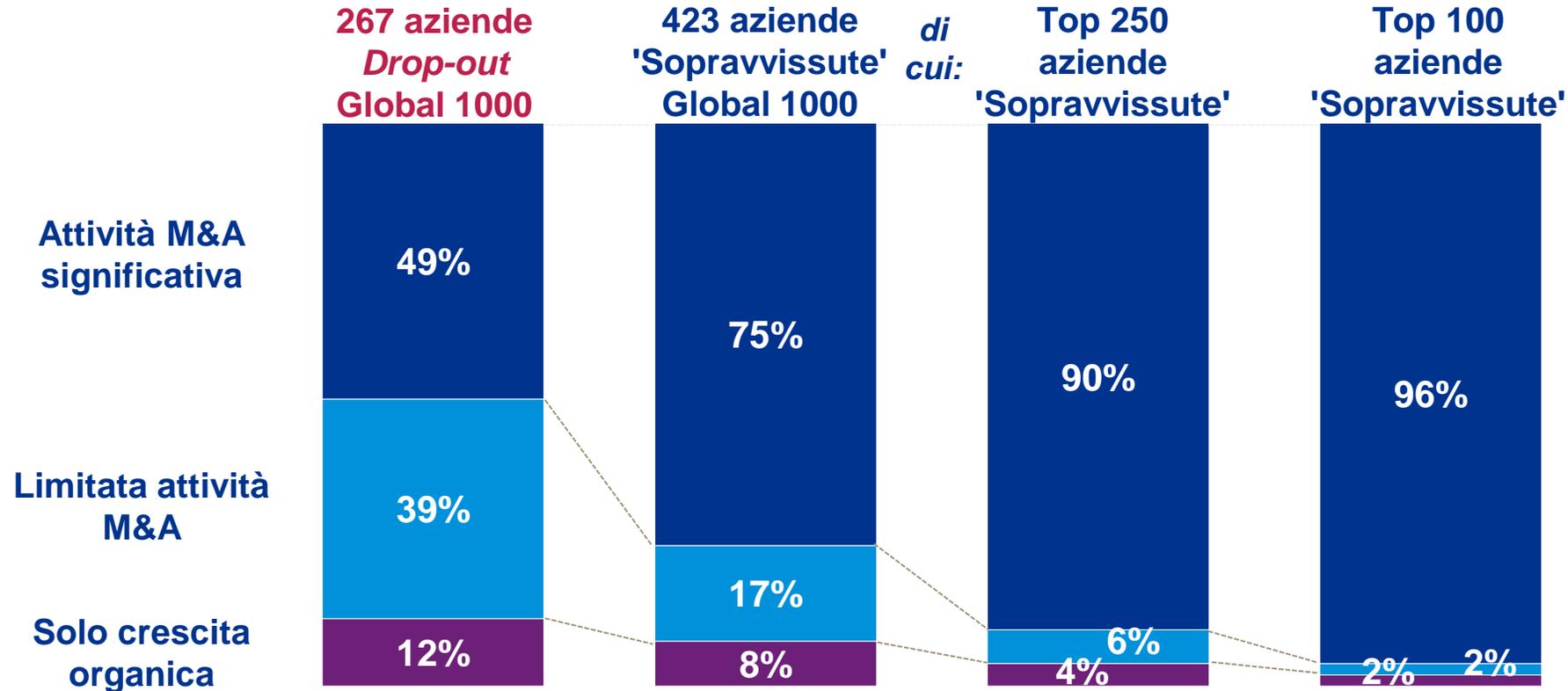


**Tra il 1999 e il 2012 solo circa il 42% delle maggiori aziende<sup>(1)</sup> ha mantenuto la posizione nel 'Global 1000'**

<sup>(1)</sup> Per capitalizzazione di mercato

Fonte: McKinsey&Company – 'Strategy Conference 2014 – Cracking the code of growth M&A: doing deals without diluting value'

# Un'intensa attività M&A è importante per il successo di lungo termine ...

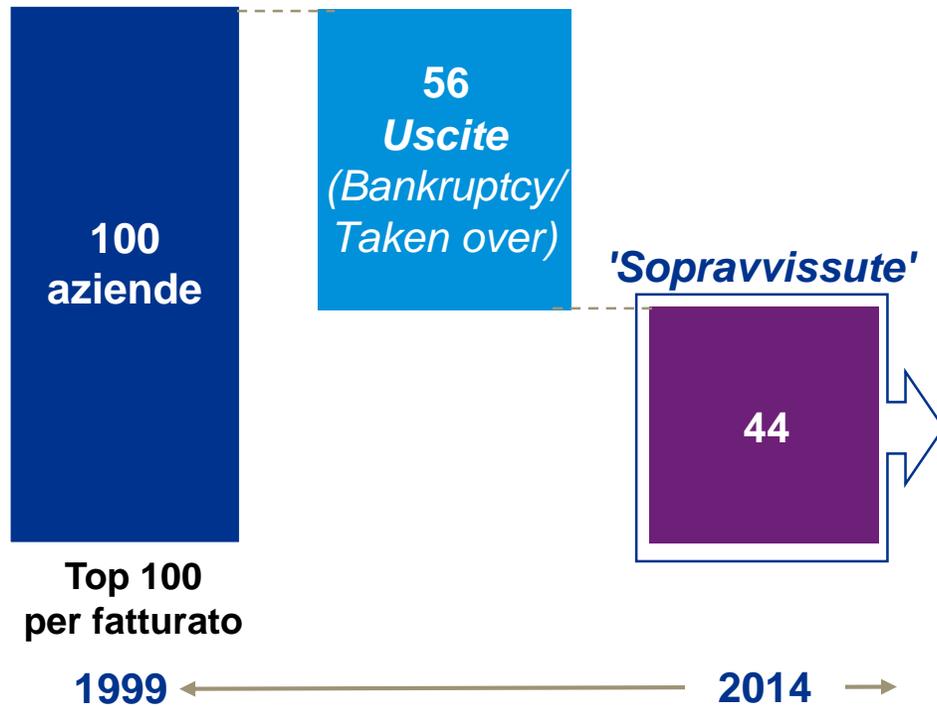


**Il ricorso sistematico all'M&A è molto più frequente da parte delle aziende 'Sopravvissute' nel Global 1000 rispetto alle *Drop-out***

Fonte: McKinsey&Company – 'Strategy Conference 2014 – Cracking the code of growth M&A: doing deals without diluting value'

# In Italia l'M&A si conferma un acceleratore della crescita

Tra il 1999 e il 2014 solo il 44% delle maggiori aziende<sup>(1)</sup> ha mantenuto la posizione nella Top 100



Circa il 70% delle 'Sopravvissute' ha effettuato attività di M&A

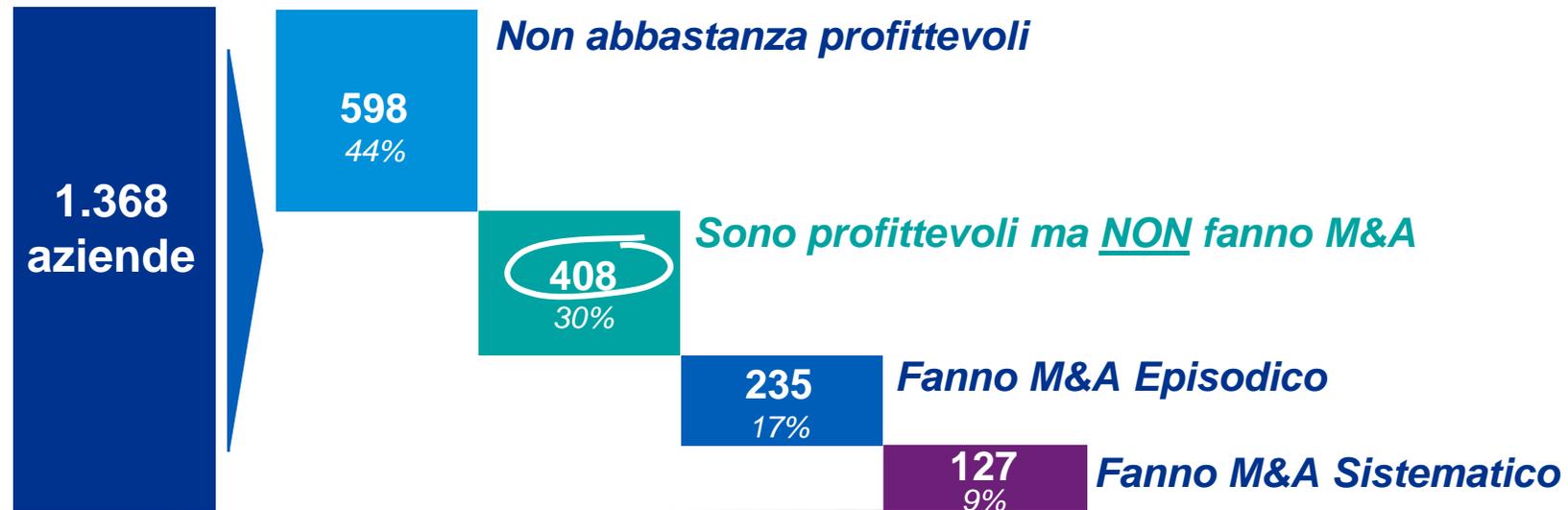
Top 15 acquiror      Nr. deal 1999-2015

	79
	73
	65
EDIZIONE	58
	54
	48
	45
	36
	32
	30
	29
	28
	26
	19
	16

<sup>(1)</sup> Per fatturato

Fonte: Elaborazioni KPMG su dati Mediobanca – 'Le principali società Italiane' 2000/2015 - *Ranking* del settore prevalente di attività - industriale, commerciale e produzione di servizi

# In Italia ci sono circa 400 aziende ad alto potenziale che potrebbero fare M&A



La ricerca KPMG/SDA Bocconi<sup>(1)</sup> evidenzia che oltre 350 aziende italiane hanno fatto ricorso alla leva dell'M&A nell'ultimo decennio e che ce ne sono circa 400 che potrebbero farlo

<sup>(1)</sup> Ricerca KPMG/SDA Bocconi condotta su un campione di 1.368 aziende italiane con fatturato 2013 superiore a €50 mln (fatturato medio €637 mln; 98 aziende con fatturato superiore a €1 miliardo), per le quali si sono analizzati 11 anni di storia di crescita e profittabilità

Fonte: Ricerca KPMG/SDA Bocconi

# M&A e crescita: il sondaggio effettuato da KPMG/Borsa Italiana emerge un 'desiderio di M&A'...

Hanno risposto al sondaggio circa 200 aziende italiane, il 70% delle quali con un fatturato superiore a €50 mln

Quanto è prioritaria la crescita per la sua azienda?

90%

Il 90% dei rispondenti al sondaggio ritiene che la crescita sia una priorità

In sintesi, nella vostra esperienza, il ricorso all'M&A (o a dismissioni) ha creato valore?

Sì

97%

No

3%

Le aziende intervistate non hanno dubbi: l'M&A ha creato valore

Fonte: Sondaggio KPMG/Borsa Italiana

# ... ma anche un atteggiamento 'diffidente'

## Quali sono le principali barriere e preoccupazioni che riguardano eventuali acquisizioni?



**La disponibilità di risorse finanziarie è il principale ostacolo percepito dai rispondenti, seguito dal rischio elevato e dai prezzi troppo alti**

Fonte: Sondaggio KPMG/Borsa Italiana

# M&A e creazione di valore: Research Paper SDA Bocconi

- Non esistono studi circa l'attività M&A sul mercato italiano (anche riferiti al settore bancario, che rappresenta un ottimo *case study*), nonostante l'ampia potenzialità di tale opportunità di crescita vista attraverso IPO e M&A
- La letteratura di riferimento è particolarmente ampia, in quanto le operazioni di M&A e la loro efficacia in termini di crescita sono temi largamente dibattuti su diversi filoni:
  - tipologie di M&A e contribuzione alla creazione di valore (Kaplan 2016; Zollo e Meier 2008)
  - struttura finanziaria delle operazioni come determinante per la creazione di valore (Caselli e Gatti, 2009; Singh e Leshchinskii, 2000 e 2009)
  - prezzo di acquisto e successo di un'operazione di M&A (Esty 2004)
  - rilevanza degli stakeholders (interni ed esterni) e performance M&A (Megginson, Morgan, Nail, 2004 e 2010)

La nostra analisi si focalizza su due ambiti rilevanti per il mercato italiano:

1. indagare l'attività di M&A quale determinante della crescita e della creazione di valore delle imprese italiane
2. analizzare quali strategie adottano le imprese italiane maggiormente performanti rispetto al segmento di appartenenza

***Obiettivi Research Paper***

***Campione oggetto di analisi***

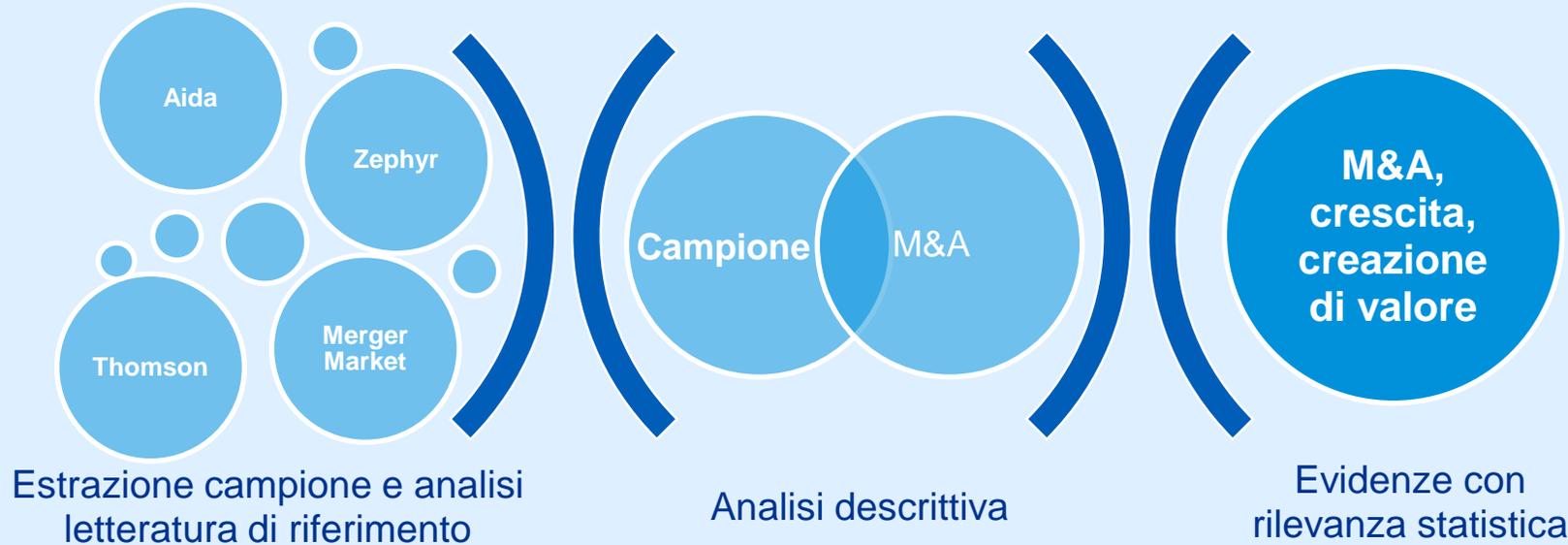
***Analisi descrittiva del campione***

***M&A e creazione di valore: analisi delle determinanti di crescita e di creazione di valore***

***Analisi delle determinanti di creazione di valore delle aziende maggiormente performanti***

**Obiettivo del Research Paper è di analizzare i trend di crescita e di creazione di valore delle aziende italiane indagandone la relazione con il ricorso all'attività M&A (crescita inorganica) e con altre determinanti (crescita organica) nell'ultimo decennio**

L'analisi si articola in 3 fasi 1) analisi descrittiva del campione; 2) analisi delle determinanti di crescita e di creazione di valore (organica e non) 3) analisi delle determinanti di creazione di valore delle aziende (sub-campione) maggiormente performanti



**La seconda e terza fase si focalizzano sulle analisi multivariate al fine di analizzare come e con quale 'intensità' le determinanti individuate 'spiegano' la crescita/creazione di valore della aziende italiane. Particolare focus è dato all'attività di M&A di cui sono analizzate: frequenza, rilevanza, numerosità e strategia**

### Fonte dei dati

- Base dati: Bureau van Dijk (AIDA e Zephyr)
- Thomson One Reuters
- Merger Market

### Periodo di riferimento

- Orizzonte temporale complessivo: **11 anni 2003-2013**
- Sottoperiodi di osservazione al fine di analizzare trend pre e post crisi:
  - Fase 1: 6 anni dal 2003-2008
  - Fase 2: 5 anni dal 2009-2013

### Criteri di selezione

- Aziende con sede legale in Italia con fatturato 2013 superiore a €50 milioni, per le quali il data base AIDA presentava serie storiche sufficientemente complete e significative, incluse:
  - società operative partecipate da enti pubblici (es. Poste Italiane, Ferrovie dello Stato, Fintecna, RAI,..)
  - holding finanziarie che annoverano, tra le partecipazioni, numerosi investimenti nei settori oggetto di analisi
  - holding operative a capo di gruppi operanti nei settori oggetto di analisi

### Segmenti settoriali

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

**Il campione è stato estratto partendo da una 'popolazione' di circa 7.000 aziende aventi ragione sociale in Italia, considerando le società con fatturato 2013 > 50 MLN/€ ed è pari a 1.368 aziende**

(1) Nota: Dati consolidati

## Dimensione e settore

- Le grandi aziende e PMI non rilevano differenze come presenza nei diversi segmenti: le aziende con fatturato <€1 mld rappresentano mediamente il ~90% per ogni segmento settoriale. Fa eccezione l'Energy & Utilities che rileva # 15 aziende (su 98) con fatturato oltre i 3mld di euro. Il 71% del campione ha un fatturato inferiore a €250 mln

## Età media delle aziende

- L'età media campionaria è di 36 anni. Le aziende con fatturato sopra i €3 mld hanno # 10 anni in più rispetto alla media campionaria. BUILDING & CONSTRUCTION è il segmento caratterizzato da maggiore anzianità (# 44 anni)

## Geografia

- ~L'80% della aziende del campione sono localizzate al Nord (per il 34% nella sola Lombardia) contro il ~5% del Mezzogiorno

## M&A: rilevanza<sup>(1)</sup>, frequenza, articolazione dimensionale

- **Rilevanza M&A settoriale periodo 2003-2013 % e # società** - Il 26,5% della aziende (# 365) del campione hanno svolto almeno un'operazione di M&A dal 2003 al 2013. I segmenti Industrial Product e Retail & Consumer Product presentano un maggior valore assoluto di società che hanno fatto M&A (rispettivamente # 100 e # 117). Il segmento Telecommunications, Media & Technology presenta la maggiore percentuale di società che ha effettuato operazioni di M&A (~53% # 48 società)
- **Frequenza dell'M&A (# deal)** - Il ~72% dei deal svolti dalle società campionarie sono rilevanti e la maggior parte delle società che sono cresciute per crescita inorganica hanno fatto M&A rilevante (~90%)
- **Articolazione dimensionale (Fatturato 2013) e scomposizione M&A per rilevanza** - ~77% delle società che ha effettuato M&A rilevante (~# 261) ha fatturato inferiore a €1 mld. Le società che hanno un fatturato superiore ai €3 mld hanno fatto M&A rilevante per l'85% mentre quelle con fatturato compreso tra gli 1 e 2 €/mld lo hanno fatto per ~66%

(1) Deal type rilevanti: Acquisition 100%; Acquisition >= 50%; Acquisition increased from <20% to > 50%; Acquisition increased from 20% < % <50% to > 50%; Merger; Minority stake 20 < % <50

Fonte: Elaborazioni SDA Bocconi su database KPMG-SDA Bocconi

# Analisi periodale e sub-campioni

Il campione è stato selezionato sulla base dei profili di:

- **Attività M&A:** società che nell'arco di tempo considerato 2003-2013 hanno svolto almeno un'operazione di M&A
- **Periodo di attività M&A:** si è rilevata la presenza di attività M&A rispetto a 2 Fasi di riferimento: pre crisi (2003-2008) e post crisi (2009-2013)



Fonte: Elaborazioni SDA Bocconi su database KPMG-SDA Bocconi



**Le aziende che hanno fatto M&A crescono e contestualmente creano valore**  
 Inoltre le aziende che hanno fatto M&A sistematicamente (Leader) e in 'maggior quantità' rilevano tassi di crescita (~9%) e di creazione di valore (~15%) superiore agli altri  
 Chi ha fatto M&A in una delle due fasi (First Mover, Follower) ha comunque creato valore in più per circa 200 bp rispetto a chi non lo ha proprio fatto

Fonte: Elaborazioni SDA Bocconi

## Dimensione

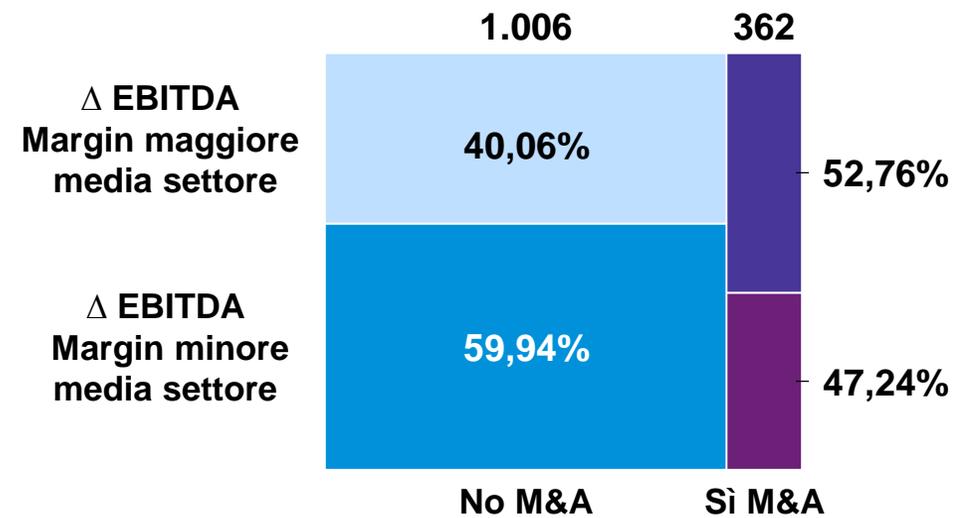
- La dimensione delle società che hanno fatto M&A in modo continuativo (LEADER) è significativamente maggiore rispetto agli altri che risultano assimilabili sia per il Total Asset Medio che per la Media dei Ricavi
- Il # dei dipendenti invece evidenzia tre classi dimensionali statisticamente diverse: i Leader, First Mover/Follower (# dipendenti range ~2.000 -3.500) e M&A Conservator

## Creazione di valore e crescita

- La frequenza con cui il delta tra l'Ebitda Margin e il delta tra i Ricavi 2004-2013 è maggiore del delta medio di settore è più elevata per coloro che hanno effettuato operazioni di M&A. # 105 società su # 362 che hanno fatto M&A (~30%), hanno visto aumentare il proprio fatturato più di quello medio di settore (contro il 20% delle aziende che non hanno fatto M&A)
- Più del 50% delle società che hanno svolto operazioni di M&A presentano un delta Ebitda Margin maggiore alla media di settore, contro il 40% di coloro che non hanno effettuato M&A
- Il 60% del Leader ha Ebitda Margin% superiore alla media di settore; 50% i Follower e i First Mover, 39% gli M&A Conservator

Categoria	#	Media Total Asset €/mln	Media Ricavi €/mln	# Dipendenti medi
Leader	127	4.904	3.041	7.473
Follower	95	1.967	607	3.508
First Mover	140	940	593	2.082
M&A Conservator	1.006	210	187	657
<b>Totale</b>	<b>1.368</b>			

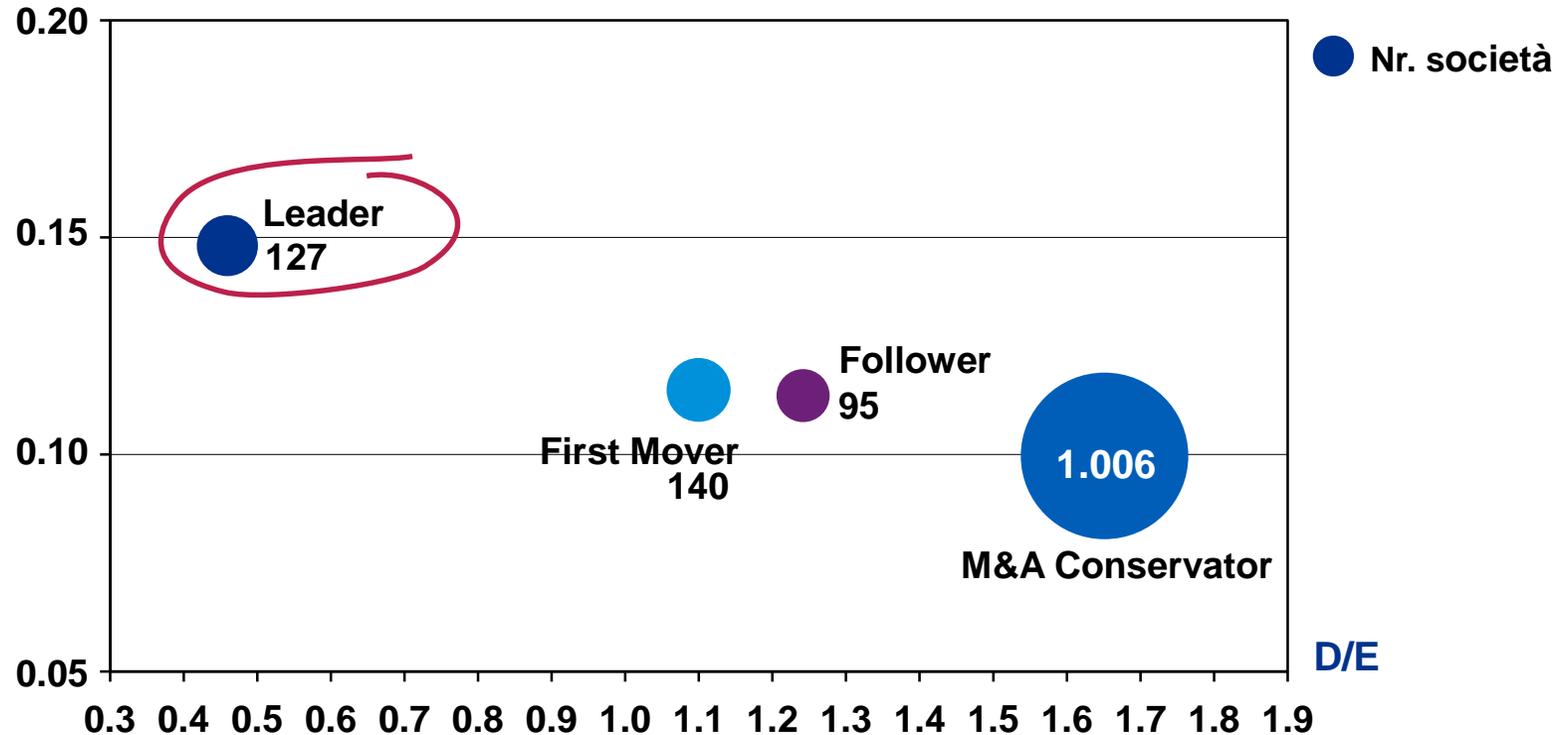
## Variabile creazione di valore



Fonte: Elaborazioni SDA Bocconi

Note: Significatività 5%, Confidenza 95%

## Media EBITDA Margin



**I Leader sono meno indebitati (Debt/Equity ratio ~0,45) rispetto agli altri subcampioni e presentano un Ebitda Margin significativamente più alto (~0,15)**

**First Mover e Follower si posizionano ad un livello intermedio tra Leader ed M&A Conservator, con un Debt/Equity ratio tra 1,1 e 1,3 ed un Ebitda Margin di ~0,11**

**Gli M&A Conservator sono più indebitati e hanno marginalità più bassa (~10% di Ebitda Margin)**

Fonte: Elaborazioni SDA Bocconi

Note: Significatività 5%, Confidenza 95%

- La **prima domanda di ricerca** è l'analisi delle **determinanti della creazione di valore delle imprese**. E' stata condotta un'analisi di regressione logistica ponendo come **variabile dipendente la media dell'EBITDA Margin% 2009-2013** e indagando su come le variabili indipendenti analizzate impattino sulla probabilità che un'azienda rilevi una *performance* superiore a quella del segmento di appartenenza
- Sono state analizzate cinque macro aree con # 8 variabili indipendenti:
  1. **Redditività**
    - ROI Medio 2009-2013 - (impatto atteso positivo)
  2. **Struttura Finanziaria**
    - Media D/E dell'azienda/segment (2009-2013) - (impatto atteso negativo)
  3. **Dimensione**
    - Media Totale attivo azienda/segment (2009-2013) - (impatto atteso positivo)
  4. **Struttura**
    - Classe di età - (impatto atteso positivo)
  5. **Fenomeno dell' M&A**
    - Numero di Deal effettuati (2003-2013) - (impatto atteso positivo)
    - *Deal type* rilevanti < 50% (del totale) - (impatto atteso negativo)
    - *Acquisition* 100% - (impatto atteso positivo)
    - Frequenza M&A - (impatto atteso negativo)

- I risultati ottenuti rispetto alle cinque macro aree analizzate rilevano per ogni variabile le probabilità per un'impresa di avere l'Ebitda Margin% superiore alla media del segmento di riferimento
- Si riportano di seguito i risultati per ogni variabile indicando la relazione (maggiore/minore) circa la probabilità di un'azienda di essere maggiormente performante rispetto al segmento di riferimento:
  1. **Redditività**
    - *Maggiori all'aumentare del ROI medio '09-'13*
  2. **Struttura Finanziaria**
    - *Minori all'aumentare del D/E ratio medio '09-'13*
  3. **Dimensione**
    - *Maggiori all'aumentare del Total Asset medio dell'azienda rispetto al settore '09-'13*
  4. **Struttura**
    - *Minori per le aziende con età inferiore ai 20 anni rispetto a tutte le altre categorie*
  5. **Fenomeno dell' M&A**
    - *Maggiori all'aumentare del numero di deal*
    - *Minori per le aziende che hanno fatto meno del 50% dei deal rilevanti rispetto al totale*
    - *M&A conservator (1) hanno meno probabilità di avere l'Ebitda Margin superiore al settore rispetto ai Leader (4), Follower (2) e ai First Mover (3)*

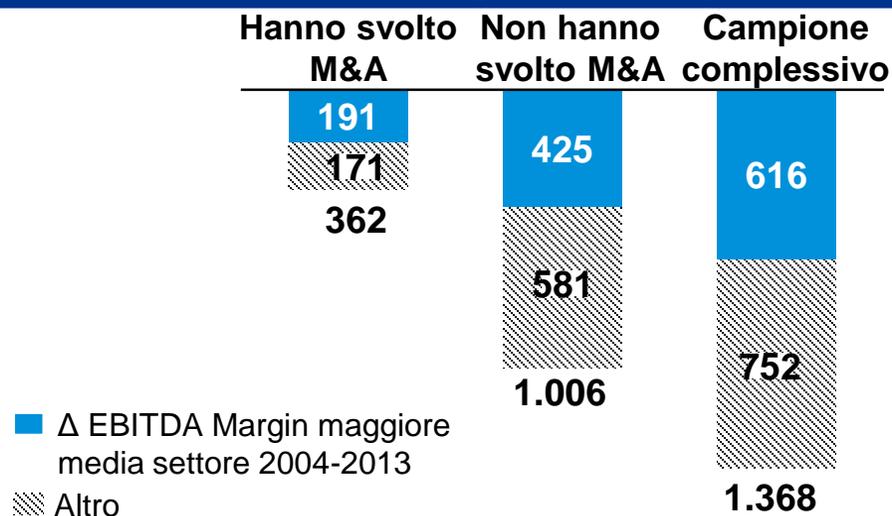


# Domande di ricerca e metodologia

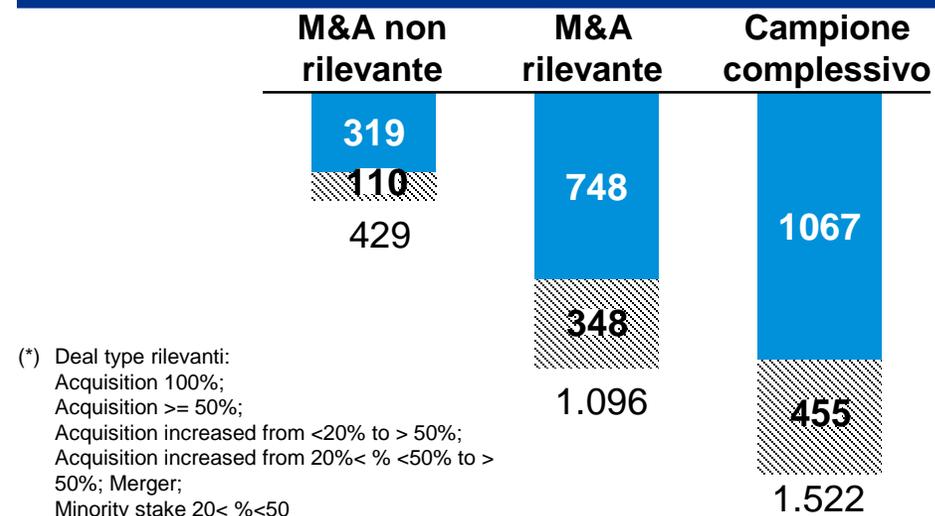
- La **seconda domanda di ricerca** è l'analisi di quali **strategie adottano le imprese italiane maggiormente performanti rispetto al segmento di appartenenza**
- L'analisi si articola in # 4 fasi:
  1. Analisi descrittiva del sub-campione oggetto di analisi rappresentante le aziende che nel periodo 2009-2013 sono cresciute in maggior misura rispetto alle imprese appartenenti allo stesso segmento
  2. Classificazione delle operazioni di M&A in funzione dell'intento strategico cui l'operazione è rivolta in otto cluster:
    - 1 Efficienza capacità produttiva
    - 2 Acquisizione tecnologie & know-how
    - 3 Concentrazione del mercato
    - 4 Consolidamento della posizione competitiva
    - 5 Diversificazione
    - 6 Focalizzazione
    - 7 Espansione della gamma di prodotto
    - 8 Altri
  3. Classificazione delle aziende acquirenti in tre sub-campioni in funzione della strategia prevalente:
    - 1 Ricavi
    - 2 Costi
    - 3 Ricavi nel lungo periodo sostenuto da un immediato (breve periodo) aumento dei costi
  4. Analisi delle determinanti di crescita delle aziende che sono cresciute maggiormente rispetto al segmento di appartenenza considerando tra le variabili indipendenti anche gli effetti delle operazioni di finanza straordinaria nel periodo 2003-2013

# Analisi descrittiva del sub-campione

## # società Δ Ebitda Margin '04-'13 superiore alla media

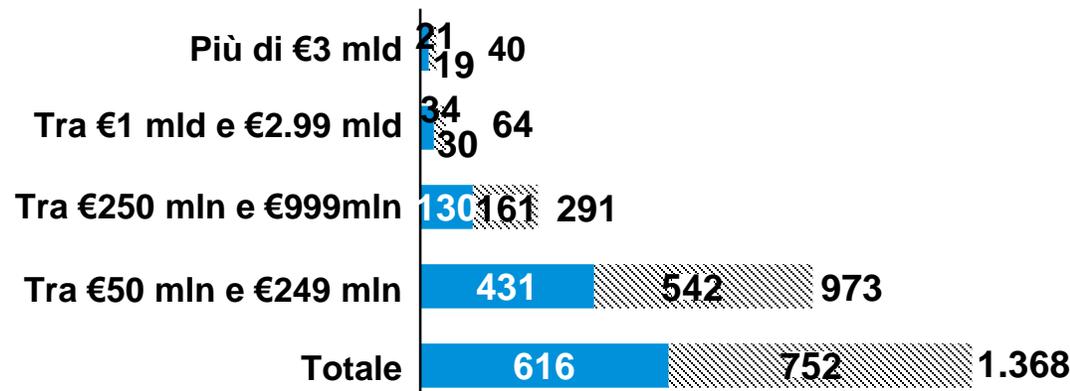


## # deal per rilevanza(\*)



(\*) Deal type rilevanti:  
 Acquisition 100%;  
 Acquisition >= 50%;  
 Acquisition increased from <20% to > 50%;  
 Acquisition increased from 20% < % <50% to > 50%;  
 Merger;  
 Minority stake 20 < % <50

## Distribuzione dimensionale - # società Δ Ebitda Margin '04-'13 superiore alla media



Categoria	Ebitda Margin > alla media	Ebitda Margin < alla media	Totale
Leader	77	50	127
Follower	44	51	95
First Mover	70	70	140
M&A Conservator	425	581	1006
Totale	616	752	1368

# Classificazione delle operazioni di M&A e strategie prevalenti

Strategia/Impatto	Descrizione	Esempio di Operazione	Ricavi	Costi	Ricavi Lungo Periodo	Numero operazioni
<b>Efficienza capacità produttiva</b>	Riduzione dei costi unitari più rapidamente rispetto ai propri competitor; incremento dell'efficienza della catena del valore e lungo la filiera produttiva, realizzazione di economie di scala e di scopo	ENI S.p.A. – Italgas S.p.A. ENI azienda leader nel settore 'Oil & Gas' acquista il 56%(2003)		<input checked="" type="checkbox"/>		<b>375</b>
<b>Acquisizione tecnologie &amp; know-how</b>	Rapida innovazione del prodotto, sviluppo della capacità di innovare nuovi o più flessibili prodotti e servizi con minimizzazione dei costi e riduzione dei prezzi degli stessi	Coesia S.p.A. – ATS Engineering S.r.l. Industrial Products 78% (2006)		<input checked="" type="checkbox"/>		<b>62</b>
<b>Concentrazione del mercato</b>	Aggregazione di società tramite l'acquisizione di una serie di attori minori operanti nello stesso contesto competitivo	HERA S.p.A. – Prigeas S.r.l. Energy & Natural Resources 51% (2009)	<input checked="" type="checkbox"/>			<b>190</b>
<b>Consolidamento della posizione competitiva</b>	Riduzione della concorrenza e dei competitor con conseguente aumento della market share	Luxtottica S.p.A. – Oakley Inc Retail & Consumer Products 100% (2007)	<input checked="" type="checkbox"/>			<b>157</b>
<b>Diversificazione</b>	Estensione e diversificazione del proprio core business in attività non afferenti con l'industria in cui opera la società, sia in termini di portafoglio prodotti che di mercato	Prada S.p.A. – Luna rossa Sarl Retail & Consumer Products 49% (2009)	<input checked="" type="checkbox"/>			<b>48</b>
<b>Focalizzazione</b>	'Concentrazione' su nicchie di prodotti ad altissimo valore aggiunto e adozione strategia di differenziazione	ENEL S.p.A. – Altomonte Fv Energy & Natural Resources 100% (2012)	<input checked="" type="checkbox"/>			<b>26</b>
<b>Espansione della gamma di prodotto</b>	Attività di sviluppo e ampliamento del business per 'adiacenze successive', definite a partire dal set di skill tecnico-manageriali già ben presidiati e gestiti, ovvero (in minor misura) da un certo portafoglio di clienti e di mercati già serviti e coperti	Davide Campari S.p.A. – Skyy Spirits Inc. Retail & Consumer Products 30% (2005)			<input checked="" type="checkbox"/>	<b>179</b>
<b>Altri</b>	Operazioni classificate nel database originario nel 'Deal Type' come: Share buyback; Acquistion from 100% to 100%; Merger (solo nei casi in cui la società incorporante già controlla l'incorporata)	Manutencoop – Manutencoop Facility Management S.p.A. Retail & consumer products 25% (2008)			<input checked="" type="checkbox"/>	<b>29</b>
<b>Totale</b>						<b>1.067</b>

Note: Gli **Acquiror** sono stati classificati a seconda che, nel complesso delle operazioni, prevalessero i seguenti effetti:

**Aumento dei ricavi**, se almeno il 60% delle strategie è tra Concentrazione del mercato, Consolidamento della posizione competitiva, Diversificazione, Focalizzazione; **Riduzione dei costi**, se almeno il 60% delle strategie è tra Efficienza capacità produttiva, Acquisizione tecnologie & know-how; **Aumento dei ricavi nel lungo periodo sostenuto da un immediato (breve periodo) aumento dei costi**, se almeno il 60% delle strategie è tra Espansione della gamma di prodotto, Altri; **Nessun effetto prevalente**, se nessuno dei cluster delle strategie risulta dominante e quindi inferiore del 60%

# Le domande della ricerca e variabili indipendenti: analisi regressione logistica

- L'analisi di regressione logistica condotta ha come **variabile dipendente la variazione dei ricavi 2009-2013** e indaga su come le variabili indipendenti considerate impattino sulla probabilità che un'azienda rilevi una crescita superiore a quella del segmento di appartenenza
- Sono state analizzate tre macro aree con # 6 variabili indipendenti:
  - 1. Strategie di M&A adottate**
    - Ricavi, Costi, Ricavi nel lungo periodo
  - 2. Dimensione**
    - Fasce dipendenti (2013)
    - Media dipendenti azienda/segmento (2009-2013)
    - Fasce di fatturato (2013)
    - Media Totale attivo azienda/segmento (2009-2013)
  - 3. Marginalità**
    - Media EBITDA Margin 2008-2013

- I risultati ottenuti rispetto alle tre macro aree analizzate rilevano per ogni variabile le probabilità per un'impresa di avere il delta Ricavi% 2009-2013<sup>(\*)</sup> superiore alla media del segmento di riferimento
- Si riportano di seguito i risultati per ogni variabile indicando la relazione (maggiore/minore) circa la probabilità di un'azienda di essere maggiormente performante rispetto al segmento di riferimento:

## 1. Strategie di M&A adottate

- **Maggiori** rispetto alle aziende che hanno adottato una strategia prevalente (per incrementare i ricavi (A), per ridurre i costi (B) e per incrementare il fatturato (C)), **minori** per le aziende che non hanno adottato una strategia prevalente

## 2. Dimensione

- **Maggiori** per le aziende che hanno più dipendenti relativamente al loro segmento
- **Maggiori** per le aziende che appartengono alle fasce di fatturato superiori ai 100 €/mln
- **Maggiori** per le aziende che appartengono alla fascia dipendenti tra 1-50<sup>(\*\*)</sup>
- **Minori all'aumentare del Total Asset medio dell'azienda rispetto al settore '09-'13<sup>(\*\*)</sup>**

## 3. Marginalità

- **Maggiori per le aziende che presentano un Ebitda Margin medio '03-'13 superiore rispetto al loro segmento**

(\*) La variabile dipendente indagata è la variabile dummy se Delta Ricavi% 2009-2013 sia maggiore o minore rispetto al Delta Ricavi % 2009-2013 del segmento. Tale analisi ha assunto un livello di significatività superiore al 95% (p-value<0,05), con R2 pari al 20,82% e AUC pari al 79,01%. Chi adotta strategie definite ha più probabilità di crescere, dato l'OddsRatio inferiore ad 1, rispetto a chi non adotta una strategia ben definita

(\*\*) Risultato disatteso

## M&A, strategia e crescita

### M&A e creazione di valore

- Su un campione di 1.368 aziende, 616 hanno rilevato EBITDA Margin medio ('04-'13) superiore al segmento di riferimento
- Di queste # 191 (~31%) hanno compiuto # 1.067 operazioni di M&A di cui # 748 rilevante

### Leader che performano più del settore

- ~60% dei Leader fanno parte delle società che hanno creato maggior valore contro il ~46% dei Follower ~50% dei First Mover e il ~42% degli M&A Conservator

### M&A, strategia e crescita

- La probabilità di crescere di più rispetto ai competitors aumentano se le azioni adottate determinano una maggior creazione di valore e rispondono a un chiaro indirizzo strategico con ottica di lungo periodo

**L'attività di M&A determina una maggiore crescita se svolta in modo continuativo, in ottica di lungo periodo e secondo un chiaro indirizzo strategico**

# Grazie!