

Capitolo Primo

Lo scenario evolutivo e le attuali tendenze

1.1. Le *merger waves*. – 1.2. La linea di demarcazione tra *domestic* e *cross-border* M&A. – 1.3. Le *cross-border* M&A nell'attuale contesto multipolare. – 1.3.1. Il panorama italiano nel contesto internazionale. – 1.4. I processi di concentrazione e l'abuso di posizione dominante. – 1.4.1. La spinta all'integrazione del sistema bancario europeo. – 1.4.2. Il processo di integrazione delle banche in Italia. – 1.4.3. Il caso Intesa-Sanpaolo.

1.1. Le *merger waves*

L'analisi del numero e del valore delle operazioni di fusione ed acquisizione (M&A) degli ultimi decenni consente di delineare le fluttuazioni che hanno caratterizzato il fenomeno a livello internazionale e nazionale. Ricerche longitudinali sulla natura ciclica dei processi di M&A hanno portato alla formulazione del concetto di *merger waves* (Gaughan, 2002) per indicare le ondate di M&A associate agli *shock* in ambito tecnologico, economico e istituzionale che hanno avuto origine nel mondo anglosassone, per la particolare struttura dei mercati, la tipologia di capitalismo e l'assetto istituzionale, e si sono poi diffuse a livello globale.

A partire dal 1900 ci sono state sei distinte *merger waves*, ciascuna delle quali con caratteristiche uniche. La prima ondata (1897-1904) definita *merger for monopoly* è stata caratterizzata dal consolidamento delle imprese nel settore manifatturiero ed estrattivo con la formazione di grandi monopoli e giganti industriali come DuPont, General Electric, Eastman Kodak (Nelson, 1953)¹.

¹ In America, paese maggiormente coinvolto dal fenomeno, il processo di arresto delle operazioni di concentrazione è stato avviato dalla normativa a tutela della concorrenza introdotta nel 1890 con lo Sherman Act.

La seconda ondata (1916-1929) è stata caratterizzata da un consolidamento delle operazioni precedentemente intraprese, finalizzate sia al rafforzamento dagli oligopoli (*merger for oligopoly*) indeboliti durante la prima guerra mondiale (Stigler, 1950), sia allo sviluppo di operazioni di natura verticale attraverso le quali sono nate *holding companies* come General Motors e IBM².

Il boom economico degli anni '60 ha dato avvio alla terza ondata (1960-1970) che è stata caratterizzata da fusioni di natura prevalentemente conglomerale (Scherer, 1986) come risposta alle restrizioni *antitrust* nei confronti di quelle di natura verticale e orizzontale (Celler-Kefauver Act, 1950). La tendenza ad implementare strategie di diversificazione e a creare consociate sono state le determinanti alla base dell'incrementalismo spinto degli anni '70 (Rumelt *et al.*, 1994; Weston and Weaver, 2001).

Tuttavia, le *performance* negative delle operazioni conglomerali hanno dato avvio ai *takeovers* ostili degli anni '80 (Fray *et al.*, 1985). Nel 1981, infatti, è cominciata la quarta ondata caratterizzata da *hostile takeovers*, dalla grande dimensione delle imprese *target*, dal maggiore ruolo delle banche, da strategie più sofisticate intraprese dalle multinazionali (Smith, 1991), dal più alto tasso di indebitamento e dall'avvio di operazioni transfrontaliere.

I processi di deregolamentazione, l'innovazione tecnologica e l'integrazione dei mercati hanno portato alla quinta ondata nel 1992 che si è conclusa nel 2000. Tale *wave* ha avuto come protagoniste, oltre alle imprese statunitensi, anche quelle europee a causa delle pressioni provenienti dal processo di implementazione dell'UE.

Le *domestic* M&A tra imprese, con *headquarters* nello stesso paese, sono state affiancate in modo consistente da operazioni di natura *cross-border* che hanno coinvolto imprese di nazionalità differenti e sono state caratterizzate da un maggior grado di complessità dovuto alle differenze normative e culturali.

Nel 1998 le M&A a livello mondiale ammontavano a circa 2 trilioni di dollari in termini di *stock value* delle transazioni annunciate (Child *et al.*, 2001). Il valore totale degli accordi conclusi tra il 1998 ed il 2000 è stato di circa 4 trilioni di dollari, superiore al valore totale degli accordi portati a termine nei precedenti 30 anni (Henry, 2002). Di questi, circa il 40% ha

² L'approvazione delle modifiche alla normativa antitrust con il Clayton Act nel 1914 ha frenato l'intensità di questa ondata che si è conclusa con la crisi del '29.

avuto natura *cross-border* (Hitt *et al.*, 2001 a, b) a causa dell'impulso proveniente dalla globalizzazione dei mercati (Hitt *et al.*, 2000; Hitt *et al.*, 1998a) che ha fatto nascere forti sfide, soprattutto nella fase post-acquisitiva.

Dopo il *trend* negativo che ha caratterizzato il triennio 2001-2003, il fenomeno delle fusioni e acquisizioni ha cominciato a crescere nuovamente dal 2004, raggiungendo il suo picco nel 2007 per poi decrescere per effetto della grande crisi mondiale del 2009.

Il valore delle fusioni ed acquisizioni della sesta ondata è paragonabile a quello della quinta, così come il numero dei *mega deal*. Tale ondata è stata caratterizzata, tuttavia, da operazioni di natura *cross-border* quale risposta all'integrazione dei mercati, alla necessità di consolidare il *core business* attraverso l'unione con i concorrenti, dalla maggiore dimensione delle operazioni, dal crescente ruolo degli investitori istituzionali e dall'ingresso di operatori provenienti da paesi a sviluppo emergente, quali PECO e Cina, che nelle scorse decadi erano rimasti fuori dalla competizione globale.

1.2. La linea di demarcazione tra *domestic* e *cross-border* M&A

Le *cross-border* M&A sono transazioni in cui *assets* di aziende che appartengono a paesi differenti sono combinate per dar vita ad una nuova entità legale. Esse si configurano come investimenti diretti all'estero³ in quanto presuppongono l'intenzione dell'investitore di acquisire un significativo livello di influenza sulla gestione dell'impresa e, pertanto, si distinguono dagli investimenti di portafoglio che sono semplici partecipazioni finanziarie di soggetti non interessati alla gestione aziendale.

Affinché una *cross-border* M&A possa essere considerata un IDE *brownfield*⁴, il soggetto che investe deve possedere il 10% o più delle azioni or-

³ Secondo la definizione del Congresso delle Nazioni Unite sul Commercio e lo Sviluppo gli investimenti diretti all'estero (IDE) sono investimenti da parte di un soggetto residente in un paese volti a stabilire una relazione di lungo termine e ad acquisire interessi durevoli e di controllo in un'impresa residente in un altro paese.

⁴ L'entrata in un mercato straniero attraverso IDE *brownfield* è realizzata mediante l'acquisto di *stock* di un'impresa stabilita nel paese ospitante (Barkema e Vermeulen, 1998; Kogut e Singh, 1988; Newburry e Zeira, 1997). Gli IDE *greenfield* consistono, invece, nella creazione *ex-novo* di una nuova unità organizzativa all'estero (Barkema e Vermeulen, 1998) e rappresentano la parte più consistente degli IDE.

dinarie, per un'impresa costituita in società o l'equivalente per una impresa non costituita in società.

L'acquisizione di imprese estere preesistenti sul mercato consente all'acquirente di impossessarsi di risorse, conoscenze, tecnologie, capitale umano e relazionale, sbocchi sul mercato e vantaggi locali che prima erano dell'acquisita. Le imprese oggetto di acquisizione possono essere:

a) le società controllate (*subsidiary companies*), cioè quelle imprese nelle quali l'investitore estero detiene, direttamente o indirettamente, più del 50% del capitale sociale, oppure ha il diritto di nominare o di rimuovere la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione;

b) le società consociate (*associate companies*), cioè quelle imprese nelle quali l'investitore estero (e le società da lui controllate) detiene una quota tra il 10% ed il 50% del capitale sociale;

c) le filiali (*branches*), cioè quelle imprese, anche prive di personalità giuridica, possedute interamente o congiuntamente dall'investitore estero.

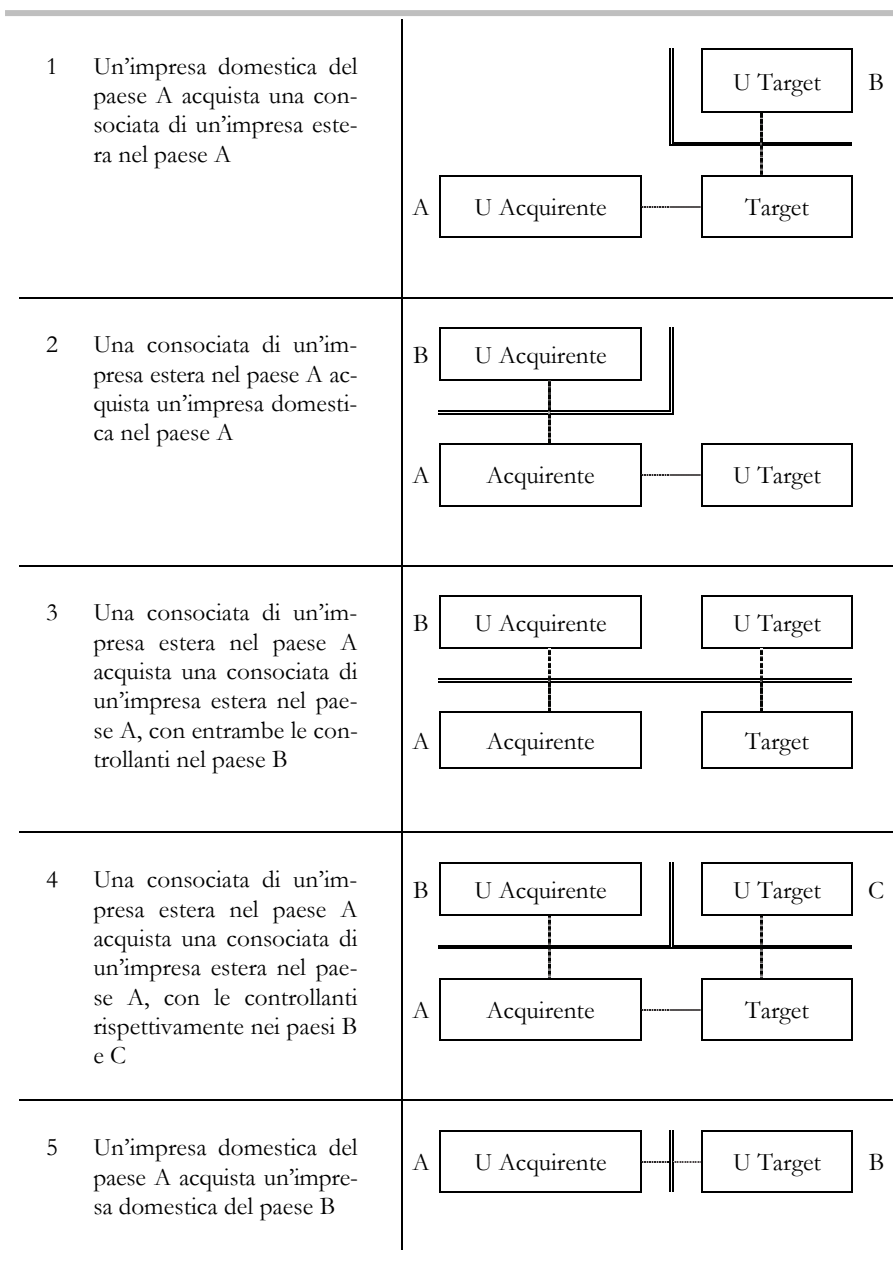
Va, inoltre, notato che un investimento *greenfield* in un mercato straniero può rappresentare una modalità più attrattiva di quello *brownfield*, in quanto permette l'inizio di una nuova attività con una propria identità culturale, una più omogenea struttura organizzativa e un maggiore controllo sulle risorse e sulla conoscenza che si forma internamente (Hennart e Park, 1994).

Un investimento *greenfield* però registra anche più elevati costi relativi alla costituzione di stabilimenti ed alla creazione di un sistema relazionale con gli operatori del nuovo contesto locale (Andersson *et al.*, 1997).

Infine, per quanto concerne le operazioni di natura *brownfield*, la complessità dell'attuale struttura organizzativa delle multinazionali rende talvolta complessa l'identificazione della natura domestica oppure *cross-border* di un'operazione.

La Figura 1.1 presenta le possibili operazioni di M&A evidenziando la linea di demarcazione tra le operazioni nazionali e quelle sovranazionali.

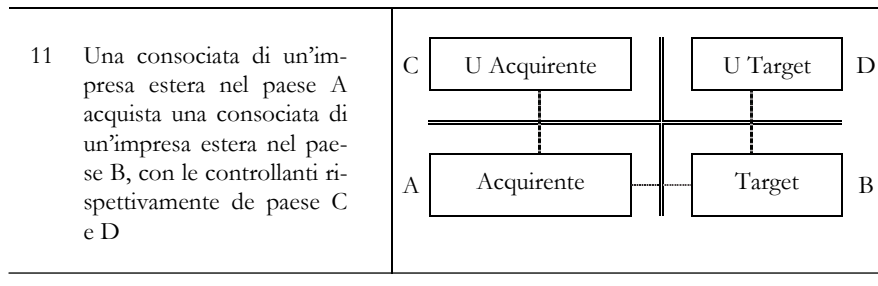
Figura 1.1. – Le cross-border M&A



Segue

<p>6 Un'impresa domestica nel paese A acquista una consociata di un'impresa estera nel paese B, con la controllante nel paese A</p>	
<p>7 Un'impresa domestica nel paese A acquista una consociata di un'impresa estera nel paese B, con la controllante nel paese C</p>	
<p>8 Una consociata di un'impresa estera nel paese A, controllata da un'impresa nel paese B, acquista un'impresa domestica nel paese B</p>	
<p>9 Una consociata di un'impresa estera nel paese A, controllata da un'impresa nel paese C, acquista un'impresa domestica nel paese B</p>	
<p>10 Una consociata di un'impresa estera nel paese A acquista una consociata di un'impresa estera nel paese B, con entrambe le controllanti nel paese C</p>	

Segue



Fonte: Wir, 2008.

1.3. Le *cross-border* M&A nell'attuale contesto multipolare

L'attuale scenario internazionario si presenta profondamente differente dal passato. Il dominio economico della triade costituita da Stati Uniti, Europa e Giappone sta lasciando il passo alle economie emergenti. Accanto ai paesi dell'Est Europa (come Russia) e del Sud America (come Brasile), emerse già a partire dagli anni '90, si stanno affermando anche le potenze asiatiche come Cina, India e Corea del Sud⁵.

Tali cambiamenti hanno fatto emergere un nuovo equilibrio mondiale caratterizzato da una pluralità di centri di potere economico che viene comunemente identificato come *multipolar world*. Tutte le misure convenzionali di attività economica, come l'*output*, gli scambi commerciali e gli investimenti, rafforzano la convinzione che negli anni a venire il potere economico si sposterà sempre di più dai paesi industrializzati a quelli emergenti, ricchi di risorse umane, naturali e finanziarie.

Le determinanti alla base del nuovo assetto mondiale possono essere identificate prevalentemente nel crescente potere delle *information e communications technologies*, nella politica di apertura adottata da un numero sempre crescente di governi e nella dimensione globale assunta dalle multinazionali. La crescita ininterrotta della tecnologia informatica e delle comunicazioni ha facilitato l'integrazione economica abbattendo le barriere tempo-spazio.

⁵ Economie come Egitto, Messico, Polonia, Corea del Sud stanno crescendo ad un ritmo sostenuto. Diversamente dagli anni '90, in cui le economie industrializzate realizzavano la gran parte dell'*output* globale, oggi le economie emergenti rappresentano il 49% del Pil mondiale.

A partire dagli anni '90, le nuove tecnologie e lo sviluppo delle fibre ottiche hanno consentito la dislocazione delle attività aziendali in diverse parti del mondo e l'espansione del commercio internazionale e degli investimenti. Contemporaneamente, la politica seguita da gran parte dei governi mondiali è stata di apertura agli scambi e agli investimenti⁶. Infine, le multinazionali hanno ampliato i loro confini alla ricerca di nuovi mercati di sbocco e di approvvigionamento in cui reperire le risorse migliori⁷.

Le forze che hanno determinato la configurazione di uno scenario multipolare, pur essendo le stesse che hanno guidato la precedente fase di globalizzazione, si presentano più pervasive ed hanno effetti differenti. Nell'era della globalizzazione i paesi sviluppati tendevano ad assumere il ruolo di attori centrali sia da un punto di vista politico che economico, determinando lo sviluppo di un flusso unidirezionale di investimenti verso i paesi in via di sviluppo. Nello scenario multipolare, invece, è possibile identificare una molteplicità di centri di potere e un flusso bidirezionale in cui i paesi emergenti stanno passando da ricettori passivi ad attori determinanti degli investimenti globali.

Fattori di natura macroeconomica (Vasconcellos e Kish, 1996), come la crescita di nuove aree del mondo, fattori microeconomici come il ruolo più attivo di *private equity* e investitori istituzionali e fattori strategici quali la necessità di elevare barriere protettive alle acquisizioni da parte dei concorrenti e di incrementare conoscenze e competenze difficilmente imitabili al fine di conseguire duraturi vantaggi competitivi hanno modificato l'intensità e la direzione delle *cross-border* M&A.

⁶ L'ingresso di alcuni paesi nel WTO, come la Cina nel 2001, il Vietnam e la Russia nel 2007, ha completamente cambiato il successivo corso degli eventi. Consecutivi *round* di liberalizzazione del commercio sono stati promossi dal *World Trade Organization* (WTO) per abbattere barriere tariffarie e non e numerose aree di libero scambio come North American Free Trade Area (NAFTA), nonché aree maggiormente integrate come *European Union* (EU) e *Association of South-East Asian Nations* (ASEAN) hanno rafforzato ulteriormente i loro legami.

⁷ La crescente interdipendenza economica ha modificato il contesto e le regole competitive cui sono soggette le imprese che si manifesta anche in una ricerca globale di talenti. Il concetto di forza lavoro nazionale sta lasciando il posto a risorse qualificate presenti in ogni parte del globo. In particolare Cina e India possiedono forza lavoro qualificata superiore rispetto a Europa, America e Giappone. L'emergere di questa forza lavoro ha portato le multinazionali dei paesi sviluppati ad utilizzare nuove risorse qualificate e a costi minori per incrementare il loro vantaggio competitivo.

I dati relativi agli ultimi anni evidenziano, infatti, che il valore delle *cross-border* M&A è notevolmente cresciuto in tutte le regioni del mondo (Tabella 1.1).

Tabella 1.1. – Valore delle *cross-border* M&A nel 2010 (Mld \$)

<i>Economia Regionale</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>Tasso di crescita (%)</i>
Mondo	249,7	341,4	36,7
Economie sviluppate:	203,5	252,1	23,9
Europa	133,9	125,0	– 6,6
Stati Uniti	40,1	79,6	98,6
Giappone	– 5,8	7,1	
Economie in via di sviluppo	39,1	85,1	117,6
Africa	5,1	7,7	49,3
America Latina e Caraibi	– 4,4	32,0	
Asia e Oceania	38,3	45,3	18,4
Sud-est Europa e CSI	7,1	4,3	– 39,8

Fonte: Wir, 2010.

Inoltre, la direzione dei flussi di capitale è stata caratterizzata da due tendenze prevalenti. Da un lato, le imprese delle economie sviluppate sono state le principali *outward* degli investimenti diretti esteri indirizzati, inizialmente, verso altre economie sviluppate e successivamente verso le economie emergenti⁸. Dall'altro, le imprese delle economie in via di sviluppo sono state esportatrici nette di capitali di portafoglio, acquistando azioni e obbligazioni, alla ricerca di investimenti più redditizi e maggiormente sicuri nei sofisticati mercati delle economie industrializzate.

⁸ Negli anni '80 e '90, la gran parte delle multinazionali investiva nelle economie in via di sviluppo al fine di ottenere l'accesso a dotazioni fattoriali più vantaggiose. Nel 2005, i mercati emergenti hanno attratto circa il 40% del flusso globale di *inflow*. La maggior parte di questi investimenti è stata diretta verso Asia, nuovi paesi entrati a far parte dal 2004 dell'Unione Europea, come Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia, Slovacchia.

Le Tabelle 1.2 e 1.3 evidenziano il ruolo che i paesi in via di sviluppo stanno assumendo nell'ambito dei processi di M&A. Nel 2010, infatti, il numero di *cross-border* M&A con valore superiore ai 3 miliardi di dollari ha visto un elevato coinvolgimento di imprese appartenenti a paesi a rapido sviluppo nelle vesti sia di *bidder* e sia di *target*.

Le principali operazioni di *cross-border* M&A delle imprese appartenenti ai paesi sviluppati sono state indirizzate oltre che verso altri paesi sviluppati anche verso paesi in via di sviluppo (tabella 1.2).

Tabella 1.2. – Acquisizioni di imprese di Paesi Sviluppati (Val > 3 Mld\$)

<i>Paese target sviluppato (PS)</i>	<i>Paese target in via di sviluppo (PVS)</i>
Abbott Laboratories-Solvay Pharmaceuticals	France Telecom SA-Egyptian Co for Mobile Services
Liberty Media Corp-Unity Media GmbH	Group of Investors – Fomento Economico Mexicano SAB de CV-Beer Operations
Nestle SA-Frozen specialties, nec	Telefonica SA-Brasilcel NV
Kraft Foods Inc-Cadbury PLC	Newcrest Mining Ltd-Lihir Gold Ltd
France Telecom SA-TMobile (UK) Ltd	Abbott Laboratories-Piramal Healthcare Ltd-Healthcare Solutions Business
Astellas Pharma Inc-OSI Pharmaceuticals Inc	Group of Investors-EDF Energy PLC-UK Power
Cisco Systems Inc-Tandberg ASA	Distribution Business
Phillips-Van Heusen	
Corp-Tommy Hilfiger Corp	
Merck KGaA-Millipore Corp	
SAP AG-Sybase Inc	
Onex Corp-Tomkins PLC Tomkins PLC	
Valeant Pharm.-Valeant Pharm. International	
CVC Capital Partners Ltd-Abertis Infraestructuras SA	
Interactive Data Corp SPV-Interactive Data Corp	
Royal Dutch Shell PLC-Arrow Energy Ltd	
Apache Corp-BP PLC-Permian Basin Assets	
PPL Corp-E.ON US LLC	
Porsche Automobil	
Holding SE-Porsche Holding GmbH	
Rank Group Ltd-Pactiv Corp	
Group of Investors-HS1 Ltd	
Goldcorp Inc-Andean Resources Ltd	
Brookfield Asset Mgmt Inc-General Growth Properties Inc	

Segue

<i>Paese target sviluppato (PS)</i>	<i>Paese target in via di sviluppo (PVS)</i>
CVC Capital Partners Ltd-Sunrise Communications AG	
Apache Corp-BP PLC-Western Canadian Upstream Gas Assets	
Canada Pension Plan-Intoll Group	
Group of Investors-RBS WorldPay	

Fonte: nostra elaborazione da Wir, 2010.

La Tabella 1.3 evidenzia, inoltre, come i mercati emergenti stanno diventando fonti significative di investimenti *outward*. In particolare, si assiste ad una crescita del flusso Sud-Sud tra economie in via di sviluppo più rapida di quella Nord-Sud tra paesi sviluppati ed in via di sviluppo⁹.

Tabella 1.3. – Acquisizioni di imprese di Paesi in via di Sviluppo (Val > 3 Mld\$)

<i>Paese target sviluppato (PS)</i>	<i>Paese target in via di sviluppo (PVS)</i>
Group of Investors-Springer Science + Business Media	Bharti Airtel Ltd-Zain Africa BV
Deutschland GmbH	Vimpelkom-ZAO Kyivstar GSM
Teva Pharm Inds Ltd-Ratiopharm International GmbH	Group of Investors-Republic of Venezuela-Carabobo Block
GAIG-Denway Motors Ltd	CNOOC-Bridas Corp
Resolution Ltd-AXA SA-Life Assurance Business, UK	Sinopec Group-Repsol YPF Brasil SA
Nippon Telegraph & Telephone – Dimension Data Holdings PLC	

Fonte: Nostra elaborazione da Wir, 2010.

Le economie sviluppate sono mete attrattive per le multinazionali provenienti dai paesi in via di sviluppo sia per l'ampia e sofisticata domanda sia perché garantiscono l'accesso a conoscenze e tecnologie sofisticate,

⁹ Le forze che hanno contribuito ad una configurazione multipolare dell'attuale contesto internazionale hanno portato anche alla nascita di nuovi attori globali provenienti dai paesi emergenti come Cina, Corea, India, Russia, Messico, Malesia.

lavoratori ad alto potenziale e immagini migliori per la realizzazione di prodotti sempre più complessi¹⁰.

1.3.1. Il panorama italiano nel contesto internazionale

I processi di crescita per via esterna hanno cominciato ad aver luogo in Italia in ritardo rispetto al *trend* manifestato in altre economie avanzate. Mentre a livello mondiale il processo di consolidamento e di sviluppo delle sinergie è stato uno dei principali elementi di traino delle M&A, le determinanti delle operazioni poste in essere in Italia, hanno seguito un'evoluzione storica articolata in due grandi periodi.

Il periodo tra il 1988 e il 1998 è stato caratterizzato dalle privatizzazioni e dello sviluppo del *middle market*, mentre il periodo tra il 1999 e il 2010 è stato caratterizzato dall'entrata nell'area Euro, dai processi di globalizzazione economica e dalla crisi economica che si è abbattuta sui mercati internazionali. Mentre il *driver* principale del primo periodo è stata l'opportunità di acquisire imprese pubbliche da parte di privati, il *driver* del secondo periodo è stata la necessità di una crescita dimensionale quale carattere vitale per il successo competitivo delle aziende¹¹.

La tendenza delle operazioni di M&A dell'ultimo decennio ha registrato un *boom* alla fine degli anni '90 seguito da un calo e una progressiva ripresa a partire dal 2004 fino alla crisi del 2009.

L'andamento altalenante delle M&A è stato influenzato sia dalla perdita di competitività del sistema economico italiano dovuta alla riduzione nella produttività per l'innalzamento dei tassi di cambio, al deterioramento del clima di fiducia delle imprese industriali ed alla riduzione delle prospettive di ritorno sugli investimenti, sia dai fenomeni che hanno caratterizzato il contesto internazionale delle M&A.

In particolare, tra il 1998 e il 2004 il mercato delle M&A è stato influenzato da fenomeni globali, da variabili macroeconomiche e da nuovi equilibri geopolitici internazionali, come lo scoppio della bolla della New

¹⁰ Differentemente da molti altri paesi, la Cina ha investito significativamente nei paesi dell'America e del Sud-Africa. D'altra parte, l'Africa, per l'entità delle risorse che dispone, è attualmente il principale *target* degli IDE provenienti sia dalle economie emergenti, sia da quelle sviluppate.

¹¹ KPMG, *20 anni di M&A: Fusioni e Acquisizioni in Italia dal 1988 al 2010*, Egea, Milano, 2011.

Economy, la crisi aperta l'11 settembre 2001 e la crescita economica di nuove aree del mondo.

L'evoluzione delle M&A italiane dal 1998 al 2004

Nel 1998 il valore complessivo delle 648 operazioni di M&A in Italia è stato pari a 65 miliardi di euro per l'influenza determinante delle grandi aggregazioni bancarie di Sanpaolo-IMI, Banca Intesa, Unicredito Italiano e per la numerosità delle offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione. Il *trend* in crescita è stato confermato l'anno successivo, che ha registrato M&A per un valore pari a 135 miliardi di euro, grazie ai processi di privatizzazioni di grandi colossi come Enel, Autostrade, Montepaschi e Acea, ai collocamenti e alle offerte pubbliche di acquisto lanciate sul mercato borsistico.

L'Italia ha rappresentato nel 2000 un'area di rilevante interesse per il mercato delle M&A europeo ed internazionale, capace di attrarre investitori sia industriali che finanziari. Le operazioni del 2000 hanno confermato il *trend* positivo iniziato negli anni precedenti e hanno raggiunto 118 miliardi di euro. Le acquisizioni realizzate nell'anno, pur se dominate dall'operazione Seat-Tin.it, hanno coinvolto, in misura più rilevante rispetto al passato, imprese di piccole e medie dimensioni in fase di riorganizzazione dimensionale e strategica.

Invertendo il precedente *trend* ma in linea con l'andamento internazionale, nel 2001 il mercato delle M&A in Italia ha registrato un ridimensionamento del 22% in termini di numero e del 54% in termini di valore. Nel 2002 si è registrata un'ulteriore contrazione del 25% nel numero delle transazioni (453), e del 20% nel valore (48 miliardi di euro).

Il mercato M&A globale nel 2003 ha influenzato relativamente poco il mercato italiano in cui a fronte di una riduzione dell'8% del numero di operazioni concluse rispetto all'anno precedente, si è rilevato un incremento dal punto di vista del valore delle operazioni che hanno raggiunto circa 96 miliardi di euro contro. Nel 2004, in controtendenza rispetto al mercato internazionale, l'andamento dei processi di M&A in Italia ha registrato una contrazione del 70% (da 96 miliardi di euro a 29 miliardi di euro) in termini di controvalore delle operazioni concluse.

Fonte: KPMG, *Rapporto Mergers & Acquisitions*, diversi anni.

Dal 2005 il mercato italiano, in linea con il *trend* internazionale, ha registrato una significativa crescita, rinvenibile in termini di valore (120 mi-