



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea Specialistica in Economia e Management  
Percorso: Amministrazione, Finanza e Controllo

**MERGERS AND ACQUISITIONS:  
IL CASO FINPROJECT S.p.A**

**MERGERS AND ACQUISITIONS:  
THE FINPROJECT S.p.A. CASE**

Relatore:  
Chiar.mo Marco Cucculelli

Tesi di Laurea di:  
Valerio Olivieri

Anno Accademico 2022 – 2023



# INDICE

## MERGERS AND ACQUISITIONS: IL CASO FINPROJECT S.p.A

	<i>Pag.</i>
<b>Introduzione</b>	5
 <i>PARTE PRIMA: M&amp;A NELLA TEORIA MANAGERIALE</i>	
 <b><u>CAPITOLO 1: MERGERS AND ACQUISITIONS: DEFINIZIONE E PRINCIPALI TEORIE</u></b>	
1.1 – COSA SI INTENDE PER M&A	8
1.2 – SINERGIE	9
1.3 – DIVERSIFICAZIONE	12
1.4 – RIALLINEAMENTO STRATEGICO	13
1.5 – THE WINNER’S CURSE	14
1.6 – IL Q-RATIO E L’ACQUISTO DI ASSET SOTTOVALUTATI	15
1.7 – CONFLITTI DI AGENZIA	16
1.8 – CONSIDERAZIONI FISCALI	17
1.9 – MARKET POWER	22
1.10 – MANAGERIALISMO	23

## **CAPITOLO 2: THE M&A PROCESS**

2.1 – MISSIONE, STRATEGIA E TATTICA	24
2.2 – LE FASI DEL PROCESSO DI ACQUISIZIONE	25
2.2.1 – Il Business Plan	26
2.2.2 – Il Piano di Acquisizione	36
2.2.3 – Il processo di Ricerca e Screening	39
2.2.4 – Primo Contatto	41
2.2.5 – La Negoziazione	43
2.2.6 – Sviluppo del Piano di Integrazione	50
2.2.7 – Closing	52
2.2.8 – Implementare l’Integrazione post closing	55
2.2.9 – Valutazioni post closing	58

## **CAPITOLO 3: IL RUOLO DEL MANAGEMENT**

3.1 – COSTRUIRE LA NUOVA AZIENDA A PARTIRE DAL VERTICE	61
3.2 - COMUNICARE LA STORIA AZIENDALE	64
3.3 - SVILUPPARE UNA NUOVA CULTURA DELLA PERFORMANCE: IL CONTRATTO DI PERFORMANCE	66
3.4 – TUTELARE GLI STAKEHOLDER ESTERNI	69
3.5 - PROMUOVERE L’APPRENDIMENTO IN CORSO DI INTEGRAZIONE	71

*PARTE SECONDA: FINPROJECT S.p.A. E L’ACQUISIZIONE DA PARTE DI  
VERSALIS (ENI)*

## **CAPITOLO 4: FINPROJECT S.p.A. E L'ACQUISIZIONE DA PARTE DI ENI**

4.1 – FINPROJECT: CENNI STORICI	75
4.2 - FINPROJECT NEL PRESENTE	76
4.3 – FINPROJECT E SOSTENIBILITÀ	81
4.4 – VERSALIS S.P.A. (ENI)	84
4.5 - FINPROJECT ED IL “MATRIMONIO” CON ENI	86
4.6 – I VANTAGGI PER FINPROJECT	90
<b>CONCLUSIONI</b>	<b>93</b>
<b>Bibliografia</b>	<b>95</b>
<b>Sitografia</b>	<b>96</b>



# Introduzione

Nel corso del presente elaborato verranno analizzate le operazioni di mergers and acquisitions (m&a), partendo da una disamina e sistematizzazione organica della review della letteratura accademica sulle operazioni di M&A negli ultimi anni.

Il lavoro sarà suddiviso in due parti, una prima parte teorica ed un caso operativo.

Nello specifico, la prima parte sarà suddivisa in tre capitoli, di seguito è illustrato il focus per ciascun capitolo:

- (i) le motivazioni che spingono le imprese ad effettuare operazioni di M&A. Nel corso del primo capitolo saranno, quindi, affrontate le tematiche principali e le teorie che spiegano il perché le aziende ricorrono ad operazioni di acquisizione e fusione, fornendo anche una visione critica a riguardo;
- (ii) il processo di M&A e le varie fasi che ne conseguono;
- (iii) il ruolo ricoperto dagli organi direzionali.

Verranno richiamati concetti di teoria manageriale e saranno riportate testimonianze di manager esperti in materia di fusioni ed acquisizioni aziendali, al fine di dare un valore aggiunto agli argomenti trattati.

Nella seconda parte del presente contributo, verrà presentato un caso operativo recente, che ha visto coinvolgere il Gruppo Industriale marchigiano Finproject, leader nella produzione di compound reticolabili e termoplastici e nello stampaggio di prodotti per il settore calzaturiero e manufatti in materiali ultraleggeri, ed il Gruppo Eni, il quale aveva già acquisito il 40% del capitale sociale del gruppo marchigiano nel 2020.

Verranno forniti cenni storici sull'origine del gruppo Finproject e su come esso si sia evoluto fino ad oggi. Successivamente, verrà trattato il tema dell'acquisizione da parte di Versalis (Eni) attingendo informazioni da documenti ufficiali e comunicati stampa, nonché da indagini condotte

all'interno dell'industria marchigiana, che ha visto coinvolti diversi responsabili e operatori ai vari livelli.

Il lavoro si conclude con un'analisi dei diversi vantaggi per l'azienda marchigiana derivanti dal passaggio di proprietà.

Tuttavia, i reali effetti prodotti dall'acquisizione di Finproject, da parte del gruppo Eni, saranno osservabili più dettagliatamente nel medio periodo. In questo elaborato ci si sofferma principalmente sulle cause che hanno scaturito l'accordo e sulle opportunità che emergono per entrambe le aziende.

*PARTE PRIMA: M&A NELLA TEORIA  
MANAGERIALE*

# CAPITOLO 1 – MERGERS AND ACQUISITIONS: DEFINIZIONE E PRINCIPALI TEORIE

## 1.1 – COSA SI INTENDE PER M&A

Per comprendere in cosa consista un processo di M&A, va sottolineato anzitutto che le operazioni di fusione e acquisizione comportano la modifica dell'assetto proprietario e/o direzionale di due o più aziende. In sostanza, la prima genera l'unificazione di più aziende in una sola con l'obiettivo di aumentare la competitività sul mercato, diversificare il business o procedere a una riorganizzazione interna anche tramite i benefici fiscali che derivano dai meccanismi di compensazione degli utili di una con le perdite dell'altra. Per quanto riguarda l'acquisizione, quest'ultima è frutto dell'operazione di acquisto di una società da parte di un'altra con l'intento primario di creare valore.

Anche se in letteratura si antepone la parola "fusione" al termine "acquisizione", nella realtà è sempre l'acquisizione che precede la fusione.

Le acquisizioni aziendali sono state spesso demonizzate da Hollywood come conseguenza di avidità eccessiva, vituperate dalla stampa come una distruzione di posti di lavoro e di comunità locali, santificate a Wall Street come mezzo per allontanare un management non all'altezza ed anche sbandierate dagli azionisti come fonte di guadagni straordinari. La verità è che le acquisizioni aziendali possono essere un po' tutte queste cose.

Esistono numerose teorie sul perché fusioni e acquisizioni aziendali abbiano luogo. La società multinazionale di consulenza direzionale "Arthur D. Little",

in un report del 1978, ha identificato 21 motivi, due anni dopo la U.S. Federal Trade Commission ne ha contati addirittura 31.

Il presente capitolo ha l'obiettivo di fornire una disamina approfondita riguardo alle principali teorie che possono indurre due imprese a fondersi o l'una ad acquisire l'altra.

Prima di procedere con le diverse teorie, è doveroso precisare che i processi di M&A non sono da considerarsi come a sé stanti, ma tali operazioni vanno contestualizzate in un quadro più ampio della strategia aziendale. Il fine ultimo di un'acquisizione, infatti, non è mai l'acquisizione in sé, ma risiede negli obiettivi da realizzare mediante tale strumento.

## **1.2 – SINERGIE**

Una delle ragioni più note, se non la più nota in assoluto, di un processo di M&A riguarda la possibilità di sfruttamento delle sinergie. Le sinergie sono una giustificazione ampiamente usata, spesso abusata, per effettuare acquisizioni. Sinergia è la nozione piuttosto semplicistica secondo cui la combinazione di due business possono creare un valore maggiore rispetto al caso in cui fossero gestite separatamente. Questo concetto viene spesso provocatoriamente rappresentato dall'espressione "1+1=3".

Esistono due tipi fondamentali di sinergie: sinergie operative e sinergie finanziarie.

### **SINERGIE OPERATIVE**

Le sinergie operative consistono nelle economie di scala e nelle economie di scopo, le quali, possono entrambe generare dei guadagni in termini di efficienza se supportate da un management in grado di realizzarne i vantaggi.

Le economie di scala si riferiscono alla ripartizione dei costi fissi su livelli di produzione crescenti, tali costi sono fissi per definizione in quanto non possono essere tagliati o ridimensionati nel breve periodo (ad esempio: canoni di locazione, ammortamenti per beni capitalizzati, spese di manutenzione ordinaria, interessi passivi, tasse...). Ne deriva che, all'aumentare della produzione, tali costi fissi incidano in maniera inversamente proporzionale sull'output finale, in quanto l'azienda è in grado di "spalmare" tali costi su una maggiore quantità di prodotti/servizi.

Sebbene le economie di scala siano fortemente utilizzate dalle imprese industriali, esse possono giocare un ruolo importante per tutte le imprese il cui business sia caratterizzato da spese fisse ingenti. Il ricorso alle acquisizioni per ottenere delle economie di scala trova un supporto empirico soltanto marginale, poiché se è vero che alcune ricerche hanno trovato una correlazione tra cambio di proprietà e miglioramento dell'efficienza, tale semplice correlazione non spiega il nesso causale in grado di apportare il suddetto beneficio. Dalla combinazione di business appartenenti a diversi stadi di produzione, migliore comunicazione e coordinamento, nonché minori tempi di contrattazione cliente-fornitore, possono derivare vantaggi in termini di pianificazione ed implementazione delle strategie di prodotto.

Le economie di scopo si riferiscono all'utilizzo di un insieme di competenze o attività attualmente impiegate nella produzione di un prodotto/servizio specifico per produrre altri prodotti/servizi correlati.

## SINERGIE FINANZIARIE

La sinergia finanziaria si riferisce all'impatto di una fusione/acquisizione sul costo del capitale dell'impresa acquirente o della nuova impresa risultante dalla fusione o acquisizione. In linea teorica, il costo del capitale potrebbe essere ridotto se le imprese unite avessero dei flussi di cassa non correlati, realizzando delle economie di scala finanziarie, il che si traduce in una migliore corrispondenza delle opportunità di investimento con i fondi generati internamente.

Le economie di scala finanziarie fanno riferimento ad una riduzione del costo del capitale derivante da una riduzione dei costi di titoli e transazioni: le aziende di grandi dimensioni dovrebbero essere in grado di emettere debito ad un tasso di interesse medio minore e anche ad un costo inferiore in quanto le spese di registrazione SEC/CONSOB, le spese legali ed i costi di stampa sono ripartiti su una base maggiore di titoli obbligazionari dell'azienda.

Per quanto concerne la migliore corrispondenza delle opportunità di investimento si fa riferimento al caso in cui un'azienda con flussi di cassa in eccesso si combini con un'altra azienda, i quali flussi di cassa sono insufficienti a finanziare le proprie opportunità di investimento, generando un costo del debito inferiore.

Un'impresa che si trova in un settore maturo, con un tasso di crescita lento o addirittura decrescente potrebbe generare dei flussi di cassa ben superiori alle opportunità d'investimento effettivamente disponibili (Cash Cow). Un'altra azienda, in un settore caratterizzato da un tasso di crescita elevato potrebbe trovarsi nella situazione opposta, cioè avere molte più opportunità di investimento che risorse per finanziarle (Children/Question Marks).

Riflettendo i loro diversi tassi di crescita e livelli di rischio, l'impresa nel settore maturo può avere un costo del capitale inferiore rispetto a quello nel settore ad alta crescita. La combinazione delle due imprese potrebbe comportare un minor costo del capitale per entrambe, a causa di un minor rischio percepito dagli investitori e di un'allocazione più efficiente del capitale in quanto le maggiori opportunità di crescita sono finanziate dalla liquidità generata dal business più maturo.

Seppure lo sfruttamento delle sinergie sia la motivazione più interessante quando si parla di M&A, esse costituiscono un'arma a doppio taglio, non tanto perché siano portatrici di rischi intrinseci, quanto più perché, come dimostrato in larga parte da numerosi studi, la principale causa di fusioni/acquisizioni fallimentari è dovuta ad un eccessivo ottimismo nella valutazione delle sinergie, a cui seguono un processo di integrazione eccessivamente lento e una strategia scadente o non adatta.

## 1.3 – DIVERSIFICAZIONE

La diversificazione nell'M&A si riferisce ad una strategia di acquisizione di aziende "lontane" dalle attuali linee di business primarie dell'impresa acquirente. Esistono due giustificazioni comunemente usate per la diversificazione: la riduzione del rischio e la possibilità di penetrazione in settori più attrattivi.

Le imprese spesso giustificano la diversificazione sulla base della riduzione del rischio per gli azionisti stabilizzando i ricavi complessivi, ossia spostando una parte delle attività dell'impresa di un settore ciclico a quello che viene percepito come un settore più stabile.

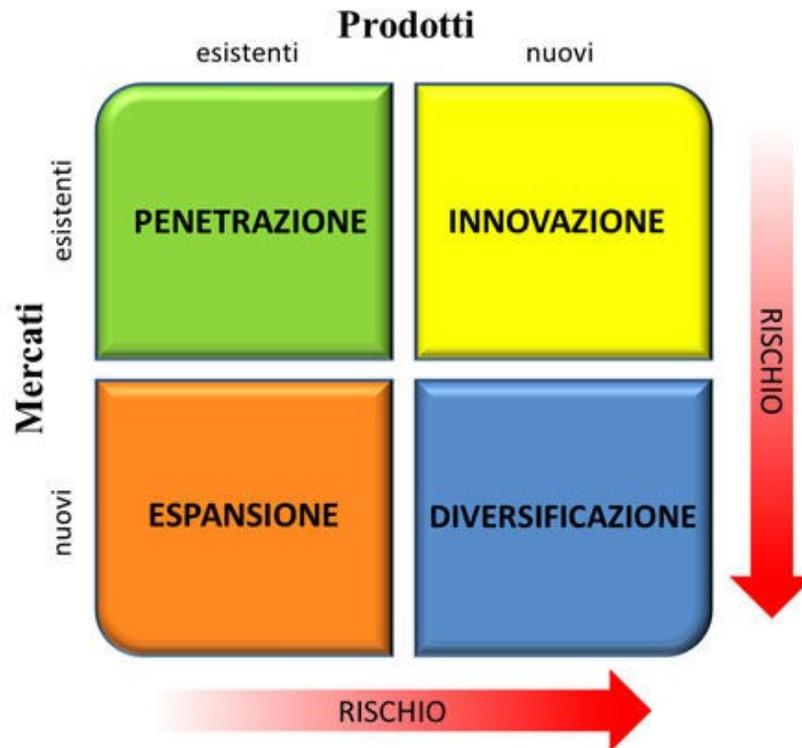
Avendo due flussi di cassa non correlati, il cash flow combinato delle due società sarà meno volatile dei loro flussi considerati separatamente. Di conseguenza, gli investitori possono ritenere che le due imprese combinate abbiano meno probabilità di risultare inadempienti ai propri obblighi rispetto al caso in cui fossero considerate singolarmente e, in ragione di ciò, possono richiedere un tasso di rendimento inferiore per investirvi <sup>1</sup>.

Tuttavia, questa motivazione non è scevra da scetticismi, c'è chi ritiene infatti che tale giustificazione sia fondata su basi teoriche instabili, argomentando che gli azionisti, in realtà, possono distribuire in modo efficiente i loro investimenti per ogni diverso livello di rischio, ovviando così alla necessità per le aziende di diversificare per conto dei propri shareholders, il che comporterebbe, inoltre, maggiori difficoltà per il management nella gestione di tali realtà complesse.

Il secondo argomento comune a favore della diversificazione è che le aziende si spostino dalle loro linee di prodotti o mercati principali a linee di prodotti o mercati che abbiano prospettive di crescita più elevate. La matrice prodotto/mercato (o matrice di Ansoff) illustra queste strategie.

---

<sup>1</sup> Markowitz parlava a riguardo di "premio per il rischio", che è dato dalla differenza tra  $r_m$ , ossia il tasso di rendimento medio di un benchmark di riferimento ed un risk-free rate ossia il rendimento di un titolo privo di rischio.  $R_m - R_f =$  premio per il rischio.



Fonte: <https://geo.consulting/morsi-di-marketing/strumenti-di-lavoro/matrice-di-ansoff/>

Se le vendite dei prodotti attuali di un'azienda vengono ostacolate, ad esempio, da un aumento della concorrenza, o se il tasso di crescita complessivo dei suoi mercati attuali sta rallentando, l'azienda può accelerare la crescita assumendosi qualche rischio, spostando quindi i prodotti attuali, che godono di un know-how produttivo già sviluppato, in nuovi mercati meno conosciuti e dunque più rischiosi. Allo stesso modo, l'azienda può tentare di raggiungere tassi di crescita più elevati sviluppando nuovi prodotti, non testati sul mercato, e vendendoli in mercati familiari e quindi meno rischiosi.

## 1.4 - RIALLINEAMENTO STRATEGICO

Un'ulteriore ragione che ha spinto negli anni '90 numerose imprese a fare ricorso a fusioni ed acquisizioni fa riferimento a quello che viene definito "riallineamento strategico".

Questa teoria suggerisce che tali imprese abbiano perseguito scelte di M&A per adattarsi rapidamente ai cambiamenti nei loro ambienti esterni, soprattutto per quanto concerne cambiamenti normativi ed innovazione tecnologica.

Negli ultimi decenni, infatti, molti processi di M&A si sono concentrati in settori che sono stati soggetti a significative deregolamentazioni, i quali includono i servizi finanziari, assistenza sanitaria, servizi pubblici, media, telecomunicazioni e difesa<sup>2</sup>. L'avvento della deregolamentazione ha abbattuto le barriere artificiali di queste "industrie" stimolandone la concorrenza.

Quanto alla tecnologia, si può dire che essa ha sconvolto lo status quo nel corso della storia. Alcuni progressi tecnologici hanno generato nuovi prodotti, nuovi mercati e nuovi concorrenti. Sebbene in passato il ritmo dello sviluppo tecnologico sia stato rapido, vi sono prove che acceleri in futuro.

Le grandi aziende più burocratizzate, spesso, non sono in grado di esibire la creatività e la velocità che mostrano alcuni player più piccoli, più agili e di nicchia, di conseguenza, i big player guardano alle acquisizioni come un modo veloce e, talvolta, meno costoso per acquisire nuove tecnologie e know-how al fine di colmare le lacune della loro offerta attuale o per entrare in attività completamente nuove.

L'acquisizione di tecnologie può, inoltre essere usata come "arma difensiva", al fine di tenere importanti tecnologie fuori dalla portata di concorrenti attuali o potenziali.

## 1.5 - THE WINNER'S CURSE

---

<sup>2</sup> *Mergers and Acquisitions and other restructuring activities*, pp.22 – D. De Pamphilis

Talvolta i motivi di un'acquisizione sono riconducibili a quella che viene definita "Winner's Curse" o "maledizione del vincitore".

Può accadere che alcuni manager, in sede di fusione/acquisizione, stimino che il valore economico dell'azienda target sia superiore all'attuale valore di mercato, ossia che essa sia sottovalutata, andando così a pagare un prezzo superiore come effetto di un eccessivo ottimismo nella valutazione delle sinergie. L'acquirente in questo caso è "maledetto" nel senso che, pur avendo ottenuto quanto pianificato, ha sostenuto un costo maggiore del dovuto.

Questo fenomeno è tanto più accentuato quanto maggiore è il numero degli offerenti ad un'asta di acquisizione, il che potrebbe indurre ciascuna impresa a voler prevalere sull'altra. Inoltre, l'arroganza ed i processi decisionali guidati dall'ego da parte del top management possono esacerbare tale "maledizione".

Un'ulteriore causa scatenante di tale fenomeno è ravvisabile in bolle di mercato o periodi particolarmente (e, talvolta, in maniera ingiustificata) fiorenti per il mercato azionario, il quale spinge i rapporti P/E a livelli privi di senso. Poiché il prezzo di acquisto di un'azienda è basato, almeno in parte, sul prezzo prevalente dell'impresa target, acquistando al culmine di un mercato rialzista, l'impresa acquirente pagherà necessariamente un premio elevato. Un esempio recente di questo fenomeno potrebbe essere fornito dall'acquisizione di Twitter (NYSE: TWTR) da parte di Elon Musk, la quale è avvenuta in un periodo di inflazione galoppante che avrebbe inevitabilmente portato ad un consistente rialzo dei tassi d'interesse. Nei cinque mesi successivi al passaggio di proprietà, infatti, il valore di Twitter si è dimezzato.

## **1.6 - IL Q-RATIO E L'ACQUISTO DI ASSET SOTTOVALUTATI**

Il Q-ratio è definito come il rapporto tra il valore di mercato delle azioni dell'impresa acquirente e il costo di sostituzione delle sue attività.

Per comprendere meglio questo concetto basti pensare ad un'impresa interessata ad espandersi: essa potrà scegliere di investire in nuovi impianti ed attrezzature oppure ottenere tali beni acquisendo una società il cui valore di mercato sia inferiore al costo di sostituzione dei suoi beni (cioè Q-ratio < 1).

Questa teoria è stata molto utile per spiegare le ondate di fusioni e acquisizioni avvenute durante gli anni '70, anni caratterizzati da una forte inflazione a cui ha seguito un violento rialzo dei tassi d'interesse, che portò ad una depressione dei prezzi delle azioni al di sotto del valore contabile di molte aziende.

L'elevata inflazione ha anche fatto sì che il costo di sostituzione delle attività fosse molto superiore al valore contabile delle stesse.

## 1.7 - CONFLITTI DI AGENZIA

Una relazione di agenzia è definita come un contratto in base al quale un soggetto, detto principale, delega un altro soggetto, detto agente, allo svolgimento di una determinata attività per suo conto. Tra il principale e l'agente sorge un conflitto di agenzia quando gli interessi delle due parti sono contrastanti e non è irrealistico affermare che, almeno in una certa misura, essi lo siano sempre. Nello specifico, Jensen e Meckling (1976) analizzano due configurazioni di conflitti di agenzia: conflitti di agenzia del capitale proprio e conflitti di agenzia del capitale di debito<sup>3</sup>.

Nel caso di conflitti del capitale proprio, si fa riferimento ai conflitti che coinvolgono managers ed azionisti. I manager potrebbero essere inclini a concentrarsi su obiettivi di breve termine che possano migliorare il reddito contabile e quindi la retribuzione degli stessi, ma che pregiudichino la futura

---

<sup>3</sup> "Le determinanti della struttura finanziaria", O. Domenichelli, cap. 2.5.2.

generazione di valore azionario. Occorre inoltre menzionare la questione del rischio d'impiego non diversificabile che grava sui managers, il quale è composto dal rischio di perdere il lavoro, la reputazione professionale e la ricchezza investita nell'impresa per cui lavorano.

Nel caso di conflitti di agenzia del capitale di debito invece, ad essere coinvolti sono creditori (obbligazionisti) ed azionisti. Il conflitto in esame nasce da un presupposto molto semplice: se l'impresa fallisce saranno remunerati prima tutti i creditori e solo successivamente gli azionisti. A seconda della convenienza per la base proprietaria (azionisti), il conflitto si manifesta principalmente attraverso scelte di sovra-investimento o sotto-investimento da parte dei managers, oltre che a scelte che possano sottrarre liquidità destinata ai creditori come, ad esempio, distribuzioni di dividendi particolarmente generosi.

Quando le azioni di una società sono detenute da un gran numero di soggetti, il costo della cattiva gestione è distribuito su una vasta platea di investitori, ciascuno dei quali sostiene solo una piccola porzione dei costi. Ciò consente di tollerare tale mismanagement (cattiva gestione) per periodi di tempo anche molto lunghi. Secondo questa teoria, sebbene esistano delle misure "deterrenti" per tali conflitti, le fusioni possono correggere situazioni in cui vi è una separazione tra gli interessi del management e quelli dei proprietari. I bassi prezzi delle azioni esercitano pressioni sui manager affinché intraprendano azioni per aumentarne il prezzo o diventare l'obiettivo di acquirenti che percepiscano il titolo come sottovalutato (Fama e Jensen, 1983).

## **1.8 - CONSIDERAZIONI FISCALI**

Esistono almeno due questioni importanti nel considerare il ruolo della tassazione nell'ambito di M&A. La prima riguarda i benefici fiscali connessi alle perdite operative nette non utilizzate ed ai crediti d'imposta dell'azienda target, la seconda riguarda l'esenzione fiscale dell'affare.

Per quanto riguarda il beneficio fiscale connesso alle perdite operative, si può dire che la base imponibile generata dall'utile conseguito da una determinata impresa può essere ridotta attraverso la compensazione con la perdita dell'impresa acquisita, o viceversa.

Ad esempio, se avessimo una base imponibile di 1.000 sulla quale pagheremmo un'IRES del 27%, si avrebbe un utile al netto delle imposte di 730 a fronte di imposte pagate per 270. Tuttavia, se alla base imponibile di 1000 si portasse in detrazione una somma pari a 300, derivante da perdite operative di una società controllata, si pagherebbero imposte non più su 1000, bensì su 700, per un valore che sarà pari a 189.

Il risparmio fiscale derivante dalla compensazione degli utili con le perdite operative, in questo caso, è pari a 81, quale differenza tra le imposte che si sarebbero pagate in assenza di perdite e quelle pagate tenendo conto della riduzione della base imponibile (270 – 189).

Per quanto riguarda l'esenzione fiscale dell'affare, ai sensi dell'art. 2 comma 3 lett.b) DPR 633/72, le cessioni d'azienda sono operazioni escluse da IVA, ma soggette a imposta di registro del 3%.

In Italia, le acquisizioni aziendali vengono realizzate attraverso l'acquisto di partecipazioni (share deal) o di azienda/ramo d'azienda (asset deal). La maggior parte delle acquisizioni in Italia avviene attraverso acquisto di partecipazioni. Nel 2018, infatti, gli acquisti di partecipazioni sono stati 78.400, mentre le cessioni di azienda sono state 35.900.

In genere, un'acquisizione aziendale determina in capo al cedente il conseguimento di un provento straordinario qualificato come plusvalenza, ex art. 86 DPR 917/86 (TUIR). Il valore della plusvalenza è dato dalla differenza tra il prezzo di cessione stabilito e il valore contabile dei beni ceduti; se il costo di acquisizione è superiore al valore dei beni, la differenza deve essere iscritta dall'acquirente nell'avviamento<sup>4</sup>. Per quanto concerne la tassazione dell'eventuale plusvalenza emergente occorre distinguere diversi regimi di tassazione (differito o ordinario)

---

<sup>4</sup> La plusvalenza concorre alla formazione del reddito imponibile ma non è imponibile ai fini IRAP.

Il regime differito è applicabile se l'azienda o il ramo ceduto sono stati detenuti per almeno tre anni prima della cessione, questo regime permette al cedente di frazionare la plusvalenza in quote costanti nell'esercizio in cui è realizzata e al massimo nei quattro successivi. Vi sono due ulteriori condizioni ai fini dell'applicazione del regime differito: continuare la stessa attività dell'azienda acquistata mantenendo gli assetti occupazionali e non cessare l'attività ovvero non trasferire, a qualsiasi titolo, gli immobili strumentali che hanno goduto dell'agevolazione per almeno cinque anni dall'acquisto. Qualora queste due condizioni venissero a mancare entro cinque anni dal trasferimento, scatterà automaticamente il regime ordinario.

Condizione imprescindibile per la realizzazione di un'operazione di M&A è rappresentata dal reperimento da parte della società acquirente delle risorse necessarie a soddisfarne il fabbisogno finanziario.<sup>5</sup>

Il finanziamento di tali operazioni non può considerarsi una fattispecie standardizzata. Una società, nel valutare la struttura finanziaria ottimale, si troverà innanzitutto di fronte a un primo grande bivio: pagare in carta o in denaro.

Nelle operazioni per carta, il venditore riceve titoli emessi dalla società acquirente, a fronte dei quali cederà a quest'ultima la titolarità delle azioni della società target. Il pagamento di un'acquisizione in azioni presuppone quindi che le azioni dell'offerente siano quotate su un mercato regolamentato.

La quotazione consente, dunque, all'azionista di aver un ulteriore mezzo di pagamento oltre al denaro. Tuttavia, la maggior parte degli studi teorici suggeriscono che il valore delle imprese che si fondono sia correlato all'uso di cash o stock.

Myers e Majluf (1984) mostrano che in presenza di asimmetria informativa tra manager e azionisti, i manager hanno l'incentivo a emettere azioni quando le percepiscono come sopravvalutate, andando così a generare un

---

<sup>5</sup> Le fonti di finanziamento a cui un'impresa può attingere si possono suddividere essenzialmente in due macrocategorie: capitale proprio (liquidità aziendale, autofinanziamento, aumento di capitale) e capitale di debito (finanziamenti bancari, emissione di obbligazioni). Esistono inoltre degli strumenti a metà tra debito ed equity come il debito subordinato, le obbligazioni convertibili e le obbligazioni ibride.

trasferimento di ricchezza dai nuovi azionisti ai vecchi. Questa teoria implica che le imprese acquirenti preferiscono pagare le loro acquisizioni con azioni quando sono sopravvalutate e in contanti quando le azioni sono sottovalutate. Infatti, coerentemente con questa tesi, numerosi studi empirici documentano che la reazione media del mercato all'annuncio di offerte di azioni è significativamente negativa.

Le operazioni in contanti, invece, prevedono il regolamento del prezzo dell'operazione attraverso un pagamento in contanti da parte del compratore a favore del venditore. Tali operazioni sono di norma preferibili per il venditore in quanto permettono un completo disinvestimento e l'incasso di un ammontare certo. Optare per un pagamento in denaro piuttosto che attraverso il trasferimento di titoli ha delle implicazioni fiscali, in particolare le operazioni in sede di M&A possono essere distinte in: non imponibili, imponibili e parzialmente imponibili.

Una transazione sarà generalmente considerata imponibile se comporta l'acquisto di azioni o asset in cambio di denaro o altri corrispettivi diversi dal capitale (capitale inteso come equity).

Se la transazione comporta l'acquisto di asset, la base imponibile della società target nei titoli acquisiti viene incrementato al Fair Market Value<sup>6</sup> che equivale al prezzo di acquisto pagato dall'acquirente.

Gli ulteriori ammortamenti e deprezzamenti che ne derivano riducono l'onere fiscale delle società combinate. Per risarcire gli azionisti della società target da eventuali costi fiscali in cui potrebbero incorrere, l'acquirente dovrà solitamente pagare un prezzo d'acquisto più elevato. Gli acquirenti saranno, logicamente, disposti ad aumentare il prezzo d'acquisto solo se il valore attuale del risparmio fiscale sarà effettivamente superiore rispetto all'aumento del prezzo.

Auerbach e Reishus, durante uno studio condotto su un campione di 318 fusioni ed acquisizioni, hanno rilevato che il guadagno derivante dai benefici fiscali si aggirava in media sul 10,5% del FMV dell'impresa acquirente.

---

<sup>6</sup> Secondo l'International Financial Reporting Standard, l'ente che definisce i principi contabili, "il Fair Market Value è il prezzo che si riceverebbe per vendere un'attività, o che si pagherebbe per trasferire una passività, in una transazione ordinata tra operatori di mercato al momento della misurazione".

La regola generale afferma che una transazione è tassabile se gli azionisti della società target ricevono somme di denaro come contropartita per la vendita, mentre sarà non tassabile se essi riceveranno azioni come corrispettivo. Tuttavia, tali titoli andranno a concorrere la base imponibile nel momento in cui, i soggetti che li hanno ricevuti come corrispettivo per la cessione della proprietà aziendale, decideranno di liquidarli.

Inoltre, esistono delle operazioni parzialmente imponibili. Esse hanno luogo quando gli azionisti della società target ricevono un corrispettivo non azionario, come denaro o debito, oltre alle azioni della società acquirente.

Affinché una transazione sia esentasse, è necessaria la presenza di quello che viene definito “requisito di continuità degli interessi”. Secondo la normativa italiana, le transazioni esentasse prevedono un sostanziale coinvolgimento continuo degli azionisti della società acquisita. Questo coinvolgimento ha lo scopo di dimostrare un impegno a lungo termine da parte della società acquirente.

L’art. 172 del TUIR delinea una disciplina di sostanziale “neutralità” fiscale delle fusioni. Trattasi, infatti, di operazioni: che attengono alla ristrutturazione dell’assetto organizzativo e, dunque, inidonee a generare reddito; che non implicano né cessione a titolo oneroso, né destinazione a finalità estranee all’esercizio dell’impresa dei beni della società incorporata, con la conseguenza che da essa non possono emergere né utili tassabili né perdite deducibili. Queste tipologie di transazioni sono anche chiamate “Tax-Free Reorganization” (riorganizzazioni esentasse)<sup>7</sup>.

Va inoltre menzionato il sistema di tassazione della “participation exemption”, il quale, incentiva la creazione in Italia di holding societarie che possano usufruire, in occasione della cessione di partecipazioni con determinate caratteristiche, di una disciplina fiscale agevolata, che mira a rendere omogeneo il nostro sistema fiscale rispetto a quelli più “efficienti” di altri Paesi dell’Unione Europea.

---

<sup>7</sup> Le riorganizzazioni esentasse richiedono l’acquisizione di tutti i beni della società target. La cessione di una parte significativa della società acquisita subito dopo la chiusura dell’accordo potrebbe compromettere l’esenzione fiscale, in quanto un simile atto risulterebbe contrario al requisito di continuità degli interessi.

La participation exemption (PEX) è un regime fiscale applicabile alle società di capitali, alle società di persone ed agli imprenditori individuali definito dall'art. 87, 58 e 63 del TUIR secondo il quale, al verificarsi di alcuni requisiti, è possibile detassare il 95% della plusvalenza derivante dalla cessione di partecipazioni societarie. Attraverso questo regime fiscale le plusvalenze realizzate e relative ad azioni o quote di partecipazioni in società od enti, in presenza di determinati requisiti, possono essere esentate da tassazione (al 95%).

Sebbene la tassazione e gli eventuali benefici fiscali siano considerazioni importanti in quasi tutte le transazioni, tali ragioni sono raramente la motivazione principale di un'acquisizione. Le ragioni economico-strategiche fondamentali della transazione dovrebbero essere sempre il fattore decisivo. I vantaggi fiscali spettanti all'acquirente dovrebbero, pertanto, corroborare la decisione di acquisto ma non determinarla.

## **1.9 - MARKET POWER**

Questa teoria suggerisce che le imprese si fondono principalmente per accrescere il loro potere di mercato (alcuni accademici parlano, a riguardo, di "potere di monopolio"), al fine di fissare i prezzi a dei livelli non sostenibili in un mercato più competitivo.

I primi studi empirici a riguardo mostrarono scarso supporto a tale teoria, in particolare, in uno studio condotto su un campione di fusioni contestate dalle autorità antitrust, solo il 18% delle imprese in esame hanno mostrato risultati positivi anomali in grado di corroborare tale assunto.

Studi più recenti mostrano che il potere di mercato può costituire un movente ad attività di M&A ma solo in alcuni settori. In particolare, uno studio sulle fusioni nel settore della mobilità aerea alla fine degli anni '80, ha evidenziato un effettivo aumento dei prezzi dei biglietti.

In molti casi si parla, infatti, di “pricing power”. Il potere di prezzo, solitamente, si realizza nel caso della combinazione di imprese dello stesso settore e i benefici in termini di reddito operativo che ne derivano sono conseguenza di una ridotta competizione e di una maggiore quota di mercato. Dunque, l’efficacia aumenta in settori ad elevato grado di concentrazione

Un’ulteriore spiegazione di tale teoria riguarda una maggiore crescita in nuovi mercati, o in quelli in essere: questo può essere il caso di un’impresa che produce beni di consumo, che ne acquisisce una con un’affermata rete distributiva in un mercato emergente e con un marchio altamente riconoscibile, e utilizzi questi punti di forza per incrementare le vendite dei prodotti di entrambe le imprese.

## 1.10 - MANAGERIALISMO

Un’ulteriore teoria che spiega, o meglio, tenta di spiegare il perché le aziende effettuino fusioni ed acquisizioni fa riferimento al cosiddetto “managerialismo”. Come si intuisce dal nome, le motivazioni in questo caso non hanno a che fare con ragioni “tecniche” riguardanti possibili benefici per l’azienda in questione, bensì dipendono per lo più da scelte arbitrarie da parte del top management.

Le origini di questa teoria si fondano sul presupposto che il compenso dei senior manager si basi sulle dimensioni dell’organizzazione, per cui essi abbiano tutto l’interesse ad effettuare acquisizioni, talvolta anche mal pianificate, al mero fine di ottenere riconoscimenti personali maggiori.

Tuttavia, anche questa teoria sembra avere delle fondamenta vacillanti, in quanto l’evidenza empirica denota che la remunerazione dei manager è molto spesso determinata più dalla redditività ottenuta che dalle dimensioni dell’azienda in sé.

## **CAPITOLO 2: THE MERGERS AND ACQUISITIONS PROCESS**

Come precedentemente accennato, una strategia aziendale mal progettata o inappropriata è tra le ragioni più frequentemente menzionate riguardo al fallimento di fusioni ed acquisizioni, e quindi nel soddisfare le aspettative.

Sorprendentemente, molti libri di testo in materia di M&A non affrontano adeguatamente il ruolo generale che la pianificazione dovrebbe assumere nella concettualizzazione ed implementazione di aggregazioni aziendali.

Lo scopo di questo capitolo è, pertanto, quello di introdurre un approccio alle fusioni di tipo *planning-based*, che discute l'attività di M&A nel contesto di un processo integrato costituito da diverse fasi interconnesse.

Il presente capitolo sarà suddiviso in due fasi: una fase di pianificazione ed una fase di implementazione. La fase di pianificazione consiste nello sviluppo del processo di acquisizione e del business plan. La fase di implementazione comprende, invece, le attività di ricerca, screening, contatto con il target, negoziazione, chiusura, integrazione e valutazione.

## **2.1 - MISSIONE, STRATEGIA E TATTICA**

Un processo di acquisizione *planned-based* è costituito sia da un business plan che da un piano di acquisizione, entrambi guidano tutte le fasi successive del processo.

Il business plan articola una mission aziendale ed una strategia per realizzarla. La strategia è orientata al lungo periodo e spesso attraversa le diverse linee organizzative per avere un impatto su molte aree funzionali. In parole semplici, la strategia viene spesso definita in modo ampio e fornisce relativamente pochi dettagli.

Al contrario, i piani tattici, noti anche come piani di implementazione, includono la specificazione dettagliata sul come verrà eseguita operativamente la strategia aziendale. I piani tattici tendono ad essere molto dettagliati ed altamente strutturati, si focalizzano su risultati di breve periodo e vengono spesso suddivisi per funzioni aziendali. Questi piani devono includere azioni chiaramente definite ed una calendarizzazione delle stesse, oltre che le risorse necessarie e gli individui responsabili per garantire il rispetto di quanto stabilito.

## **2.2 – LE FASI DEL PROCESSO DI ACQUISIZIONE**

Sebbene a volte possa sembrare conveniente pensare ad un processo di acquisizione come una serie di eventi indipendenti culminati nel trasferimento di proprietà di un'azienda, in realtà pensare al processo come eventi discreti facilita la comunicazione e la comprensione delle numerose attività necessarie per completare la transazione. In pratica, le fasi coinvolte in tale processo sono spesso altamente interconnesse, non seguono necessariamente un ordine logico ed implicano, man mano che nuove informazioni si rendono disponibili, la reiterazione delle fasi del processo che si ritiene siano state completate.

Questo processo consiste nel comprendere l'ambiente operativo esterno all'azienda, valutare le risorse interne, esaminare una gamma di opzioni ragionevoli ed articolare una visione chiara del futuro dell'azienda ed una strategia realistica per raggiungere tale visione.

In tal senso, le opportunità, previste o imprevedute, derivano dalla disponibilità di nuove informazioni.

Nel corso di questo capitolo verranno illustrate le nove fasi che caratterizzano il processo di M&A, facendo una distinzione tra attività pre-acquisizione e post-acquisizione.

### **2.2.1 – FASE 1: IL BUSINESS PLAN**

La prima fase prende avvio con la stesura di una business plan, il quale, se ben progettato, dovrà contenere tutte le attività chiave che fungeranno da guida per l'intero processo. Concretamente, le fasi si articolano come segue:

- definire l'arena competitiva;
- determinare come competere;

- autovalutazione, analisi interna (self-assesment);
- definire la mission (mission-statement);
- definire gli obiettivi;
- selezionare la strategia;
- implementare la strategia.

## **Definire l'arena competitiva**

Determinare dove l'azienda dovrebbe competere inizia con il decidere chi sono i clienti attuali e potenziali, quindi quali sono le loro esigenze. Questa fase è per certi versi la più importante nella costruzione del business plan e si basa sul processo di segmentazione del mercato. La segmentazione comporta l'identificazione di gruppi di clienti con caratteristiche e bisogni comuni. Notoriamente, gli insiemi di clienti, siano essi consumatori finali, siano essi aziende, costituiscono i mercati ed un insieme di mercati costituisce un'industria. Al fine di segmentare il mercato di riferimento è necessario stabilire dei criteri di valutazione, essi possono essere definiti su base geografica, sulle dimensioni in termini di volume d'affari, sul tasso di crescita. Altri criteri possono inoltre riguardare la ciclicità, la sensibilità al prezzo da parte dei consumatori, la presenza di barriere all'ingresso o all'uscita e l'entità della regolamentazione. Naturalmente un'impresa non potrà competere in tutti i mercati, è necessario perciò che la selezione del segmento target sia coerente con le risorse e le competenze di cui l'azienda dispone.

## **Definire come competere**

Determinare come competere implica una comprensione dei fattori critici di successo relativi ai mercati selezionati durante la fase precedente. Occorre pertanto un'analisi approfondita applicata alle dinamiche che governano l'ambiente esterno all'impresa, individuare tali dinamiche di mercato e

sapere in quali aree l'impresa deve eccellere rispetto ai competitors diventa fondamentale.

Un contributo importante è stato fornito da M. Porter, autore dello schema delle Cinque Forze.

Nello specifico, secondo Porter esistono cinque fattori (o forze) che devono essere presi in considerazione quando ci si approccia all'analisi di un mercato: potere contrattuale dei clienti, potere contrattuale dei fornitori, concorrenza nel settore, minaccia di nuovi entranti e minaccia di prodotti sostitutivi.

L'azienda deve comprendere le ragioni alla base delle decisioni d'acquisto, alcuni approcci suggeriscono di stilare una lista di tali ragioni ed assegnare ad ognuna di essa un punteggio sulla base della rilevanza, alcuni esempi possono essere il prezzo, la qualità, tempi e modalità di consegna, la continuità della fornitura (quest'ultima risulta essere particolarmente rilevante nei mercati B-to-B). Risulta inoltre necessario capire se il settore in esame sia caratterizzato da una particolare concentrazione della domanda, poiché in presenza dei cosiddetti "big buyer" il potere contrattuale di ciascun fornitore sarà fortemente limitato.

Dal punto di vista inverso è invece utile capire la concentrazione dell'offerta e le caratteristiche qualitative dei principali suppliers, al fine di comprendere le dinamiche che influenzano i processi di approvvigionamento nel settore ed elaborare una strategia che tenga conto di tali specificità.

Chiaramente, tanto maggiore sarà il numero dei fornitori e tanto più il potere di mercato sarà concentrato nelle mani delle imprese acquirenti. Al contrario, se esistono pochi grandi fornitori il potere di mercato sarà sbilanciato in favore dell'offerta. Il concetto di potere contrattuale dei fornitori appare molto chiaro soprattutto in quei mercati caratterizzati da una difficoltà nell'approvvigionamento (un esempio piuttosto recente potrebbe essere rappresentato dal mercato di microchip e semiconduttori).

Talvolta, queste dinamiche potrebbero costituire delle vere e proprie barriere all'entrata.

Al fine di capire come poter competere all'interno di un settore non si può non prestare attenzione a quelli che sono i competitors.

Un'analisi preliminare potrebbe essere condotta calcolando il "grado di concorrenza" (o concentrazione). Esistono due indici principali che permettono di calcolare il grado di concentrazione di un settore: l'indice di Herfindahl-Hirschman (HHI) ed il Concentration Rate (CRn).

Entrambe le misure sono atte a calcolare il grado di concorrenza presente in un settore, la differenza principale tra i due è che l'HHI risulta essere più difficile da elaborare in quanto presuppone la conoscenza delle quote di mercato di ogni impresa operante nel settore:

$$HHI = \sum Q_i^2$$

Dove Q rappresenta la quota di mercato delle imprese "i". Un valore inferiore o uguale a 1.000 indica che si è di fronte ad un mercato molto competitivo, viceversa se l'indice assumerà un valore pari a 10.000 ci troveremo di fronte ad un monopolio.

Il CR, spesso scritto come "CR4 ratio" o solo "CR4", rappresenta il grado di concentrazione di un settore, il cui calcolo è basato sui 4 maggiori fatturati delle imprese nel settore (in alcuni casi potrebbe essere conveniente ai fini conoscitivi aumentare il numero delle osservazioni, si parlerà quindi di CR5, CR6, CR8, ecc...).

Il CR4 risulta, dunque, meno preciso rispetto all'HHI ma richiede una quantità di informazioni sensibilmente minore poiché, come è stato già detto, per il calcolo basta conoscere i ricavi delle principali 4 aziende:

$$CR4 = 100 * (\text{fatturato A} + \text{fatturato B} + \text{fatturato C} + \text{fatturato D}) / \text{fatturato del settore}$$

Il CR4 ratio ha un valore compreso tra 0, in caso di concorrenza perfetta, e 100, in caso di monopolio.

Oltre al grado di concentrazione, è importante conoscere quanto più possibile l'offerta dei competitors, nonché i fattori critici di successo di ciascuno. In particolare, potrebbe essere molto utile ottenere informazioni riguardanti il livello dei prezzi, la qualità offerta, la disponibilità di brevetti, i canali

distributivi utilizzati, il grado tecnologico, le strategie perseguite, nonché la struttura dei costi dei vari business.

Tuttavia, ottenere informazioni sui concorrenti attuali non basta, è necessario prestare attenzione anche a quelle imprese che non sono attualmente presenti nel mercato target, ma che per caratteristiche e strutture potrebbero entrarvi. La minaccia di potenziali entranti rappresenta un elemento di cui tener conto, in quanto si tratta di un fattore in grado di limitare la profittabilità, alimentare una guerra dei prezzi e innalzare il livello di competizione nel settore.

Infine, Porter suggerisce di tener conto della minaccia dei cosiddetti “prodotti sostitutivi”, ossia beni e servizi simili a quelli presenti sul mercato ma che soddisfano, seppur in modo diverso, lo stesso bisogno del cliente/consumatore.

## **Analisi interna (self-assesment)**

In questa fase l'azienda sarà chiamata ad eseguire una valutazione introspettiva in relazione ai vari competitors.

Il primo step consiste nell'identificare quelli che sono i fattori critici di successo necessari per competere efficacemente all'interno del mercato obiettivo, alcuni esempi di fattori critici di successo possono essere: l'utilizzo delle economie di scala al fine di poter produrre ad un costo unitario inferiore; l'efficacia dell'attività di ricerca e sviluppo; la localizzazione degli impianti produttivi; saper costruire una fitta rete di relazioni con i vari attori del sistema; un servizio clienti efficiente; qualità dell'output; competitività dei prezzi di vendita; cultura aziendale; profittabilità.

Una volta individuati i fattori critici di successo è opportuno capire quali siano le competenze chiave che permettano di generarli, dopodiché è possibile procedere ad una gap analysis o analisi differenziale, andando ad attribuire a ciascun fattore individuato un peso relativo, che sia rappresentativo del grado d'importanza per il mercato target.

Successivamente l'azienda andrà ad attribuire dei valori (da 1 a 5 per esempio, dove 1 indica un'estrema debolezza e 5 una completa padronanza

riguardante il FCS in questione) per ciascun fattore critico individuato, al fine di comprendere dove è opportuno, se non addirittura necessario, migliorare.

Quest'analisi è utile anche per responsabilizzare i manager: può accadere, infatti, che l'impresa dedichi troppe attenzioni in termini di risorse ad attività il cui valore percepito dal mercato sia solo marginale o addirittura superfluo. Alla luce di ciò, l'azienda potrà procedere ad una riallocazione più efficiente delle risorse aziendali.

Un ulteriore step potrebbe consistere nel condurre la cosiddetta "analisi comparativa" ossia andando a mettere in relazione i risultati ottenuti dalla gap analysis con quelli delle imprese "top performer" del settore.

Quest'analisi è utile per capire quali sono le attività nelle quali le migliori aziende eccellono, permettendo all'impresa di elaborare un piano al fine di ridurre tali distanze.

## **Definire la mission (mission-statement)**

La definizione della mission è importante in quanto descrive lo scopo di fondo dell'esistenza dell'impresa. Una buona mission-statement non dovrebbe risultare troppo generale, tale da fornire poche indicazioni pratiche, ma dovrebbe includere riferimenti ad aree quali mercati target dell'azienda, la propria offerta, i canali distributivi e le convinzioni del management in riferimento ai principali stakeholder dell'impresa.<sup>8</sup>

Nello specifico, il mercato a cui si rivolge l'azienda dovrebbe riflettere l'adattamento tra i punti di forza e le competenze interne, con la capacità di soddisfare le esigenze dei clienti meglio della concorrenza. L'offerta dovrebbe essere definita in modo piuttosto ampio, in modo da consentire lo sviluppo e l'introduzione di nuovi prodotti. I canali riguardano le modalità con le quali l'azienda si propone di distribuire i prodotti (ad esempio attraverso una forza

<sup>8</sup> Donald De Pamphilis, *Mergers, Acquisition and other restructuring activities*, Academic Press.

vendita diretta, piuttosto che affidarsi a distributori o agenti, o ancora la vendita attraverso l'e-commerce; in definitiva è possibile combinare tutti questi approcci, soprattutto se l'azienda offre una moltitudine di prodotti con caratteristiche tecniche e complessità differenti). I clienti sono l'aspetto più rilevante, in quanto tutti (o quasi) gli sforzi dell'impresa sono mirati al soddisfacimento dei loro bisogni, senza dimenticare che è attraverso i clienti che l'impresa genera la propria capacità di sopravvivere. Le convinzioni del management stabiliscono, invece, le basi su come l'azienda intende comportarsi, questo aspetto è particolarmente rilevante soprattutto per i principali stakeholder.

## **Definire gli obiettivi**

Gli obiettivi sono definiti come ciò che deve essere realizzato entro un determinato periodo di tempo. Un buon obiettivo deve poter essere misurato attraverso uno o più indicatori, ovvero attraverso i cosiddetti KPI (acronimo di *key-performance-indicator*), che possono avere natura monetaria o non monetaria a seconda della tipologia di obiettivo.

Gli obiettivi aziendali più comuni possono riguardare: i rendimenti, ossia ottenere dei rendimenti che superino quelli richiesti dagli azionisti e dai creditori ( $r > WACC$ ); le dimensioni, quando al raggiungimento di una "massa critica" emerge la possibilità di sfruttamento delle economie di scala, ad esempio; la crescita, che può distinguersi in obiettivi contabili (come ad esempio un aumento dei ricavi o degli utili per azione) ed obiettivi in termini di valore (alcuni esempi possono essere rappresentati dal prezzo delle azioni, da un miglioramento dei multipli di mercato, dai flussi di cassa, ecc...); la diversificazione; la flessibilità, quando l'azienda desidera poter convertire agevolmente i propri impianti produttivi e le capacità distributive al fine di sfruttare le nuove opportunità che si presentano sul mercato, questo genere di obiettivi è maggiormente utilizzato dalle imprese che operano in contesti particolarmente mutevoli, o dove un fattore di vantaggio competitivo è dato dalla capacità di fornire ai clienti target prodotti con un elevato grado di personalizzazione, riducendo il più possibile il time-to-market; le tecnologie,

le aziende che intendono rimanere al passo o in anticipo rispetto alla curva tecnologica in rapida evoluzione spesso attribuiscono un'elevata priorità al possesso o all'accesso alle tecnologie più recenti, in quanto ciò costituisce un prerequisito per la sopravvivenza, questi obiettivi sono tipici di settori quali la produzione di microchip, di software, e della difesa.

## **Selezionare la strategia**

Dagli obiettivi prefissati scaturisce che l'impresa si trovi davanti una moltitudine di strategie da poter adottare. Chiaramente, non è possibile perseguirle tutte, l'impresa sarà dunque chiamata a selezionare la strategia più pertinente per ogni prodotto/servizio o gamma di prodotti/servizi offerti.

In linea generale è possibile distinguere tra quattro approcci strategici principali: leadership di costo, differenziazione, focalizzazione, approccio ibrido.

Attraverso la leadership di costo l'impresa si concentra nel minimizzare i costi di produzione al fine di poter offrire i propri prodotti ad un prezzo di vendita inferiore rispetto alla concorrenza (o, a parità di prezzo, ottenere margini più elevati); tale strategia è ottenibile mediante lo sfruttamento di economie di scala e può essere efficace per il settore delle commodity e per quei beni il cui valore percepito da parte del mercato sia modesto.

Approccio contrario riguarda invece la differenziazione, mediante il quale l'impresa cercherà di distinguersi positivamente rispetto ai concorrenti, andando ad agire, per esempio, sul marchio e sull'immagine aziendale, su caratteristiche tecniche del prodotto, sul design, sui maggiori benefici che il prodotto è in grado di fornire rispetto all'offerta dei competitors, su canali distributivi alternativi, su servizi aggiuntivi, sul grado tecnologico, ecc....

Una strategia di questo tipo, chiaramente, comporta un aumento dei costi per l'impresa, che si tradurrà in un maggiore prezzo di vendita. È bene, dunque, interrogarsi se tali differenze, che contraddistinguono l'offerta rispetto ai competitors, siano percepite come "di valore" da parte del mercato e se i

clienti siano effettivamente disposti a pagare un prezzo più elevato per ottenerle.

Le imprese che adottano, invece, un approccio di focalizzazione tendono a concentrare i propri sforzi vendendo pochi prodotti/servizi ad uno specifico gruppo di clienti e competono principalmente sulla base di una migliore comprensione delle esigenze rispetto alla concorrenza.

Attraverso questa strategia le imprese cercano di ritagliarsi una “nicchia” specifica rispetto a un certo gruppo di clienti, una ristretta area geografica o un uso particolare di un prodotto.

Tuttavia, al fine di perseguire una strategia di questo tipo, l’impresa deve comunque valutare la dimensione (in termini economici) del micro-segmento target, poiché una nicchia troppo ristretta potrebbe non essere sufficiente per giustificare gli investimenti che l’azienda sarà chiamata ad effettuare.

Le strategie ibride combinano le caratteristiche degli approcci precedenti sulla base delle differenze dell’offerta, nonché dei mercati serviti. I produttori di componentistica, ad esempio, vendono lo stesso output ad imprese che operano in settori anche molto distanti tra loro.

Inoltre, vi sono numerosi casi in cui le imprese decidono di arricchire la propria gamma introducendo alcune modifiche ai propri prodotti tradizionali andando così a differenziare la propria offerta al fine di “aggregare” delle aree di mercato caratterizzate da una maggior capacità di spesa. Non è raro neanche il caso opposto, ossia di imprese che offrono prodotti ad elevato contenuto tecnologico che, al fine di aumentare la propria quota di mercato, decidono di introdurre delle varianti più economiche, risparmiando ad esempio sui materiali o eliminando alcune funzionalità specifiche.

## **Implementare la strategia**

Una volta determinata la strategia aziendale che si vuole perseguire, l’attenzione deve essere rivolta a decidere il mezzo migliore per implementarla.

L'attuazione comporta, generalmente, la scelta tra 5 diverse opzioni: costruire, ossia implementare la strategia basandoci solo sulle risorse interne (crescita organica); attivare partnership, come ad esempio creare alleanze distributive, joint venture, franchising e concessioni di licenze; investire; acquisire; scambiare attività.

Ciascuna opzione ha implicazioni significativamente diverse, sia per quanto concerne il livello di controllo sulla strategia (i maggiori livelli di controllo si ottengono attraverso la crescita organica e le acquisizioni), sia per quanto riguarda i costi, in termini non esclusivamente monetari ma anche temporali (in questo caso, le opzioni più economiche da un punto di vista contabile potrebbero consistere nella creazione di partnership e nello scambio di attività, nonché negli investimenti di minoranza in altre aziende, mentre un maggior risparmio di tempo è ottenibile attraverso le acquisizioni).

Nella scelta delle alternative mediante le quali implementare la strategia vi è, dunque, un trade-off tra risorse da impiegare, tempi di attuazione e livello di controllo.

Di seguito viene riportata una tabella al fine di evidenziare i principali vantaggi e svantaggi di ciascuna opzione:

<u>Opzioni</u>	<u>Vantaggi</u>	<u>Svantaggi</u>
<b>Costruire</b>	-Massimo livello di controllo	- Fabbisogno di risorse - Tempi di attuazione
<b>Partnership</b>	- Limitato fabbisogno di risorse da investire - Possibilità di esercitare una futura acquisizione	- Controllo limitato - Potenziale divergenza degli obiettivi - Creazione di un potenziale competitor
<b>Investire</b>	- Limitato fabbisogno iniziale di risorse	- Elevato rischio di fallimento - Mancanza di controllo - Tempo

<b>Acquisire</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Velocità</li> <li>- Controllo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Costo elevato</li> <li>- Potenziale diluizione degli utili</li> </ul>
<b>Scambiare assets</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Limitato utilizzo della cassa</li> <li>- Nessuna diluizione degli utili</li> <li>- Limitata responsabilità fiscale</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Difficoltà nel trovare parti disponibili ad effettuare l'accordo</li> <li>- Difficoltà nel raggiungimento di un accordo sulle attività da scambiare</li> </ul>

Sebbene vengano condotte analisi finanziarie per valutare le varie opzioni, la scelta può dipendere da fattori non quantificabili come il profilo di rischio, la pazienza e, in maniera meno auspicabile, l'ego del senior manager.

Il grado di controllo è spesso il problema centrale nella scelta tra le varie alternative e sebbene le opzioni di costruzione ed acquisizione offrano il massimo grado di controllo per l'impresa, sono quasi sempre tra le più costose, seppur per ragioni diverse.

In genere una strategia di costruzione richiederà molto più tempo per realizzare gli obiettivi strategici chiave e potrebbe, a seconda della tempistica e dell'entità dei flussi di cassa generati dall'investimento, avere un valore attuale netto significativamente inferiore rispetto alle alternative. Al contrario, ottenere un buon livello di controllo attraverso un'acquisizione può risultare particolarmente oneroso a causa del sostanzioso premio richiesto dalla proprietà dell'azienda target.

In ultima istanza, possono incidere nella scelta anche alcune considerazioni contabili, soprattutto per quanto riguarda gli investimenti in conto capitale e quelli in conto spesa, poiché il costo dei primi sarà spalmato su tutta vita utile dell'investimento, mentre i secondi andranno a ridurre la base imponibile dell'anno in corso.

## 2.2.2 – FASE 2: IL PIANO DI ACQUISIZIONE

Se a seguito dell'analisi delle opzioni disponibili emerge che al fine di centrare gli obiettivi aziendali sia necessaria un'acquisizione, è opportuno elaborare un piano di acquisizione.

Il piano di acquisizione, o acquisition plan, ha un focus più tattico che strategico e consiste in obiettivi di gestione, nella valutazione delle risorse, nell'analisi del mercato, nonché in una calendarizzazione del completamento dell'acquisizione e delle figure responsabili per ciascuna fase.

Gli obiettivi e le tattiche dichiarate nell'acquisition plan dovrebbero essere coerenti con gli obiettivi strategici dell'azienda. Gli obiettivi includono considerazioni finanziarie e non finanziarie.

Gli obiettivi finanziari potrebbero includere un tasso minimo di rendimento, obiettivi di utile operativo, entrate e flussi di cassa da generare entro un certo periodo.

Gli obiettivi non finanziari riguardano le motivazioni dell'acquisizione che supportano il raggiungimento dei ritorni finanziari previsti nel business plan. In molti casi, tali obiettivi forniscono più indicazioni per i responsabili della gestione del processo rispetto agli obiettivi finanziari, essi potrebbero includere, ad esempio, l'ottenimento di diritti su prodotti o brevetti, fornire opportunità di crescita nei mercati correlati, sviluppare nuovi canali di distribuzione, aumentare la capacità produttiva in strutture strategiche, ottenere l'accesso a tecnologie e processi ed aggiungere capacità di ricerca e sviluppo.

All'inizio del processo di acquisizione, è importante determinare l'ammontare massimo delle risorse disponibili dell'azienda che il senior management impegnerà nella fusione/acquisizione. Tali risorse disponibili includono quelle fornite dal flusso di cassa generato internamente in eccesso rispetto alle esigenze operative, più i fondi derivanti dai mercati azionari e del debito.

Secondo la teoria finanziaria, un'impresa sarà sempre in grado di attrarre finanziamenti sufficienti per un'acquisizione se dimostra di poter ottenere un rendimento che sia pari almeno al suo costo del capitale. In pratica, la capacità di spesa dell'azienda per un'operazione di m&a dipende dalla tolleranza al rischio dell'alta dirigenza. A tal proposito si possono considerare tre tipologie fondamentali di rischio: rischio operativo, finanziario e di pagamento in eccesso.

Il rischio operativo riguarda la capacità dell'acquirente di gestire la società acquisita. Questo tipo di rischio è generalmente percepito come più elevato per quelle fusioni ed acquisizioni di aziende che operano in mercati non correlati rispetto al business principale dell'acquirente.

Il rischio finanziario consiste in uno "sbilanciamento" del rapporto debito/equity. La tolleranza al rischio finanziario da parte del management può essere misurata in parte dal rating creditizio che l'impresa acquirente tenta di mantenere.

Il rischio di pagamento in eccesso (overpayment risk) comporta la diluizione dell'EPS (utile per azione) o una riduzione del tasso di crescita derivante dal pagamento di un importo significativamente superiore al valore economico della società acquisita. Tali effetti del pagamento in eccesso sull'EPS possono durare per anni.

Il piano di acquisizione, inoltre, dovrà contenere le tattiche mediante le quali effettuare l'acquisizione. Tali tattiche riflettono le preferenze del senior manager per la conduzione del processo e possono riguardare: la determinazione dei criteri utilizzati al fine di valutare possibili candidati (ad esempio dimensioni, redditività attuale, tasso di crescita ecc...), la selezione dei canali attraverso i quali segmentare le aziende target (sollecitare i membri del CdA, analizzare i competitor, rivolgersi a broker o banche d'investimento, ecc...), stabilire ruoli e responsabilità del team di acquisizione, individuare le fonti di finanziamento più opportune (prestito bancario, emissione di obbligazioni, vendita di attività, emissione di nuove azioni), stabilire le preferenze per l'acquisto di beni o azioni ed il metodo di pagamento, il livello di tolleranza per l'avviamento, l'apertura alla proprietà parziale o piena, la disponibilità o meno a lanciare un'acquisizione ostile, stabilire dei limiti di

accessibilità (P/E massimo, EBIT, multipli sui flussi di cassa, ecc.), stabilire se si intende acquisire imprese che operino esclusivamente in mercati correlati o meno.

La componente finale di un piano di acquisizione correttamente costruito è un programma che riconosca tutti gli eventi chiave che devono essere portati a termine durante il processo di M&A e le relative tempistiche, nonché i nomi dei responsabili incaricati della realizzazione di ciascun evento. A tal proposito, numerosi accademici spesso suggeriscono che il calendario dovrebbe essere sufficientemente “aggressivo” in modo da motivare tutti i partecipanti al processo a lavorare rapidamente per raggiungere gli obiettivi, ma che, tuttavia, un calendario eccessivamente ottimistico potrebbe rivelarsi demotivante per i soggetti coinvolti, in quanto circostanze incontrollabili o impreviste potrebbero ritardare il raggiungimento di determinati traguardi.

### **2.2.3 – FASE 3: IL PROCESSO DI RICERCA E SCREENING**

L'avvio della ricerca di potenziali aziende target prevede una procedura in due fasi. Il primo step consiste nello stabilire i criteri di screening. In questa fase è opportuno utilizzare un numero piuttosto ridotto di criteri. Tali criteri potrebbero includere il settore e la dimensione della transazione (dimensione intesa in termini di prezzo massimo di acquisto), in alcuni casi potrebbe essere opportuno anche aggiungere restrizioni geografiche.

Lo step successivo consiste nello sviluppare una strategia di ricerca, tali strategie comportano, normalmente, l'utilizzo di database e servizi di directory, nonché la possibilità di rivolgersi a broker, banche d'investimento e società di leverage buyout<sup>9</sup> al fine di identificare i candidati più “qualificati”.

---

<sup>9</sup> Con l'espressione leveraged buyout o LBO ci si riferisce a un'operazione di finanza che ha lo scopo di permettere a una società di acquisirne un'altra, detta “target”, facendo forte ricorso all'indebitamento. L'acquisizione avviene, dunque, con denaro preso in prestito da istituti di credito.

Nel caso in cui la riservatezza dell'operazione non dovesse essere una prerogativa, è anche possibile pubblicizzare le proprie volontà d'acquisto su giornali specializzati, sebbene possano farsi avanti una moltitudine di soggetti poco attrattivi per l'azienda con conseguenti perdite di tempo nella valutazione e nella stima delle stesse.

Il processo di screening riguarda, invece, un perfezionamento del processo di ricerca. Esso prende il via con una scrematura dell'elenco iniziale dei potenziali candidati, applicando criteri primari quali, ad esempio, il tipo di settore e la dimensione dell'operazione.

A causa del numero di criteri primari relativamente contenuto, l'elenco iniziale dei potenziali candidati potrebbe risultare piuttosto corposo. Si rende, dunque, necessario inserire dei criteri aggiuntivi o secondari.

Tuttavia, è bene prestare attenzione a contenere il numero di criteri secondari da utilizzare, poiché un elenco eccessivamente lungo limiterà fortemente il numero di candidati che supereranno il processo di screening.

Alcuni manager consigliano di utilizzare dei criteri quantificabili. Oltre al prezzo massimo di acquisto, al settore o ai criteri di ubicazione geografica utilizzati per sviluppare l'elenco iniziale, i criteri secondari potrebbero includere: il **segmento di mercato** (una compagnia petrolifera potrebbe, infatti, decidere di diversificare la propria offerta acquisendo un'azienda produttrice di materie plastiche); la **linea di prodotto**, attraverso questo criterio si individua un prodotto o una linea di prodotti target all'interno di un segmento di mercato (ad esempio tubi e cavi in materiali plastici reticolati); la **redditività**, questo parametro andrebbe definito in termini percentuali più che assoluti (un'impresa che genera utili per 3 milioni su 50 di fatturato sarà più attrattiva rispetto a un'impresa che genera 4 milioni di utile su 100 di fatturato, poiché più efficiente); il **grado di leverage**, può accadere che la società acquirente non desideri acquistare un'azienda il cui pesante onere debitorio potrebbe far sì che i coefficienti di leva finanziaria della società acquirente superino i livelli prefissati, andando a compromettere il proprio rating creditizio; la **quota di mercato**, l'impresa che intende effettuare un'acquisizione potrebbe, infatti, essere interessata solo a quelle aziende che si piazzino nelle prime posizioni per quote di mercato nel segmento target,

questo criterio può trovare fondamenta sia in ragioni strategiche che economiche (le imprese più grandi, infatti, solitamente riescono a raggiungere posizioni di costo inferiori attraverso le economie di scala).

## 2.2.4 – FASE 4: PRIMO CONTATTO

L'approccio da utilizzare per avviare un contatto con un'azienda target varia a seconda delle dimensioni di quest'ultima.

Per le piccole imprese, in cui l'acquirente non ha contatti diretti, una lettera finalizzata ad esprimere interesse riguardo ad una joint venture o un'alleanza di marketing rimandando ad un prossimo contatto telefonico è spesso tutto ciò che è necessario.

È fondamentale una preparazione che precede il primo contatto, poiché bisogna esser pronti a discutere di una serie di questioni, compresa la possibilità di un'acquisizione.

Alcuni manager suggeriscono di arrivare rapidamente al punto ma indirettamente, arrivando a formulare accordi di partnership liberi e non vincolati contrattualmente. Risulta, inoltre, particolarmente importante saper ascoltare la controparte e le sue reazioni, in ultima istanza se egli sarà disposto a prendere in considerazione l'idea di un'acquisizione, si potrà procedere ad un incontro di persona.

Per le aziende di medie dimensioni, o divisioni di aziende più grandi, sarebbe opportuno contattare attraverso un intermediario. Gli intermediari vengono percepiti, spesso, come meno "intimidatori" rispetto a un approccio diretto da parte del potenziale corteggiatore. Gli intermediari possono includere i membri del consiglio di amministrazione dell'acquirente o il consulente

legale esterno dell'azienda, le società di contabilità e revisione, e le banche d'investimento.

Non si esclude la possibilità di un contatto più informale se vi siano in essere già dei rapporti commerciali tra le due imprese.

Per le grandi società quotate in borsa, il contatto dovrebbe avvenire sempre attraverso un intermediario ma, in questo caso, è fondamentale stabilire un contatto al più alto livello possibile.

Un fattore caratterizzante questo tipo di operazioni che concernono le grandi imprese è la discrezione, a causa della possibile preoccupazione dell'azienda target di essere "messa in gioco".

Anche la divulgazione di rumors sulla possibile acquisizione potrebbero avere conseguenze negative sostanziali per la società obiettivo. Le ragioni di tali conseguenze sono da imputare ai clienti attuali e potenziali, che possono esprimere preoccupazioni a causa dell'incertezza associata ad un cambio di proprietà.

Un cambio di proprietà potrebbe, infatti, comportare variazioni nella qualità del prodotto, nell'affidabilità del servizio offerto, potrebbero inoltre venir meno una serie di condizioni favorevoli che la vecchia direzione applicava a clienti specifici (si pensi alle dilazioni nei pagamenti, la disponibilità nel far fronte a repentini cambi sull'ordine, condizioni di consegna "su misura" in base alle esigenze del cliente, ecc...).

Ottenere il contatto presso l'azienda target per fornire un valore alla propria attività può risultare, tuttavia, un compito arduo. Né l'acquirente né il venditore, infatti, sono incentivati a fornire per primi una stima del valore e, dunque, dell'eventuale transazione.

In molti casi potrebbe risultare opportuno stabilire un range, basato sui valori di acquisizioni per attività simili.

Un primo passo comune in una transazione riguarda la negoziazione di un patto di riservatezza bilaterale. Nell'accordo di riservatezza bilaterale l'acquirente richiede una serie di dati storici verificati (audited).

Durante questa fase, solitamente il venditore effettua verifiche al fine di determinare la credibilità dell'acquirente all'inizio del processo, in modo da non avere un dispendio di tempo con un potenziale acquirente incapace di reperire il finanziamento necessario per completare l'operazione.

Il passo successivo sarà redigere una lettera d'intenti. Attraverso la lettera d'intenti viene stabilito formalmente il motivo dell'accordo, i termini e le condizioni principali, le responsabilità di entrambe le parti mentre l'accordo sarà in vigore, una data di scadenza ragionevole e le modalità di pagamento di tutte le commissioni legate alla transazione.

La lettera d'intenti specifica anche le tipologie di dati che verranno scambiati e la durata dell'attività di due diligence.

L'acquirente può richiedere una disposizione che impedisca alla società venditrice di condividere i termini della proposta d'acquisto con altri potenziali acquirenti. Quanto detto trova ragion d'essere nel fatto che per l'impresa acquirente potrebbe essere dannosa la creazione di un ambiente concorrenziale o ad asta.

## **2.2.5 – FASE 5: LA NEGOZIAZIONE**

La fase di negoziazione è particolarmente delicata, in quanto l'effettivo prezzo pagato per l'attività acquisita viene determinato durante questa fase e, come accade spesso, esso è notevolmente diverso dalla valutazione preliminare effettuata prima della due diligence e basata su informazioni sommarie (molte delle quali disponibili al pubblico).

Ci sono tre definizioni comunemente utilizzate di prezzo di acquisto. Questi includono il corrispettivo totale, il prezzo d'acquisto totale (o valore aziendale) e il prezzo di acquisto netto. Ogni definizione ha uno scopo diverso.

## CORRISPETTIVO TOTALE

Nelle operazioni di acquisto e vendita il prezzo di corrispettivo totale è costituito da denaro contante, azioni, nuove emissioni di debito o una combinazione tra tutti e tre. Il corrispettivo totale è un termine utilizzato nei documenti legali per riflettere i diversi tipi di remunerazione ricevuti dagli azionisti della società target <sup>10</sup>.

Ogni componente del corrispettivo totale può essere vista in termini di valore attuale.

## PREZZO TOTALE DI ACQUISTO

Il prezzo totale di acquisto o valore aziendale è costituito dal corrispettivo totale più il valore di mercato del debito dell'impresa target assunto dalla società acquirente.

Il valore aziendale è importante sia per gli analisti che per gli azionisti, poiché approssima l'investimento totale effettuato dall'impresa acquirente ai fini dell'operazione di M&A. È un'approssimazione, appunto, perché non misura necessariamente le passività che l'acquirente sta assumendo e che non sono visibili dal bilancio della società target.

## PREZZO DI ACQUISTO NETTO

Il prezzo d'acquisto netto è il prezzo totale di acquisto più altre passività assunte<sup>11</sup> meno i proventi della vendita di attività discrezionali o ridondanti dell'azienda target. Può accadere, infatti, che alcune attività non siano ritenute strategiche per l'impresa acquirente, per cui essa decida di recuperare parte dell'investimento smobilizzandole.

---

<sup>10</sup> Si noti che la remunerazione può includere sia attività finanziarie che non finanziarie come gli immobili. La compensazione non finanziaria viene talvolta indicata come pagamento in natura.

<sup>11</sup> Le passività assunte sono quelle passività non completamente riflesse nel bilancio dell'impresa target. L'adeguamento al prezzo totale di acquisto denominato altre passività assunte è costituito da voci non adeguatamente contabilizzate nello stato patrimoniale: se tutte le riserve di bilancio riflettessero accuratamente gli obblighi futuri noti, non sarebbe necessario adeguare il prezzo.

Il prezzo di acquisto netto è la misura più completa del prezzo effettivo pagato per ottenere la nuova proprietà.

Sebbene il corrispettivo totale sia molto importante per gli azionisti della società target in quanto misura ciò che essi ricevono in cambio della proprietà, gli azionisti dell'acquirente tendono a concentrarsi sul prezzo totale di acquisto come l'importo effettivo pagato alla controparte.

Tuttavia, il prezzo totale di acquisto tende ad ignorare alcuni aggiustamenti che dovrebbero essere effettuati per determinare il denaro effettivo, o in sospeso, versato dall'acquirente.

A differenza delle precedenti quattro fasi, la fase di negoziazione è un processo interattivo che comprende quattro attività simultanee: il perfezionamento della valutazione, la strutturazione dell'affare, la due diligence, lo sviluppo di un piano di finanziamento.

### PERFEZIONAMENTO DELLA VALUTAZIONE

La prima fase del processo di negoziazione all'interno di un processo di acquisizione riguarda l'aggiornamento della valutazione preliminare della società target sulla base di nuove informazioni disponibili.

In questa fase vengono, di norma, richiesti ed analizzati gli ultimi cinque anni di dati finanziari storici della società target.<sup>12</sup>

I cinque anni di dati storici dovrebbero essere successivamente normalizzati o rettificati per guadagni, perdite e spese non ricorrenti (ad es. vendita di attrezzature e terreni, risoluzione di contenziosi e pagamento di trattamenti di fine rapporto).

Una volta che i dati sono stati normalizzati, ogni categoria di spesa dovrebbe essere espressa in percentuale rispetto ai ricavi, poiché guardando ai dati di anno in anno questa metodologia permette di rendere le variazioni più distinguibili, decifrando quali siano i trend in atto. Ad esempio, è luogo comune per i venditori migliorare temporaneamente il reddito operativo

---

<sup>12</sup> Tali dati potrebbero non essere immediatamente disponibili per le piccole società private, le quali non si avvalgono di società di contabilità esterna per condurre audit costosi.

posticipando le normali spese di manutenzione, ma un calo significativo del rapporto tra spese in conto capitale (manutenzioni ordinarie, R&D, formazione, ecc...) e ricavi potrebbe indicare un deliberato sotto investimento della società.

## STRUTTURAZIONE DELL'ACCORDO

In termini prettamente finanziari, la strutturazione dell'accordo comporta l'allocazione dei flussi di cassa, del rischio, e quindi del valore tra le diverse parti coinvolte nella negoziazione.

In termini di personalità delle parti, la strutturazione dell'accordo comporta molto di più: è il processo di identificazione e soddisfazione del maggior numero di obiettivi prioritari delle parti coinvolte.

In pratica, la strutturazione dell'affare riguarda, attraverso una discussione tra i contraenti, la comprensione delle potenziali fonti di disaccordo e dei potenziali conflitti d'interesse che possono generarsi. Ad esempio, quando una parte del prezzo di acquisto dipende dall'andamento a lungo termine della società acquisita, la direzione della proprietà (spesso l'ex proprietario) potrebbe non comportarsi nel miglior interesse dell'acquirente.

In sintesi, durante questa attività vengono definite tutta una serie di condizioni che saranno attuate nell'interesse delle parti, quali: la natura del pagamento inclusi importi e tempistica, come viene determinata la proprietà, come vengono trasferiti i beni, il numero e la tipologia di documenti necessari per la chiusura nonché le approvazioni richieste. Queste decisioni influenzeranno anche il modo in cui le società combinate verranno gestite.

## DUE DILIGENCE

Il processo che permette di accertare, attraverso una raccolta analitica e mirata di informazioni, se vi siano le effettive condizioni di fattibilità dell'operazione programmata, ovvero se sussistano elementi e profili di criticità che possano compromettere il buon esito, prende il nome di due diligence. È importante che entrambe le parti conducano la propria due

diligence prima di ogni transazione, al fine di ottenere una valutazione più accurata dei potenziali rischi e benefici.<sup>13</sup>

Gli obiettivi primari della due diligence dell'acquirente sono identificare e confermare le fonti di valore attese ed evidenziare i rischi che invece possano comprometterne la creazione.

Normalmente una due diligence prevede tre revisioni principali: una revisione strategica/operativa, la quale è condotta da personale esperto in materia di operations ma anche da marketing managers; una revisione finanziaria, condotta dal personale finanziario e contabile; una revisione legale, diretta dal consulente legale dell'impresa. Numerosi manager esperti in materia affermano che uno degli aspetti più importanti nell'esecuzione della due diligence riguarda il "saper porre le giuste domande". Ciò deriva da una notevole esperienza maturata a riguardo, ma anche nella conoscenza del settore e delle operazioni da visionare.

Il team preposto all'esecuzione della due diligence dovrebbe, pertanto, includere il personale con competenze specialistiche richieste per affrontare le questioni ambientali, legali e tecniche. Non è raro che molte aziende, in sede di due diligence, si avvalgano di auditor e consulenti esterni.

Sebbene la maggior parte delle due diligence vengano svolte dal potenziale acquirente nei confronti dell'azienda target, anche un venditore prudente dovrebbe svolgere una due diligence sull'acquirente. In questo caso, tuttavia, la pratica sarà sensibilmente meno corposa, in quanto le informazioni da reperire riguarderanno sostanzialmente la capacità dell'impresa di far fronte agli impegni finanziari concordati.

## SVILUPPO DEL PIANO DI FINANZIAMENTO

L'attività finale del processo di negoziazione consiste nello sviluppo di bilanci, redditi e rendiconti finanziari delle società combinate. A differenza delle proiezioni finanziarie dei flussi di cassa per valutare la società target,

---

<sup>13</sup> Sebbene un certo grado di protezione si raggiunga attraverso un contratto ben formulato, gli accordi legali non dovrebbero mai essere visti come un sostituto per lo svolgimento di due diligence formali.

queste dichiarazioni dovrebbero includere il costo previsto per il finanziamento dell'operazione.

Questa attività è un input chiave nella determinazione del prezzo d'acquisto, poiché pone un limite pratico all'importo che l'acquirente può offrire al venditore.

Secondo la teoria del capital budgeting, un investimento ha ragione di essere finanziato fintanto che il suo valore attuale netto sia maggiore o uguale a zero.

Applicando lo stesso concetto ad un'acquisizione aziendale, l'acquirente dovrebbe essere in grado di finanziare un pezzo d'acquisto che sia pari al valore attuale dell'azienda target considerata come entità indipendente, più il valore delle sinergie create combinando i due business. La formula può essere così descritta:

$$VANt = VAi + VAs - PA$$

$VANt$  : valore attuale netto dell'impresa target;

$VAi$  : valore attuale dell'azienda target in assenza di sinergie

$VAs$  : valore attuale delle sinergie;

$PA$  : prezzo d'acquisto.

Il piano di finanziamento viene, spesso, allegato al piano aziendale ed al piano di acquisizione dell'acquirente, in quanto i potenziali investitori e finanziatori vorranno vedere un'analisi coerente che spieghi perché la transazione proposta sia una buona opportunità d'investimento per loro.

Per le transazioni che avvengono interamente in contanti, l'acquirente si rivolgerà alle tradizionali fonti di finanziamento, queste possono includere banche, compagnie assicurative, venture capitalist e società di leverage buyout.

Le banche sono, di norma, utilizzate per fornire finanziamenti temporanei o "ponte" (bridge financing), al fine di pagare in tutto o in parte il prezzo di acquisto e soddisfare eventuali requisiti di capitale circolante finché l'azienda non trovi una fonte di finanziamento permanente. La ragione di ciò è

ravvisabile in parte nell'onerosità del debito bancario, ma soprattutto nella sottoscrizione di clausole che potrebbero limitare il modo in cui l'acquirente possa gestire le società combinate.<sup>14</sup>

Il finanziamento permanente è costituito da debito non garantito a lungo termine. Tali finanziamenti possono essere ottenuti attraverso banche d'investimento o sottoscrizioni che raccolgono fondi mediante un collocamento privato con investitori che si rendono disposti a detenere le obbligazioni per lunghi periodi di tempo. Alcuni esempi di tali investitori possono essere le compagnie assicurative ed i fondi pensione.

Un'ulteriore modalità di reperire finanziamenti fa capo alle società di venture capital. Le società di venture capital sono una fonte significativa di fondi per finanziare sia start-up che acquisizioni e, talvolta, questi operatori economici sono disposti a prestare denaro quando le altre fonti tradizionali non lo sono. Tuttavia, queste società richiedono una posizione azionaria importante all'interno della società ad un prezzo relativamente basso per azione.

Di conseguenza, i proprietari dell'azienda sono tenuti a cedere una percentuale significativa della loro posizione di proprietà per quello che potrebbe diventare un finanziamento molto costoso in futuro, se l'azienda riuscirà ad aumentare il proprio valore di mercato.

Al fine di organizzare i round di finanziamento, sia ponte che permanente, le aziende possono intraprendere i cosiddetti "road show", ossia eventi in cui i mutuatari effettuano delle presentazioni dal vivo al fine di convincere i potenziali prestatori dell'attrattiva dell'investimento. I road show rappresentano un'opportunità per i potenziali investitori di incontrare il management e di porre loro domande.

Se il road show ha successo, (ed è auspicabile, in quanto questo genere di attività è un esercizio piuttosto estenuante per i dirigenti ed è una notevole fonte di distrazione dalle attività quotidiane) ci saranno diversi finanziatori a

---

<sup>14</sup> L'effettivo costo di un prestito bancario potrebbe essere significativamente superiore al tasso d'interesse nominale, in quanto le banche possono richiedere al mutuatario di mantenere ingenti saldi compensativi presso la banca stessa, con tassi d'interesse molto bassi. Le banche, inoltre, spesso richiedono dei warrant o diritti d'acquisto per le azioni delle società combinate ad una data e un prezzo futuro specifici. Quando questi warrant vengono esercitati, potrebbe verificarsi un'erosione del valore non indifferente per gli azionisti, poiché le nuove azioni verrebbero emesse ad un prezzo inferiore.

contendersi in tutto o in parte l'emissione obbligazionaria. La concorrenza dei prestatori potrebbe comportare tassi d'interesse dichiarati più contenuti ma anche clausole di prestito meno onerose.

In ultima analisi, è opportuno chiarire che numerosi contratti di compravendita presentano delle contingenze finanziarie. I venditori accorti potrebbero, ad esempio, richiedere delle clausole di rottura che impongano all'acquirente di pagare una somma per la mancata transazione. Sebbene tali costi potrebbero essere di difficile determinazione, talvolta queste commissioni di rottura sono talmente elevate da scoraggiare l'acquirente dal venir meno ai propri impegni, se non in circostanze del tutto eccezionali.

## **2.2.6 – FASE 6: LO SVILUPPO DEL PIANO DI INTEGRAZIONE**

La conclusione della fase di negoziazione non sancisce la fine di un processo di M&A, al contrario, quel momento rappresenta il punto iniziale della seconda fase del processo acquisitivo, volta a raggiungere rapidamente le sinergie individuate in sede negoziale, massimizzando ed accelerando così il ritorno degli investimenti effettuati.

L'integrazione di due realtà aziendali a seguito di un'operazione di fusione o acquisizione è un processo complesso e articolato, che può presentare diversi elementi di criticità. Dopo la fase di pianificazione e progettazione pre-closing inizia, infatti, la complessa fase di integrazione, stabilizzazione e ottimizzazione a medio-lungo termine delle due realtà coinvolte nell'operazione.

È necessario un progetto di integrazione strutturato per valorizzare le sinergie e creare valore. Il progetto di post deal integration deve prevedere l'allineamento degli obiettivi finanziari, del modello di business e del modello operativo delle entità coinvolte, la razionalizzazione della supply chain,

l'armonizzazione e migrazione dei sistemi IT, senza dimenticare le complessità legate alla gestione del personale e alle tematiche culturali.

Solo portando a termine un'efficace e completa integrazione di tutte queste componenti è possibile realizzare sinergie e massimizzare il valore creato dall'operazione di M&A.

A tal proposito, grande attenzione viene rivolta alla figura dell'integration manager (o responsabile d'integrazione). L'integration manager è, solitamente, una persona dotata di eccellenti capacità interpersonali e di project management. Alcune testimonianze affermano che, durante la fase di integrazione, la capacità di andare d'accordo con i vari individui all'interno dell'organizzazione sia importante quanto le proprie competenze professionali.

L'analisi del modello operativo risulta essenziale per la comprensione delle metodologie di lavoro utilizzate, delle responsabilità attribuite e delle competenze delle figure di riferimento esistenti. Analizzare i processi significa, di fatto, esaminare le principali caratteristiche e peculiarità delle attività decisionali, commerciali, logistiche, di acquisto, produttive, amministrative e di controllo.

Compreso il funzionamento dell'impresa acquisita e pianificata l'integrazione dei processi aziendali, è opportuno analizzare il sistema informativo utilizzato.

Conoscere a fondo i sistemi adottati, il loro grado di accuratezza, e i dati relativi all'andamento delle attività, permette di comprendere con precisione in che modo le informazioni vengono diffuse ed utilizzate all'interno dell'azienda. Queste informazioni raccolte permetteranno di integrare i sistemi e i linguaggi utilizzati dalle due aziende creando di fatto un unico ed omogeneo "sistema nervoso" che consentirà di gestire e controllare la nuova azienda acquisita.

Una volta avviata anche l'integrazione dei sistemi, resta da intraprendere l'integrazione delle risorse umane, da sempre il capitale più importante di un'impresa. Questa fase rappresenta, talvolta, il momento più complesso da gestire nell'integrazione di un'azienda acquisita.

Al fine di evitare eventuali resistenze, o addirittura “rigetti” durante la fase di integrazione, è opportuno effettuare un’accurata valutazione del capitale umano “acquisito” incontrando di persona le varie figure, conoscendole, comprendendo i ruoli e le dinamiche relazionali, poiché esse rappresentano gli elementi chiave per accelerare il processo di crescita intrapreso.

Favorire un clima di fiducia all’interno dell’organizzazione, coinvolgere le figure di riferimento e di vertice della azienda acquisita nel percorso di integrazione è spesso sinonimo di successo dell’operazione stessa.

L’esito di queste analisi confermerà le sinergie da realizzare, facendo emergere i punti di forza e le opportunità di miglioramento dell’azienda acquisita, ma anche i punti di debolezza e le minacce da considerare nel piano di integrazione.

Occorre tener presente che l’integrazione è un processo che può durare da diversi mesi a qualche anno prima di arrivare a compimento e, pertanto, è fondamentale definire con attenzione il percorso da intraprendere e gli step intermedi da raggiungere, monitorando i risultati nel tempo.

## **2.2.7 – FASE 7: CLOSING**

Questa fase del processo di M&A consiste nell’ottenere tutti i consensi necessari da parte degli azionisti, delle normative vigenti e da terze parti quali, ad esempio, i contratti con clienti e fornitori<sup>15</sup>.

Il fulcro di questa fase consiste nell’accordo definitivo di compravendita, il quale deve riportare tutti i diritti e gli obblighi delle parti sia prima che al termine della chiusura dell’operazione. La lunghezza dell’accordo definitivo dipende dalla complessità dell’operazione, tuttavia è possibile identificare i

---

<sup>15</sup> Sebbene molto spesso sia un processo in gran parte meccanico, molti contratti con clienti e fornitori non possono essere assegnati alla nuova proprietà senza ricevere un’approvazione scritta dalle parti. Queste categorie di soggetti, infatti, potrebbero approfittare della situazione per negoziare delle condizioni di acquisto o vendita più favorevoli.

principali tratti caratteristici di un accordo d'acquisto. In particolare essi riguardano:

- lo scopo dell'acquisizione, il quale indica essenzialmente le attività che saranno scambiate e quelle che invece rimarranno escluse dall'accordo;
- il prezzo di acquisto. Il prezzo d'acquisto o il corrispettivo totale può essere fissato al momento della chiusura, può essere soggetto a modifiche future o essere condizionato alla performance futura dell'azienda. Vi sono, infatti, casi in cui a seguito della due diligence post acquisizione si riscontrino delle difformità, in tal caso l'acquirente potrebbe attivare procedure di rettifica in diminuzione del prezzo pattuito e, nei casi più gravi, di non addivenire al contratto conclusivo o di richiederne la risoluzione. Il prezzo concordato può, inoltre, essere adeguato a seguito di audit successivi alla chiusura. Si fa riferimento alle cosiddette clausole di "earn-out" che comportano il pagamento di un prezzo maggiore (o minore) a seguito di specifici risultati positivi (o negativi) in termini di EBITDA/fatturato/utile netto; oppure a situazioni in cui, a seguito di una due-diligence post acquisizione, emerga una situazione contabile diversa da quanto pattuito;
- i meccanismi di pagamento. Come detto precedentemente, i metodi di pagamento possono essere molteplici; tuttavia, dovrà esser stabilito se il l'ammontare della transazione sarà liquidato al venditore dopo la firma, se sarà pagato ad una certa data (dilazionato), o se verrà saldato a rate (quest'ultimo è il caso più frequente quando vengono applicate clausole di earn-out). Nel caso di pagamenti differiti, talvolta, il venditore richiede che vengano fornite delle garanzie per la parte non ancora liquidata;
- l'assunzione di responsabilità, attraverso cui vengono definite le responsabilità di entrambe le parti, ossia le responsabilità che

verranno trasferite all'acquirente e quelle che rimarranno in capo al venditore;

- le dichiarazioni e garanzie, le quali intendono fornire la completa disclosure delle informazioni relative alla transazione. In genere coprono le aree di maggior interesse per entrambe le parti;
- le alleanze, ossia i patti che coprono gli obblighi delle due parti tra la firma dell'accordo e la chiusura. Un primo requisito può riguardare che il venditore continui a condurre affari nel modo abituale e consueto. Il venditore potrebbe, inoltre, essere tenuto a chiedere l'approvazione per tutte le spese che possono essere considerate "straordinarie";
- le condizioni per la chiusura, la transazione non può essere chiusa fino a quando non saranno soddisfatte delle condizioni preliminari stabilite nell'accordo definitivo. Tali precondizioni includono, ad esempio, la presunzione della continua accuratezza delle dichiarazioni e delle garanzie del venditore, il completamento di perizie legali e l'assenza di qualsiasi cambiamento negativo sostanziale nella società target;
- gli indennizzi, attraverso cui si può richiedere di assolvere l'acquirente da responsabilità in caso di false dichiarazioni o violazioni di garanzie ed alleanze (allo stesso modo l'acquirente accetta di indennizzare il venditore). Di solito, vengono stabilite delle soglie minime (ad esempio, un anno intero di attività ed almeno un audit completo) per presentare eventuali reclami, nessuna parte potrà pertanto presentare le proprie rimostranze finché non verrà superata tale soglia;
- gli accordi di fusione, opzionale;

- altri documenti di chiusura, oltre al contratto di compravendita i documenti principali possono includere brevetti ed accordi di royalty, contratti di lavoro, mutui e linee di credito, contratti commerciali (con fornitori e clienti), contratti di distribuzione e rappresentanza commerciale, polizze assicurative, eventuali contenziosi pendenti, articoli costitutivi e certificati azionari.

In conclusione, la fluidità del processo dipende dalla sua complessità totale e, soprattutto, dal livello di fiducia tra le parti coinvolte. Non sembra, invece, essere la dimensione della transazione un buon indicatore di complessità, in quanto sono numerosi i casi in cui piccole transazioni in termini di prezzo d'acquisto si siano rivelate estremamente complicate, sia per la molteplicità delle parti coinvolte al tavolo della trattativa (investitori individuali, legali, manager dell'acquirente, venditore, banche, ecc...) sia per i livelli di approvazione normativa richiesti.

Alcuni manager che hanno maturato numerose esperienze dirette in materia di acquisizioni e fusioni aziendali si sono divertiti nel definire "circense" l'atmosfera che viene a crearsi in sede di alcune trattative particolarmente ed ingiustificatamente complesse.

## **2.2.8 – FASE 8: IMPLEMENTARE L'INTEGRAZIONE POSTCLOSING**

L'attività di integrazione postclosing è ampiamente considerata una delle fasi più importanti del processo di M&A.

In questo paragrafo verranno discusse le attività richieste immediatamente dopo la chiusura dell'accordo. Tali attività rientrano in quattro categorie: attuazione di un piano di comunicazione, mantenimento delle figure con responsabilità e competenze strategiche all'interno dell'organizzazione, identificazione dei fabbisogni di flussi di cassa operativi immediati ed impiegare le best practices di entrambe le società.

## PIANO DI COMUNICAZIONE

L'implementazione di un piano di comunicazione immediatamente dopo la chiusura risulta fondamentale per trattenere i dipendenti dell'azienda acquisita e mantenere il morale e la produttività a livelli più che soddisfacenti.

Il piano di comunicazione dovrebbe affrontare le preoccupazioni di dipendenti, clienti e fornitori. Nello specifico: i dipendenti devono capire in che modo la loro retribuzione, inclusi i benefits, potrebbe cambiare sotto la guida della nuova proprietà (in tal caso, i dipendenti potrebbero essere disposti ad accettare una perdita di benefici specifici solo se essi sono compensati da miglioramenti in termini di altri benefici o condizioni di lavoro); i clienti vorranno essere rassicurati che non ci sarà alcun deterioramento riguardo la qualità del prodotto-servizio e dei tempi di consegna durante il passaggio di proprietà; i fornitori saranno molto interessati a capire in che modo il cambio di proprietà influirà sulle vendite alla nuova azienda e, quindi, sul loro fatturato.

Gli esperti affermano che, quando è possibile, dovrebbe essere preferita una comunicazione vis-à-vis. Non è inusuale, infatti, che i dirigenti della società acquirente vengano inviati nelle sedi della società acquirente al fine di rivolgersi ai dipendenti per soddisfare le loro ragionevoli richieste d'informazioni. Gli alti funzionari dovrebbero, inoltre, contattare i gruppi di clienti e partner chiave, possibilmente di persona o telefonicamente per fornire loro le rassicurazioni necessarie.

Soddisfare queste legittime richieste informative da parte di dipendenti, clienti e fornitori subito dopo la chiusura, con assoluta franchezza, potrebbe contribuire notevolmente al senso di fiducia tra le parti interessate necessario per il successo finale dell'acquisizione.

## MANTENIMENTO DEI DIPENDENTI

Anche il mantenimento dei dirigenti di medio livello dovrebbe essere una priorità assoluta durante questa fase del processo di acquisizione. Spesso, ai senior manager dell'azienda target, viene chiesto di firmare i contratti di lavoro quale condizione per la chiusura.

Sebbene i senior manager forniscano la direzione generale per l'azienda, i manager di medio livello eseguono le operazioni quotidiane. Dovrebbero, pertanto, essere posti in atto piani per ridurre al minimo la perdita di tali soggetti, molti dei quali potrebbero ricevere offerte di lavoro dai concorrenti una volta annunciata la transazione. Alcune modalità di ritenzione del personale potrebbero consistere in bonus (o aumento dei bonus al superamento di determinati obiettivi, se già presenti), piani di stock options, premi, benefits, e programmi di commissioni di vendita migliorati.

### SODDISFARE I FABISOGNI DI FLUSSI DI CASSA

In molti casi, i fabbisogni di flusso di cassa operativo si rivelano superiori alle attese nonostante sia stata condotta un'approfondita due diligence pre-closing. Esistono, infatti, dinamiche che non possono essere conosciute dall'acquirente prima dell'effettiva gestione della nuova impresa. Ad esempio, dei crediti ritenuti esigibili potrebbero dover essere cancellati, la produzione potrebbe subire delle interruzioni in quanto i dipendenti faticano ad adattarsi alle nuove pratiche introdotte dall'azienda acquirente, uno o più concorrenti potrebbero sfruttare il cambio di proprietà per sottrarre i clienti dell'impresa acquisita con conseguenze importanti sul fatturato complessivo, i livelli di inventario risultano inadeguati al fine di mantenere i tempi di consegna desiderati, ecc....

Per quanto un'analisi ex-ante rimanga di fondamentale importanza, è bene che i manager più esperti tengano conto di queste potenziali dinamiche al fine di porre le giuste domande in sede di negoziazione e riservarsi, comunque, un certo "margine di errore" nella valutazione.

### IMPIEGARE LE BEST PRACTICES

Una motivazione comunemente utilizzata per giustificare un processo di acquisizione aziendale risiede nella realizzazione di specifiche sinergie operative, che si traducono in una migliore efficienza operativa, qualità del prodotto, servizio clienti e consegne puntuali. È probabile che entrambe le parti coinvolte nella transazione eccellono in aree diverse e per ragioni diverse. Un ottimo modo per le società unite di trarre vantaggio dai punti di forza di entrambe consiste nell'utilizzare le cosiddette "best practices" di ciascuna.

La realizzazione di queste nuove pratiche in tutta l'organizzazione può avvenire trasferendo coloro che hanno più familiarità con la mansione specifica nelle sedi che più ne hanno bisogno, utilizzando team composti da dipendenti di entrambe le società e lavoratori in formazione incrociata in entrambe le organizzazioni.

Le nuove pratiche possono essere ampiamente comunicate anche attraverso lo sviluppo di appositi key performance indicators (KPI). Va ricordato che queste misure dovrebbero consistere in fattori ritenuti importanti per il cliente, o in alternativa, dovrebbero essere basate su una riduzione significativa degli errori e quindi di sprechi e ritardi all'interno dell'organizzazione. Ad esempio, a seconda del tipo di attività interessata, tali KPI potrebbero includere: il numero di errori di fatturazione per ciclo di fatturazione (attivo/passivo), prestazioni di consegna puntuali sul totale delle consegne effettuate, il periodo di tempo di attesa del cliente per ricevere un rappresentante del servizio clienti, il numero di prodotti difettosi rispetto al totale della produzione, il tempo medio dell'evasione di un ordine, il time to market.

## **2.2.9 – FASE 9: VALUTAZIONI POST-CLOSING**

Le ragioni principali che scaturiscono dal condurre una valutazione post chiusura di un'acquisizione risiedono nel determinare se l'acquisizione

soddisfa le aspettative, individuare azioni correttive se necessario e identificare cosa è stato fatto bene e cosa, invece, dovrebbe essere fatto meglio in una prospettiva di acquisizioni future.

Una volta che l'acquisizione è giunta alla fase operativa, uno step importante nella misurazione del processo consiste nel valutare la performance effettiva rispetto a quella prevista nel piano di acquisizione. In molti casi, infatti, il management tende ad ignorare gli obiettivi di performance stabiliti in precedenza accettando prestazioni inferiori a quanto pianificato. Tuttavia, ciò può essere appropriato se circostanze fuori dal controllo dell'azienda provocano un cambiamento nell'ambiente operativo, si pensi ad una recessione che rallenti la crescita dei ricavi o modifiche del sistema normativo che precludano l'introduzione di un determinato prodotto.

Un'analisi introspettiva di un'acquisizione dovrebbe affrontare, nel modo più obiettivo possibile, una serie di quesiti mirati. Le domande da porsi possono variare a seconda del tempo trascorso dalla chiusura del contratto.

Dopo sei mesi, è opportuno interrogarsi su ciò che l'acquirente ha appreso riguardo l'attività e se le valutazioni iniziali fossero ragionevoli. In caso di risposta negativa è necessario domandarsi quali dinamiche dell'azienda target non fossero note e le ragioni di tale asimmetria, al fine di garantire che gli stessi errori di valutazione non vengano commessi anche in futuro.

Dopo circa un anno è possibile capire se l'azienda sta mantenendo le aspettative, in questa fase è necessario capire quali siano le azioni da implementare al fine di riportare in carreggiata l'attività in caso di mancato rispetto dei piani. Nello specifico, sarebbe opportuno chiedersi se i costi per sistemare la situazione poco auspicabile siano compensati dai rendimenti attesi e se l'azienda disponga delle persone giuste per gestire l'attività in ottica di lungo periodo.

Dopo circa due anni bisogna valutare se l'attività appaia ancora interessante dal punto di vista economico e, in caso contrario, capire se sussistano motivi per una cessione.

Manager esperti in materia di M&A suggeriscono che, sebbene a volte possa sembrare umiliante, vale sempre la pena dedicare del tempo

all'identificazione delle lezioni apprese da ciascuna transazione. Essi ritengono, inoltre, che questo esercizio sia molto trascurato e porta le aziende a commettere gli stessi errori. Ciò si verifica persino nelle aziende che attuano sistematicamente processi di acquisizione, poiché le persone coinvolte nel processo possono essere diverse da una transazione all'altra.

Di fatto le lezioni apprese da determinati soggetti in una transazione completata potrebbero non essere prontamente disponibili per coloro i quali stanno intraprendendo una nuova acquisizione ma che fanno parte di una diversa area dell'azienda.

Le aziende altamente acquisitive, dunque, dovrebbero dedicare risorse legali, finanziarie, di marketing e di sviluppo aziendale al fine di supportare le acquisizioni effettuate in tutta l'azienda. In tal modo l'azienda riduce al minimo la possibilità che gli stessi errori vengano reiterati.

## **CAPITOLO 3 - IL RUOLO DEL MANAGEMENT**

Durante il processo di integrazione, gli alti dirigenti creano valore quando riescono a delineare in modo netto e ad affrontare con decisione i difficili compiti connessi alla leadership, in particolare essi devono chiedersi costantemente dove risiedono le opportunità per migliorare lo stato di salute della fusione, e lì devono indirizzare i loro sforzi.

Le interviste condotte da David Fubini, direttore della sede di Boston della *McKinsey & Company*, hanno regolarmente evidenziato cinque sfide a livello

manageriale, tutte legate all'abilità degli alti dirigenti di comprendere le diverse implicazioni dell'integrazione sulla salute aziendale. Tali sfide saranno l'oggetto di questo capitolo.

### 3.1 - CREARE LA NUOVA AZIENDA A PARTIRE DAL VERTICE

Durante la fusione, il personale e i dirigenti della squadra che si occupa del processo di integrazione sono chiamati a compilare una miriade di modelli con lo scopo di facilitare la transizione verso la nuova società. Simili modelli rappresentano, ad esempio, le specifiche fonti di sinergie e lo spostamento del personale dalle unità organizzative preesistenti verso la loro nuova destinazione all'interno dell'organizzazione.

Queste informazioni sono essenziali nel definire il punto di partenza ed il punto di arrivo dell'integrazione. Nel caso in cui il modello di riferimento mancasse della qualità necessaria, le debolezze del gruppo dirigente si riverserebbero sul resto dell'organizzazione. Numerosi accademici convengono sul fatto che il gruppo dirigente dell'azienda che va nascendo dalla fusione rappresenta esattamente ciò che l'azienda potrà essere.

Non si tratta solo di mandare i giusti segnali, per quanto ciò sia importante, ma di assumere decisioni pratiche, spesso difficili, che possono essere ricondotte a tre categorie: le nomine, l'allineamento al vertice e la chiarezza dei ruoli.

- Le nomine forniscono un segnale forte riguardo alla direzione assunta dalla nuova azienda e, in modo più sottile, riguardo al grado di impegno nel perseguire la linea d'azione pubblicamente annunciata. Un'indagine condotta dalla McKinsey su 161 fusioni ha mostrato che il tempismo nella nomina del gruppo dirigente è un ottimo indicatore della performance a lungo termine della nuova azienda: in generale,

tanto più presto il processo decisionale ha inizio e fine tanto migliori sono i risultati storicamente conseguiti;

- l'allineamento al vertice: per quanto le decisioni relative alle nomine possano essere difficili, se non altro alla fine risulta chiaro a tutti ciò che è stato deciso; al contrario, la compattezza del gruppo dirigente è il risultato piuttosto vago di una gamma di attività eterogenee. Alcune indagini hanno mostrato che concentrarsi sull'ambiente esterno ha sovente un effetto catalizzante, che porta i membri del gruppo a superare più rapidamente delle eventuali frizioni interne. Per usare le parole di Micheal Kay la chiave risiede nello "spostare l'argomento della discussione sui clienti", ossia il gruppo dirigente trova compattezza spostando la propria attenzione da sé stesso e dal processo di integrazione al mondo esterno dei clienti e della concorrenza. Alcuni CEO richiedono, inoltre, che la linea d'azione dell'azienda venga discussa apertamente dai vari membri del comitato esecutivo;
- la chiarezza dei ruoli: i membri del gruppo dirigente condividono responsabilità per il futuro dell'azienda nel suo complesso ma assumono anche responsabilità individuali ben delineate. Non solo ai fini del successo dell'integrazione ma anche per affrontare le sfide presenti e future dell'azienda essi dovranno lavorare insieme, in modo complementare, e per farlo è necessario che i ruoli vengano definiti con estrema chiarezza.

In ogni caso è importante che il gruppo dirigente incarni da subito la nuova azienda presentandosi come una squadra. Tuttavia, il numero di individui e di livelli che entrano a far parte di questo gruppo dipende in gran parte dal contesto.

Alcuni responsabili delle aziende intervistate hanno provocatoriamente affermato che, sebbene i dirigenti al vertice dovrebbero essere messi alla prova per verificare se abbiano o meno le competenze necessarie per la creazione di valore, lo stesso dovrebbe accadere a livello di consiglio, poiché

se il consiglio risulta diviso non può ricoprire al meglio il necessario ruolo di guida, né sostenere il CEO.

In effetti, sono ben poche le aziende che modificano la composizione del consiglio di amministrazione come conseguenza di un'acquisizione o di una fusione, questo potrebbe essere in parte spiegato dal fatto che i consigli stessi difficilmente sollecitano la creazione di un gruppo snello.

La creazione del gruppo dirigente rappresenta una sfida immediata e cruciale per l'azienda in corso di fusione, è necessario scegliere la squadra ottimale in funzione degli obiettivi aziendali, i suoi membri devono essere allineati intorno a quegli obiettivi ed i rispettivi ruoli devono essere definiti chiaramente affinché la collaborazione possa essere efficace. Quanto detto può risultare molto difficile da mettere in pratica nel periodo carico di tensione che precede la chiusura, o anche in quello immediatamente seguente.

Le quattro sfide a livello di leadership esaminate nei prossimi capitoli sono tutte secondarie rispetto alla prima e più difficile: la creazione della nuova azienda a partire dal suo vertice. È necessario un gruppo dirigente forte e compatto per poter affrontare i non semplici compiti relativi alla storia aziendale, alla cultura societaria, agli stakeholder esterni ed all'apprendimento. È quasi impossibile plasmare efficacemente il contesto culturale se manca un gruppo dirigente che incarna la cultura desiderata. La nuova azienda inizia realmente da qui.

## **3.2 - COMUNICARE LA STORIA AZIENDALE**

Ogni principale gruppo di stakeholder, non soltanto il personale e gli investitori, ma anche i clienti, i partner d'affari, le comunità di riferimento e le autorità di regolamentazione ricevono piena attenzione alle proprie condizioni. La comunicazione si avvale di svariati canali e coinvolge il management ad ogni livello, inoltre non si limita più alla sola efficacia del

progetto, ossia di comunicare al personale ciò che deve sapere al fine di portare a termine il processo di integrazione, ma ha assunto un approccio più interattivo.<sup>16</sup>

Assicurarsi il supporto degli investitori, fare in modo che i dirigenti chiave non lascino l'azienda ed impedire il depauperamento delle relazioni commerciali sono oggi obiettivi fondamentali in ogni piano di comunicazione nell'M&A. Numerosi esperti in termini di integrazione suggeriscono di monitorare sistematicamente il successo dell'azienda sulla base di tali obiettivi e di rivedere il programma di comunicazione sulla base dei feedback ricevuti durante il processo.

Nei contesti specifici di acquisizioni e fusioni, saper ascoltare è importante quanto saper parlare: secondo le indagini condotte da D.Fubini, comunicare frequentemente con i clienti è risultato essere un fattore critico di successo, tuttavia, lo stesso non si è riscontrato nel caso di altri stakeholder, quali i diversi partner lungo la catena logistica e persino i mercati finanziari. Di conseguenza emerge che l'approccio alla comunicazione deve essere calibrato per ogni gruppo di stakeholder.

Se è vero che porre eccessiva enfasi sul quadro generale può essere controproducente, è comunque importante far comprendere in che modo la fusione si inserisca in un contesto più ampio. Tale contesto prende l'espressione di "storia aziendale" e, tale storia, deve raccontare un cambiamento.

La sfida della leadership, in tal senso, è comunicare la fusione non come un racconto a sé stante, ma piuttosto come un episodio all'interno di una storia molto più ampia, una storia che si estende all'indietro, nel passato delle due aziende e in avanti, nel loro futuro congiunto.

---

<sup>16</sup> Incrementare la frequenza è spesso considerata la soluzione più immediata ai problemi della comunicazione. Tuttavia, da osservazioni empiriche è emerso che la frequenza influisce sulla performance solo in circostanze particolari e con specifici stakeholder. In particolare, è importante comunicare di frequente con i dipendenti, ma ancora più importante è il modo in cui questa comunicazione avviene: dovrebbe essere il più individualizzata possibile ed i flussi di informazioni dovrebbero scorrere nelle due direzioni.

Quando la storia aziendale è chiara e viene trasmessa in maniera convincente, gli osservatori non hanno bisogno di faticare per comprendere in che modo l'ultimo accordo entri a farne parte. Un ulteriore fattore di successo è ricoperto dalla coerenza strategica: è stato, infatti, osservato che la coerenza della storia, in particolare per quanto riguarda la visione del futuro, può contribuire a rendere l'azienda più attraente agli occhi di una gamma di potenziali partner molto diversi tra loro. Quest'ultima affermazione è spiegata dal fatto che una delle aziende acquisite possa aver maturato delle competenze in grado di costituire la base di partenza per nuove iniziative future.

Se da un lato il futuro dell'azienda ricopre un ruolo primario nella comunicazione, dall'altro gli stakeholder sono fortemente influenzati da quella che potrebbe essere definita "backstory"<sup>17</sup>, ossia dagli eventi passati della storia aziendale che continuano ad incidere sui loro pensieri e comportamenti, in quanto nessuna fusione può fare "tabula rasa" del passato. Nel bene o nel male, la backstory non può essere ignorata e nel comunicare la storia aziendale si dovrebbe, pertanto, cercare di partire dallo stesso punto del pubblico di riferimento.

### **3.3 - SVILUPPARE UNA NUOVA CULTURA DELLA PERFORMANCE: IL CONTRATTO DI PERFORMANCE**

Quando si parla di M&A, l'integrazione culturale è l'argomento più controverso. In questo campo, non solo manca il consenso su quella che è la prassi migliore da adottare, ma la ricerca accademica ha dato luogo a risultati incerti ed a volte persino contraddittori, riscontrando una gamma di approcci diversi che spaziano dall'impegno intenso e diretto nell'affrontare la sfida della fusione culturale fino ad un approccio più tradizionale o di "laissez faire" incentrato sugli obiettivi commerciali dell'integrazione, con la

---

<sup>17</sup> L'espressione backstory è mutata dal linguaggio impiegato nella scrittura di sceneggiature, dove si riferisce alla storia passata dei personaggi, che non viene necessariamente narrata sullo schermo, ma che tuttavia esercita una notevole influenza sul loro modo di pensare ed agire.

premessa che dall'intensa interazione fra le due parti emergerà naturalmente un esito culturale auspicabile.

In merito all'integrazione culturale esistono due false credenze che impediscono una visione chiara di questa sfida e che sembrano esercitare sui manager un'influenza inconsapevole. Secondo la prima, indicata come "il mito della sopravvivenza del più adatto", la più forte delle due culture emergerà naturalmente in una sorta di gara Darwiniana della specie, in cui sopravviverà solo la cultura che meglio risponde agli stimoli offerti dalla quotidianità. Ne consegue che, secondo questo mito, non è necessaria alcuna gestione del processo di integrazione culturale.

Nella maggior parte dei casi, però, il risultato ottimale è più complesso della semplice vittoria di una cultura sull'altra, spesso entrambe le parti hanno, infatti, importanti tratti culturali che vale la pena di conservare nella società risultante dalla fusione. Empiricamente non è raro osservare aziende che abbiano identificato e fatto propri i punti di forza complementari delle due parti. Tuttavia, per quanto non sia politicamente corretto, i dirigenti non dovrebbero comunque trascurare l'eventualità che una delle due culture sia oggettivamente superiore all'altra per diversi aspetti salienti dal punto di vista economico e commerciale, e mentre può essere ragionevole ipotizzare che la cultura più debole di una società acquisita non possa prevalere su quella dell'acquirente, in particolar modo se la società acquisita sia molto più piccola, non è affatto ragionevole presupporre che le debolezze nella cultura di quest'ultima possano scomparire in maniera autonoma, ma si rende necessario un approccio interventista da parte del management.

La seconda falsa convinzione, nettamente contrastante con la prima, afferma che il nuovo vertice è in grado di implementare rapidamente ogni cambiamento culturale desiderato in entrambe le aziende coinvolte nella fusione. Quando due aziende si uniscono, possono trovarsi di fronte ad una gamma apparentemente infinita di differenze culturali profondamente radicate che hanno ripercussioni sul modo in cui gli affari vengono gestiti (o non gestiti).

Sebbene in numerose integrazioni una buona percentuale dei dipendenti continua a svolgere le proprie mansioni nella sede attuale e con gli stessi

colleghi, si riscontra che le frizioni più nocive sono spesso confinate a livello di top management ed in alcuni punti di interfaccia tra le due organizzazioni. Inoltre, nelle acquisizioni/fusioni interazionali, i problemi possono essere esacerbati da fallimenti nella comunicazione.<sup>18</sup>

La cultura aziendale si origina nel tempo come il frutto delle interazioni che avvengono tra i vari attori che operano in azienda. L'approccio ritenuto più promettente consiste nell'intervenire attivamente nel plasmare il risultato culturale ma concentrando gli sforzi su quella che viene definita "cultura della performance", cioè quell'insieme cruciale di atteggiamenti e comportamenti necessari per creare valore all'interno dell'azienda risultante dalla fusione.

L'enfasi andrebbe, dunque, posta fermamente su ciò che è necessario per avere successo in futuro, definito in termini quanto più possibile concreti, orientati all'esterno ed al mercato.

Al cuore della cultura della performance troviamo il "contratto di performance", il quale è composto dall'insieme di obbligazioni reciproche che consente ad entrambe le parti di originare una nuova azienda in grado di realizzare il proprio potenziale in termini di buon andamento. Tale contratto è formato dai cosiddetti standard di gestione: come servire i clienti, come gestire i processi, quali sono i livelli di qualità da raggiungere, in che modo interagire con i colleghi, come vengono prese le decisioni e molti altri aspetti che vengono definiti in maniera più o meno esplicita.

Un approccio coerente al contratto di performance poc'anzi menzionato è rappresentato dall'adozione del value-based management, ossia un approccio manageriale improntato sui risultati ottenuti in termini di valore.<sup>19</sup>

C'è chi ritiene che l'istituzione di una forte cultura della performance dipenda dalla definizione di un contratto di performance che specifichi le

---

<sup>18</sup> Jean François Pontal, ex CEO di Orange ha raccontato in un'intervista di come un "no" inglese fosse stato tradotto in un esplicito "si" francese, concludendo il discorso con la riflessione che le persone pensano di comprendersi a vicenda quando ciò non è affatto scontato, la conoscenza operativa della lingua dell'altra parte non basta, ovviamente, per colmare quest'abisso.

<sup>19</sup> Secondo McGrath un approccio di questo tipo cambiò la cultura dal lato della Guinness molto più dei classici strumenti di cambiamento culturale quali ad esempio l'affermazione dei valori aziendali.

obbligazioni reciproche all'interno della nuova impresa in maniera limpida e che il progetto di integrazione debba essere gestito rispecchiando tali termini.

Si potrebbe affermare che tutte le aziende abbiano un proprio contratto di performance, seppur in forma tacita, e per quanto di cattiva qualità magari. Un evento "disruptive", come ad esempio una fusione, fornisce l'occasione per rivederlo e rafforzarlo. L'efficacia di tali contratti dipende in modo decisivo dalla misura in cui gli alti dirigenti si attengono ad esso, poiché loro per primi devono tenere i comportamenti che vorrebbero vedere diffusi all'interno della società in corso di fusione. L'importanza che i leader diano il buon esempio è, infatti, un concetto piuttosto familiare per la ricerca accademica sui comportamenti organizzativi.

Alla luce delle considerazioni fin qui riportate, il modo migliore di confrontarsi con la cultura, ossia il nucleo più complesso ed inafferrabile dei problemi legati all'integrazione, appare essere quello che consiste nell'abbinarla strettamente agli obiettivi di creazione di valore i quali, prima di tutto, vi hanno portato ad intraprendere la fusione.

### **3.4 - TUTELARE GLI STAKEHOLDER ESTERNI**

La decisione di non far pesare il meccanismo dell'integrazione su clienti ed altri stakeholder rappresenta un autentico progresso ed andrebbe premiata. Tuttavia, le due società impegnate nel processo di m&a interagiscono abitualmente con questi gruppi di soggetti e, per quanto ci si sforzi di isolare l'integrazione dalla normale attività dell'impresa, il subbuglio inevitabile che si crea durante questo processo inciderà comunque su tali interazioni.

Come suggerisce Eric Benhamou, CEO di 3Com, ai fini della riuscita di una fusione veramente sana, è necessario adottare sin dall'inizio un atteggiamento di profonda umiltà riguardo a ciò che si è convinti di sapere,

“dove i concorrenti potrebbero attaccare durante il processo di integrazione, quali relazioni commerciali sono più vulnerabili e quali caratteristiche del nuovo marchio devono essere protette con più cura, sono domande che non possono trovare risposte certe ed immediate, bensì è necessario del tempo prima che le rispettive conoscenze si mescolino in modo da formare un patrimonio condiviso”.

Fra le cose meno prevedibili nella gestione di un'integrazione si trovano il “quando” e il “come” i clienti ed altri stakeholders reagiranno alla fusione. La prassi delle integrazioni si basa sull'implicito presupposto che questi stakeholders non debbano essere al corrente di ciò che accade finché non saranno contattati, ed a quel punto reagiranno come previsto nel progetto di integrazione.

Va precisato che non tutti gli stakeholder vengono gestiti allo stesso modo: gli investitori, così come i dirigenti ed il personale, recitano un ruolo fondamentale nel processo di integrazione e le loro preoccupazioni relative al modo in cui la fusione inciderà su una o su entrambe le società vengono solitamente affrontate sistematicamente al momento dell'annuncio; altri stakeholder invece, quali clienti, partner commerciali, comunità, sindacati e autorità di regolamentazione tendono ad essere maggiormente trascurati sotto questo punto di vista. Questo deriva, in parte, dalla concezione che tali soggetti dovrebbero essere tenuti al riparo dagli effetti della fusione.

Tuttavia, ipotizzare che clienti ed altri stakeholder possano essere totalmente tutelati da acquisizioni e fusione è illusorio, poiché in realtà è quasi inevitabile che essi ne subiscano l'impatto. È stato, infatti, dimostrato che questo genere di salvaguardia spesso non funziona, perché nonostante gli sforzi delle aziende tali gruppi di soggetti esterni sono estremamente attenti nel recepire qualunque variazione negativa rispetto alle proprie aspettative.

Trascurare gli stakeholder esterni rispecchia un cambiamento implicito di obiettivo dalla “salute aziendale” alla “salute organizzativa”, un concetto, quest'ultimo, molto più ristretto e che coinvolge solo dirigenti e lavoratori. Se da un punto di vista concettuale questa differenza possa sembrare frutto di una “pignoleria” lessicale, dal punto di vista pratico può fare una notevole differenza: restringere la portata della salute può avere conseguenze avverse,

in particolare, potrebbe indurre a focalizzarsi sull'efficacia delle scelte adottate in materia di integrazione trascurando quelli che sono gli obiettivi di creazione di valore.

Parlare di servire meglio i clienti non equivale a servirli davvero meglio, talvolta troppi discorsi potrebbero essere controproducenti. Non è possibile valutare appieno lo stato di salute di una fusione rimanendo all'interno del progetto di integrazione, o addirittura all'interno dei confini dell'azienda in corso di fusione, ma si rende necessario avere una percezione concreta di ciò che succede anche all'esterno.

La diminuzione di attenzione rivolta all'esterno dei confini aziendali è un rischio importante che non andrebbe sottovalutato, in quanto la concorrenza sfrutta regolarmente le disattenzioni che una fusione porta con sé per sottrarre clienti (e, quindi, quote di mercato) alle aziende impegnate nel processo di m&a.

È necessario ricordare ai dirigenti ed ai dipendenti, preoccupati dalle tensioni interne dell'integrazione, che la salute della fusione dipende in ugual misura anche dai soggetti che non vengono "integrati". Le questioni riguardanti clienti, partner commerciali, figure della supply chain, operatori logistici possono influire sul valore creato in modo sottile ma tuttavia decisivo.

### **3.5 - PROMUOVERE L'APPRENDIMENTO IN CORSO DI INTEGRAZIONE**

All'inizio di ogni integrazione i manager si sentono spesso sopraffatti dalla necessità di apprendere, poiché le incertezze sono molteplici.

Greg Hill, direttore dell'integrazione durante l'acquisizione della Enterprise Oil da parte di Shell nel 2002, parla del processo di integrazione come "un viaggio di scoperta".

Spesso, l'impellente bisogno di imparare quello che c'è da sapere sul nuovo partner appare così importante da distogliere l'attenzione dalla necessità

complementare di far luce su quella che viene definita “corporate self-knowledge”.

Al livello più basilare, la corporate self-knowledge è utile per individuare le lacune relative alle attuali capacità dell’azienda, lacune che potrebbero ostacolare l’integrazione o limitare il potenziale della società risultante dalla fusione.

Spesso si parla di corporate self-knowledge in termini astratti, come se fosse il prodotto della ricerca di un’essenza elusiva ed intangibile, di un’immaginaria “anima” dell’impresa, quando altro non è che la comprensione di sé stessi, ossia come di un’azienda che compete con altre aziende per offrire valore ai propri clienti in un contesto dinamico e mutevole. È qualcosa di relativo, poiché dipende dal contesto. Corporate self-knowledge significa, dunque, qualcosa in più di sapere chi siete: significa sapere chi siete per gli altri.

Uno dei vantaggi meno evidenti ma sicuramente rilevante delle fusioni riguarda l’opportunità che esse offrono di “aggiustare” la valutazione delle proprie capacità, laddove potrebbero essere inadeguate o non aggiornate.

L’incontro ravvicinato con un’altra azienda attraverso una fusione o un’acquisizione può ampliare la propria consapevolezza del contesto in cui si agisce, il modo in cui aziende simili gestiscono i processi, affinando quella che potremmo definire come “comprensione interna”.

La capacità di prendere atto dei propri limiti, nonché dei punti di forza, costituisce una parte fondamentale della corporate self-knowledge.

Una più o meno naturale conseguenza di questa consapevolezza si traduce in una maggiore umiltà, la quale porta con sé effetti estremamente benefici in termini di apprendimento, poiché stimola la curiosità nei confronti dell’azienda partner e quindi la possibilità di creare iniziative che portino un valore aggiunto all’azienda.

Al fine di promuovere l’apprendimento durante un processo di integrazione è, inoltre, importante prendere in considerazione una serie di attività tra cui: comunicare apertamente, ossia fornire informazioni chiare e trasparenti sulla situazione e sulle aspettative così da ridurre l’incertezza e l’ansia del personale sui vari livelli; coinvolgere i dipendenti nelle attività di

integrazione, nonché offrire opportunità di partecipazione e creare un ambiente di lavoro inclusivo attraverso incontri di gruppo, focus group o altri strumenti di feedback; fornire opportunità di formazione per sviluppare le competenze necessarie per l'integrazione e per comprendere le culture aziendali; definire valori e obiettivi comuni per creare una cultura aziendale unificata; monitorare sistematicamente il processo di integrazione e apportare le modifiche necessarie per garantire il successo dell'operazione; riconoscere e premiare i successi, sia individuali che collettivi, per motivare i dipendenti e migliorare l'efficacia dell'integrazione.

Per concludere, valore, risorse umane e adattamento sono i tre grandi principi trattati dalla letteratura in materia di integrazione. L'esperienza in materia di integrazione da parte di migliaia di manager, nel corso di diversi decenni, si può condensare in questi tre concetti. Alla direzione viene, dunque, richiesto di concentrarsi risolutamente sul valore, affrontare sistematicamente le questioni riguardanti le risorse umane e adattare ogni integrazione in modo dinamico sulla base delle necessità

Alla luce di quanto detto finora, è possibile affermare il contrario rispetto alla concezione diffusa sulle acquisizioni, secondo cui il fattore più importante risiede nell'attività oggetto di acquisizione: in realtà potrebbe risultare più rilevante ciò che si è.

*PARTE SECONDA: FINPROJECT S.p.A. E  
L'ACQUISIZIONE DA PARTE DI VERSALIS  
(ENI)*

## **CAPITOLO 4 – FINPROJECT S.P.A. E L'ACQUISIZIONE DA PARTE DI ENI**

### **4.1 – FINPROJECT: CENNI STORICI**

La storia di Finproject ha origine nel 1965 in Italia, a Morrovalle (MC) nella regione Marche, col nome V.B.P., acronimo dei cognomi dei tre Soci fondatori guidati da Euro Vecchiola, il quale è stato, fino al 2021, il Presidente del gruppo.

V.B.P. nacque come una piccola impresa del settore calzaturiero, specializzata nella produzione allora artigianale di tacchi e sottopiedi in cuoio per le imprese manifatturiere locali. Successivamente, grazie gli investimenti in ricerca e tecnologia dei materiali, rivoluzionerà tutto il mercato grazie a due

grandi innovazioni: le soles monoblocco in cuoio PVC (i "fondi George", brevettati nel 1978) e le soles in gomma termoplastica TR.

A dieci anni dalla nascita, Finproject è una delle maggiori industrie produttrici di soles in tutta Europa, con una produzione che conta 2.500.000 di paia prodotte e vendute in un anno, ed esporta già le sue competenze in oltre venti paesi.

Tra il 1970 e il 1980 vengono attivate nuove unità produttive a Montecosaro, Ancarano, Morrovalle, Ascoli Piceno e vengono inoltre costituite nuove entità societarie per linea di business. Negli stessi anni vengono messi in produzione nuovi materiali flessibili, resistenti e leggeri e applicazioni che assegnano al gruppo di Morrovalle la leadership assoluta di mercato: a partire da AIR WEIGHT® (brevettato nel 1982) ed AIRGUM® sino all'innovativo XL EXTRALIGHT®, materiale plastico ultraleggero di eccezionale innovazione con cui diversifica la produzione, entra in nuovi settori e si apre al mercato internazionale.

Nel 1989 Euro Vecchiola decide di consolidare tutte le attività industriali accentrandole in Finproject S.p.A., società capogruppo verso cui confluisce tutta l'impresa che, nel 1994 e nel 1997, acquisisce le certificazioni internazionali di qualità ISO 9002 e ISO 9001, per la prima volta rilasciate in Europa ad una azienda del settore. Contestualmente, uno dei soci fondatori, Battista Faraotti, decide di uscire dalla società per dare alla luce, nel 1993, Fainplast Compound s.r.l., attuale principale competitor di Finproject.

La prima opportunità di concretizzare la vocazione internazionale delle industrie Finproject si presenta in Canada nel 1996, anno in cui si definisce la joint venture con Evasol Plastic (attuale Foam Creations Inc.). La filiale canadese dà il via a nuovi importanti successi di mercato che porteranno alla luce il celebre zoccolo di gomma colorato Crocs dell'omonima azienda (NASDAQ: CROX). La grande crescita nel nord America ha favorito anche la costituzione di siti di produzione esteri.

## 4.2 - FINPROJECT NEL PRESENTE

Oggi il gruppo Finproject è leader dell'industria internazionale nella produzione di granuli PVC e commercializzazione di PVC compounds compatti ed espansi e nella produzione di soole e manufatti ultraleggeri per i più importanti marchi del mercato calzaturiero e di altri settori industriali, tra i quali Prada, Giorgio Armani, Off-White, Fear of God, Timberland e molti altri.

Al fine di raggiungere una posizione simile nel mercato, Finproject ha intrapreso una strategia di integrazione verticale, in modo da poter svolgere una pluralità di fasi produttive al proprio interno, con l'obiettivo di avere un controllo diretto sui processi e sulla qualità dell'output.

L'azienda, ad oggi, si compone di tre divisioni, alle quali se ne può aggiungere una quarta: Compounds, Engineering, Moulding e Ricerca e Innovazione.

### COMPOUNDS



La divisione Compounds accentra da sempre la produzione core di Compounds PVC rigidi e plastificati, di Leghe polimeriche e speciali Poliolefine (Polyolefin Compounds) tra cui i Compounds contraddistinti dal marchio Levirex®, innovativo compound a base di poliolefine espandibili e reticolabili mediante tecnologia di stampaggio ad iniezione.

Questa divisione pone alla base della sua attività di produzione di materiali plastici il lavoro di ricerca e sviluppo da parte di un team tecnico altamente

qualificato che opera nei laboratori interni di sperimentazione, tecnologicamente all'avanguardia e in costante aggiornamento. Si tratta di una risorsa preziosa che assicura a Finproject la capacità industriale di rispondere, in linea con le normative vigenti, a qualsiasi richiesta di mercato nel campo delle materie plastiche, tanto da rendere Finproject uno dei più specializzati produttori di granuli di plastica al mondo.

La grande forza imprenditoriale e industriale di Finproject Compounds Division è, infatti, la capacità di individuare le composizioni chimiche delle materie prime adatte alle esigenze del mercato e di mettere in atto sistematicamente nuovi prodotti e processi di produzione di granuli PVC, lavorazione plastica e stampaggio delle materie plastiche customizzati a seconda del cliente e della destinazione d'uso.

La selezione delle materie prime è il primo step della ricerca e della produzione: un attento controllo della qualità utilizzata permette di eseguire e assicurare il controllo e la qualità di tutte le fasi del processo di produzione sino al composto o granuli PVC e al semilavorato finito.

Grazie alla vasta gamma di PVC Compounds utilizzati in numerosi settori d'applicazione, quali l'estrusione, lo stampaggio e il soffiaggio, la Finproject Compounds Division è un partner valido per i clienti impegnati nelle varie categorie merceologiche di riferimento dei polimeri, come ad esempio le industrie dei cavi elettrici, dei serramenti, dei tubi, delle guarnizioni, dei profili rigidi e morbidi per il settore mobiliare, delle calzature, dei flaconi e dei contenitori pvc.

## ENGINEERING



La Divisione Engineering ha ereditato l'attività e l'esperienza della precedente officina Stamproject, costituita negli anni '80 e specializzata nella realizzazione di stampi in alluminio per lo stampaggio a iniezione di materiali plastici.

La divisione Engineering garantisce ai clienti Finproject il know how indispensabile nella progettazione e nell'assemblaggio degli stampi per materie plastiche, la padronanza delle più moderne tecnologie e la possibilità di interfacciarsi con i tecnici di grande competenza e formazione presenti in azienda, quali diretti responsabili del progetto.

La tecnologia utilizzata per la progettazione degli stampi per materie plastiche si basa sull'utilizzo di Sistemi Cad i quali, in combinazione agli scanner ottici, permettono la ricostruzione di modelli 3D. Il sistema è in grado di scambiare i files dei progetti commissionati e di interagire con il cliente che ha facoltà di visionare in tempo reale la realizzazione del lavoro e di intervenire direttamente con eventuali modifiche.

Gli stampi sono realizzati mediante l'utilizzo di fresatrici cinque assi ad alta velocità robotizzate che garantiscono un elevato standard qualitativo, economics competitivi e tempi minimi di consegna.

Inoltre, all'interno della divisione Enigeneering opera un reparto all'avanguardia di fotogrammetria che, tramite uno scanner a tecnologia ottica per la digitalizzazione 3D di superfici, è in grado di acquisire dati metrici di un oggetto senza alcun tipo di contatto. La rilevazione di immagini fotografiche tradotte in modelli matematici e la digitalizzazione 3D di superfici garantiscono flessibilità e precisione nello sviluppo di qualsiasi tipo di progetto.

## MOULDING



La Moulding Division rappresenta il cuore e la mente delle industrie Finproject, dove da oltre 50 anni formazione, competenza, sviluppo tecnico e innovazione tecnologica si uniscono al design, alla ricerca stilistica e alla creatività made in Italy per offrire ai propri clienti e partner servizi e prodotti d'avanguardia e altamente qualificati.

Nel 1996 Finproject S.p.A. ha brevettato il processo di stampaggio per iniezione di soles realizzate con composti a base poliolefinica espandibile e reticolabile (XL EXTRALIGHT®). Questo particolare processo di stampaggio soles per le scarpe ha permesso di eseguire ad arte il controllo dimensionale del prodotto per la prima volta nel settore del moulding.

Come è intuibile, questa divisione lavora a stretto contatto con l'engineering, in quanto se da un lato vi è la collaborazione con il cliente al fine di stabilire le specifiche, in termini di forme e materiali utilizzati che soddisfino tutte le sue richieste, dall'altro vi è la messa in funzione dello stampo e quindi il processo mediante il quale viene effettivamente generato l'output.

## RICERCA E INNOVAZIONE



Da oltre 50 anni le industrie Finproject investono risorse costanti nella formazione e nell'aggiornamento delle competenze, nelle attività di ricerca e sviluppo tecnico e tecnologico, nell'analisi dei mercati e delle tendenze dell'industria.

Finproject S.p.A. applica e promuove l'impegno nella innovazione e il costante miglioramento della lavorazione plastica e dei materiali plastici, con questo impegno e la leadership conseguita nella ricerca, nella qualità, nella sicurezza e sostenibilità dei materiali e dei sistemi di produzione, le industrie Finproject hanno acquisito le più importanti certificazioni internazionali di qualità.

In particolare, le attività di ricerca ed innovazione si concentrano su: ricerca chimica delle composizioni e dei materiali PVC compounds con caratteristiche di eccellenza, aggiornamento e miglioramento continui delle tecnologie impiegate nei processi produttivi, test di laboratorio sistematici, scrupolosa attenzione nelle fasi di lavorazione materie plastiche e produzione granuli PVC nonché lo stampaggio, rispetto assoluto delle caratteristiche tecniche di ciascun prodotto nelle sue diverse fasi e applicazioni.

I laboratori Finproject sono impegnati da sempre nell'aggiornamento della ricerca e della sperimentazione sui materiali e con questa mission partecipano al network di studio Material ConneXion®, il più grande centro internazionale di ricerca e consulenza sui materiali innovativi e sostenibili.

Oggi l'azienda conta 11 plant produttivi, di cui 5 in Italia e 6 all'estero, tra i quali la divisione Nord Americana Foam Creations Inc. Nello specifico, il gruppo Finproject è presente in Messico, Cina, Romania, India e Vietnam. Finproject è inoltre presente negli Stati Uniti, in Brasile, a Singapore ed in Turchia attraverso la costituzione di uffici di rappresentanza.

## **4.3 – FINPROJECT E SOSTENIBILITÀ**

Mission del gruppo Finproject è, sin dagli esordi, la ricerca costante di materiali plastici e progetti innovativi per tecnica, utility e design in stretta collaborazione con i propri clienti e partner per garantire il più alto livello di qualità in performance, sicurezza e fruibilità dei prodotti e delle loro infinite applicazioni nell'industria, sempre all'insegna della rivoluzione extraleggera di cui Finproject è stata la prima artefice, anche con un occhio attento alla sostenibilità ambientale.

Mediante la divisione Compound, infatti, Finproject ha aderito al programma "Responsible Care" e, con il marchio "Green Compound", al Gruppo Compound a sostegno e nel rispetto delle policies di sostenibilità ambientale, impegno che Finproject continua a perseguire anche attraverso l'autosviluppo di macchine ecosostenibili per il recupero e il riutilizzo di scarti industriali e l'uso di impianti energetici fotovoltaici nei propri stabilimenti.

In data 13 gennaio 2022 l'azienda ha ottenuto i certificati ISCC-PLUS nei propri siti industriali nelle Marche e in Abruzzo per Bio, Bio-circular, Circular Compound e Bio, Bio-circular, Circular Plastic Products, ottenuti utilizzando materie prime sostenibili.

ISCC Plus rappresenta un'estensione dell'applicazione dello standard ISCC (International Sustainability & Carbon Certification), un sistema di certificazione della sostenibilità legato agli obiettivi di sostenibilità inclusi nell'Agenda 2030 presentata dalle Nazioni Unite e in particolare al n.12, volto a "Garantire modelli sostenibili di produzione e di consumo". La certificazione ISCC PLUS dura 12 mesi e ogni anno si procede con una ricertificazione. Ogni anno verrà, dunque, emesso un nuovo certificato in cui viene indicato lo scopo dell'organizzazione e i materiali gestiti.

Tale certificazione è basata sul concetto fondamentale che la sostenibilità di un prodotto deve essere attestata lungo tutta la filiera produttiva. Esso consente a ciascun attore della filiera di poter attingere a un prodotto "sostenibile" proveniente da fornitori in possesso di un certificato valido per quel prodotto.

Lo schema ISCC PLUS permette di dimostrare, attraverso un sistema di gestione, la tracciabilità e la sostenibilità delle materie prime, dei prodotti intermedi e dei prodotti finali delle filiere di: produzione di prodotti alimentari, per la mangimistica, tecnico/chimici, bio-based, filiere di produzione di biomasse per applicazioni energetiche.

L'obiettivo principale dello schema è di fornire soluzioni di sostenibilità per catene di approvvigionamento completamente tracciabili e prive di deforestazione.

Questo risultato rappresenta un importante passo avanti verso l'obiettivo di offrire al mercato prodotti decarbonizzati e circolari. La disponibilità di prodotti sostenibili deriva anche dall'integrazione con Versalis (Eni) che ha a sua volta certificato ISCC PLUS i propri impianti in Francia (sito di Dunkerque) e Germania (sito di Oberhausen) da cui Finproject si approvvigiona per la materia prima.

L'attività di certificazione ISCC Plus sarà estesa da Finproject nel corso dell'anno 2022 al sito italiano di Padanaplast e ai siti esteri, ad attestare la concretezza della strategia di economia circolare volta a un sempre maggiore utilizzo di materie prime sostenibili.

Nel Luglio 2022, Finproject ha inoltre ottenuto la certificazione ambientale (ISO 14001) e la certificazione per la salute e sicurezza nei luoghi di lavoro (ISO 45001) per lo stabilimento di Ascoli Piceno.

Per la società si tratta di un primo passo importante verso l'obiettivo di certificare tutti i siti italiani secondo le due norme internazionali: la norma ISO 14001 fissa i requisiti del sistema di gestione ambientale con lo scopo di fornire alle aziende un metodo gestionale certificabile per la protezione dell'ambiente e per rispondere alle mutevoli condizioni ambientali, sociali ed economiche. La norma ISO 45001 definisce invece gli standard per migliorare la sicurezza, ridurre i rischi in ambito lavorativo e migliorare la salute e il benessere dei lavoratori.

L'obiettivo di Finproject è estendere a tutti gli stabilimenti italiani, entro tre anni, le due certificazioni ISO 14001 e ISO 45001 per attestare l'impegno dell'azienda alla salvaguardia dell'ambiente e aumentare la sicurezza nei

luoghi di lavoro implementando un sistema di miglioramento continuo per la sostenibilità aziendale.

Il 30 marzo del 2022 Finproject ha, inoltre, intrapreso una strategia di rebranding all'insegna della sostenibilità ambientale. Nel nuovo marchio rimane saldo il nome "Finproject", il quale porta con sé il forte senso di appartenenza e orgoglio per tutto il capitale umano al proprio interno e gli elementi distintivi riconosciuti dal mercato, quali innovazione, ricerca, versatilità, collaborazione e passione.

Anche il cane a sei zampe, iconico simbolo di Eni, assume nuovi colori, i quali, per Versalis e, quindi, per Finproject, rappresentano la strategia e l'impegno rivolti alla sostenibilità e a un'offerta commerciale di prodotti sempre più decarbonizzati.

La fiamma lascia il posto ad una nuova icona ispirata alla forma delle molecole, essenza della chimica e dello sviluppo di materiali innovativi, che vede alcuni elementi incontrarsi e comunicare fra loro creando connessioni e sviluppo; un simbolo dinamico come la chimica di trasformazione di Finproject (Versalis) che crea valore per le persone attraverso le persone.

Di seguito viene riportata un'immagine del nuovo logo dell'azienda:



Fonte: <https://www.finproject.com/2023/03/30/rebranding-finproject/>

#### **4.4 – VERSALIS S.P.A. (ENI)**

Versalis è la società chimica di Eni, ha sede legale a Milano e opera a livello nazionale ed internazionale nei settori della chimica di base e degli intermedi,

delle materie plastiche, delle gomme e della chimica da fonti rinnovabili. Con più di 7.000 dipendenti, 23 siti di produzione e 6 centri di ricerca, è l'azienda leader in Italia nel settore petrolchimico.

Versalis interagisce con i mercati proponendosi con un ampio portafoglio di prodotti, in continua evoluzione, che le permette di servire molteplici settori di applicazione, grazie ad un'estesa gamma di tecnologie proprietarie ed una sistematica attività di ricerca.

I principali settori serviti riguardano l'automotive, l'edilizia, gli imballaggi, l'agricoltura, il settore sanitario/farmaceutico, i materiali elettrici ed industriali, lo stampaggio 3D ed il compounding.

La mission di Versalis si posiziona nella più ampia strategia di Eni, ispirata all'Agenda 2030 delle Nazioni Unite, lanciata nel settembre 2015, quando più di 150 leader di tutto il mondo si sono incontrati per contribuire allo sviluppo globale, promuovere il benessere umano e proteggere l'ambiente. Si tratta di un programma di azione che ingloba i 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile, che abbracciano ogni ambito dello sviluppo sociale, economico e ambientale, considerati in maniera integrata e organica.

I valori che ispirano la mission di Versalis e di Eni, si riflettono nel modello di business, basato su tre pilastri, nello specifico: neutralità carbonica nel lungo termine, eccellenza operativa e promozione delle alleanze per lo sviluppo locale.

Il modello di business di Eni è, infatti, volto alla creazione di valore per tutti gli stakeholder, attraverso una presenza capillare lungo tutta la catena del valore dell'energia. Versalis, a tal proposito, ricopre una posizione intermedia tra il produttore principale (ossia Eni, nel contesto italiano) e gli attori più a valle (quali, ad esempio, Finproject).

Come già accennato, uno dei pilastri della strategia di Versalis è lo sviluppo della chimica da fonti rinnovabili, con l'obiettivo di partire da fonti alternative per offrire prodotti decarbonizzati. A testimoniare l'impegno continuo in tale direzione, nel 2021 l'azienda ha pubblicato il primo report annuale sulla sostenibilità. Nel documento sono riportati dati relativi alle

emissioni ed al consumo di risorse, nonché le varie iniziative di riduzione dell'impatto ambientale e di efficientamento energetico poste in essere.

Nel 2018 Versalis ha inaugurato, a Crescentino in provincia di Vercelli, il primo sito al mondo in grado di produrre, attraverso l'applicazione industriale della tecnologia proprietaria PROESA<sup>®</sup>,<sup>20</sup> etanolo da biomasse non alimentari, reperite direttamente da zone prossime allo stabilimento, promuovendo una filiera "corta" sostenibile e supportando i produttori locali.

Versalis, così come la capogruppo Eni, abbraccia la filosofia del Life Cycle Assessment (LCA), ossia un metodo analitico e sistematico volto a valutare l'impronta ambientale di un prodotto o servizio per tutto il ciclo di vita. Ciò significa che il calcolo tiene conto di tutte le fasi, dall'estrazione della materia prima utilizzata alla trasformazione industriale, nonché della distribuzione e dell'effettivo utilizzo, sino alla sua dismissione finale; per descrivere tale approccio viene spesso utilizzata l'espressione "from cradle to the grave" ossia "dalla culla alla bara", oppure, in una più corretta logica di circolarità, "dalla culla alla culla". Una delle categorie di impatto considerate nel calcolo dell'impronta ambientale è, ad esempio, l'aumento dell'effetto serra antropogenico, misurato sulla base della quantità di emissioni di CO<sub>2</sub>eq generate dal consumo di energia e materiali durante il ciclo di vita del prodotto o servizio. In questo contesto, la Carbon Footprint del prodotto o servizio rappresenta un sottoinsieme dello studio di LCA.

## 4.5 – IL “MATRIMONIO” CON ENI

---

<sup>20</sup> Con PROESA<sup>®</sup>, Versalis utilizza biomasse non alimentari e di scarto. Le molecole di cellulosa ed emicellulosa presenti nella biomassa legate con la lignina sono estratte e ridotte a zuccheri grazie all'azione di enzimi che tagliano queste lunghe molecole; con questo innovativo processo fisico e biochimico si riescono a produrre zuccheri che, come quelli da colture alimentari, possono essere fermentati con lieviti e trasformati in bioetanolo.

Nel luglio del 2020, Eni ha acquisito il 40% del capitale sociale di Finproject per un valore pari a 99 milioni di euro, dopo l'annuncio effettuato a febbraio dello stesso anno.

Il 28 ottobre 2021 è stata finalizzata l'acquisizione del controllo di Finproject esercitando l'opzione di acquisto sulla rimanente quota del 60% del capitale sociale. Il corrispettivo dell'acquisto del 60% è stato di €149 milioni, con l'acquisizione di passività finanziarie nette di €85 milioni, di cui disponibilità liquide ed equivalenti di €21 milioni. L'allocazione del prezzo di acquisto (€149 milioni) e del fair value della quota già posseduta (€99 milioni) delle attività nette acquisite è stata effettuata in via definitiva con rilevazione di goodwill (aviamento) per un valore pari a 93 milioni di euro. L'operazione è stata finanziata interamente dal flusso di cassa normalizzato (adjusted)<sup>21</sup>, come riportato sulla relazione finanziaria annuale di Eni, relativa all'anno 2021.

Adriano Alfani, CEO di Versalis S.p.A., più che di acquisizione preferisce parlare di "matrimonio", "un matrimonio che arriva dopo un lungo fidanzamento" aggiunge, visto che le due imprese erano già partner commerciali da diversi anni.

L'operazione è stata realizzata nella piena continuità operativa del management e di tutti i collaboratori Finproject, come si evince dal comunicato stampa, e consentirà all'azienda di affrontare sfide più avvincenti, acquisire nuove competenze e diventare più forte e internazionale di quanto non sia mai stata.

È bene precisare, che si tratta di un'acquisizione definita "amichevole", in quanto non solo non siano sorte resistenze al passaggio di proprietà in favore del gruppo Eni, ma l'Amministratore Delegato di Finproject Maurizio Vecchiola ha aggiunto: - "Questa operazione per noi significa moltissimo, rappresenta di fatto la consegna dell'azienda alla storia industriale del Paese e la volontà di investire in maniera decisa sul futuro dell'azienda stessa".

---

<sup>21</sup> Il flusso di cassa adjusted rappresenta il flusso di cassa dell'impresa depurato dalle componenti positive e negative di natura straordinaria.

A livello contrattuale, infatti, Versalis si è impegnata a firmare un accordo volto alla continuità dell'attività negli interessi dell'azienda, nonché di tutti i suoi dipendenti.

L'acquisizione del gruppo Finproject complementa il portafoglio di specialties di business chimico dell'Eni gestito da Versalis, consolidando la posizione di leader nel settore italiano delle applicazioni di polimeri formulati a elevate prestazioni e del compounding, segmenti questi ultimi, meno soggetti alle oscillazioni delle commodity.

“Quella che abbiamo portato a termine è una operazione industriale che mira a creare una filiera delle materie plastiche tutta italiana. È per noi motivo di orgoglio, entrando in Versalis, contribuire a valorizzare il saper fare marchigiano per renderlo sempre più rilevante nel panorama industriale italiano e internazionale” queste le parole di Maurizio Vecchiola, Amministratore Delegato di Finproject. Si tratta di un'operazione industriale nata da un'opportunità più che da una necessità.

Alla base della strategia di acquisizione vi è, dunque, l'obiettivo di creare una piattaforma di know how 100% italiana, che basa il proprio potenziale sulla sinergia tra la leadership tecnologica e industriale di Versalis nel comparto chimico, e l'efficace posizionamento di Finproject sul mercato a valle delle applicazioni ad elevato valore aggiunto, business considerato più resiliente alla volatilità rispetto all'industria chimica.

L'obiettivo derivante dalla piena proprietà, per la società chimica di Eni, è quello di sviluppare, in combinazione con le competenze tecniche e l'esperienza nel settore dell'azienda marchigiana, soluzioni tecnologiche innovative per importanti brand nei settori della moda, design, calzature e applicazioni industriali quali cavi, tubi, energia rinnovabile, edilizia e automotive, con significative prospettive di crescita a livello internazionale attraverso l'utilizzo di una rete commerciale consolidata globalmente.

Quanto detto può essere corroborato dalle parole del CEO di Versalis Adriano Alfani: “L'acquisizione del totale pacchetto azionario di Finproject è un passo strategico per accelerare ulteriormente il percorso di Versalis verso la specializzazione del portafoglio e per l'accesso a nuovi mercati. L'unione

delle nostre competenze e quelle di Finproject ci consentirà di realizzare una piattaforma tecnologica integrata e di crescere rapidamente nello sviluppo congiunto di prodotti e soluzioni di grande valore”.

Tuttavia, esistono ulteriori ragioni sul perché Eni abbia scelto di investire in Finproject. Oltre ad una rete commerciale sviluppata, infatti, Finproject è un’impresa integrata verticalmente, con un importante know how tecnologico nel proprio settore. Know how che, in data 12 luglio 2017, si è arricchito orizzontalmente grazie all’acquisizione dell’azienda Padanaplast s.r.l..

Padanaplast è un’impresa italiana situata a Roccabianca, in provincia di Parma, dotata di un’impianto produttivo che si estende per 39.000 mq con 15 linee avanzate di compounding e pioniera nella produzione di composti reticolabili ad elevate performance termo-meccaniche. Grazie alle caratteristiche fisiche dei materiali prodotti quali, ad esempio, la resistenza ad alte temperature, ad agenti chimici ed atmosferici ed alla corrosione dovuta da oli ed acidi, la versatilità che ne deriva ha permesso all’azienda di servire una moltitudine di mercati, i quali spaziano dal settore della mobilità all’edilizia, nonché delle energie alternative, dell’elettronica e dell’industria petrolifera e del gas.<sup>22</sup>

Padanaplast ha svolto un ruolo importante nella scelta di Finproject quale azienda target da parte di Versalis, poiché oltre ad avere un’elevata marginalità di prodotto, che si riflette sui valori contabili dell’azienda, essa offre maggiori opportunità di sfruttamento delle sinergie con l’industria chimica di Eni, proprio in relazione ai mercati in cui opera.

Il know how del Gruppo Finproject, insieme ad una rete commerciale sviluppata a livello internazionale ed al suo posizionamento a valle lungo la supply chain sono tra le ragioni che più hanno contribuito a determinare l’interesse da parte di Eni. Da alcune indagini condotte all’interno del gruppo marchigiano è stato osservato che “capire dove soffia il vento”, locuzione riferita alla possibilità di ottenere informazioni sul mercato finale da parte di Eni, risulta essere un valore aggiunto non secondario, in quanto Eni ha una

---

<sup>22</sup> In data 28 dicembre 2022 Finproject ha perfezionato la fusione per incorporazione della controllata Padanaplast.

presenza solida nelle fasi prevalentemente più a monte della catena. Avere, dunque, un maggior contatto diretto con il mercato finale consente di rispondere tempestivamente e con maggior efficacia ai trend in corso.

Dalle indagini condotte internamente è, inoltre, apparso che un ruolo più limitato ma altrettanto importante, in termini di ragioni di fondo che hanno portato all'acquisizione di Finproject, è ricoperto dalle sinergie operative.

Tra le sinergie operative che possono essere sfruttate, si annoverano le cosiddette economie di scopo, basate sulla possibilità di unire competenze e tecnologie da parte delle due aziende al fine di creare dei prodotti e dei materiali del tutto nuovi, nonché implementare nuovi processi derivati da attività di ricerca e sviluppo orientate alla sostenibilità ambientale.

Va aggiunto che i valori e la mission del gruppo Finproject trovano molteplici punti d'incontro con quelli del gruppo Eni; vi è, pertanto, una visione condivisa su quelle che sono le strategie da implementare ai fini della creazione di valore, non solo per i propri stakeholder ma per tutta la comunità con le quali le due aziende si legano.

Per quanto riguarda l'integrazione di Finproject, sono state designate delle figure apposite, quali, un manager responsabile dell'integrazione incaricato di far recepire al meglio le procedure richieste ed adottate da Eni, sia in termini di operations ai vari livelli, sia in termini amministrativi e di reporting. Vi è, inoltre, un coinvolgimento attivo del personale di Finproject attraverso un contatto diretto con i responsabili delle varie aree di Versalis.

Sebbene la comunicazione da parte di Eni sia piuttosto formalizzata ed istituzionalizzata, avere a disposizione delle figure "interne" in grado di fornire una guida su come implementare le direttive ricevute e le pratiche operative richieste permette di risparmiare tempo e di non sovraccaricare il personale a livelli di stress che potrebbero, altresì, sopraggiungere.

Per concludere, i punti salienti che hanno determinato l'interesse di Eni possono essere racchiusi: nella strategia, da parte del colosso energetico, di raggiungere il mercato finale, sia ai fini della più elevata marginalità che i mercati a valle offrono, sia al fine di creare una filiera integrata del tutto italiana, dotata di competenze distintive nel settore dei materiali plastici

speciali; nella possibilità di disporre del know how tecnologico del gruppo Finproject e nel suo efficace posizionamento commerciale sui mercati internazionali; nella cultura aziendale e nella carta dei valori condivisi che legano le due società, tra i quali spiccano l'impegno nel garantire prodotti ecologicamente sostenibili e la volontà di favorire lo sviluppo del territorio; ed, infine, nella "buona salute" di cui gode il gruppo marchigiano, come si evince dai documenti contabili, seppur il biennio 2020/2021 abbia risentito degli effetti negativi prodotti dalla pandemia.

## **4.6 – I VANTAGGI PER FINPROJECT**

Le motivazioni che hanno portato il gruppo Finproject a finire nel mirino del gruppo Eni sembrano, dunque, essere molteplici.

Va detto che, tuttavia, poter contare su un colosso alle spalle come Eni produce indubbiamente dei vantaggi anche per l'impresa target.

Innanzitutto, tale accordo garantisce tacitamente una stabilità degli approvvigionamenti di materie prime per Finproject, essendo Versalis già partner di fornitura dell'azienda marchigiana. Si tratta di un vantaggio da non sottovalutare, soprattutto in un contesto geopolitico in cui le supply chain (della plastica in questo caso, di cui Eni è il più grande produttore in Italia) sembrano accusare le tensioni relative al post covid ed al conflitto tra Russia e Ucraina.

Vi è, inoltre, la possibilità di vedere i prezzi delle materie prime calmierati, il che si tradurrebbe in un minor costo degli approvvigionamenti rispetto alle normali condizioni di mercato. Nello scenario inflazionistico odierno, in cui i prezzi delle commodity continuano a salire, questa possibilità permetterebbe all'azienda non solo di mantenere una determinata marginalità sulle vendite, ma anche di poter contare su un vantaggio di costo rispetto ai competitors.

Un ulteriore vantaggio per Finproject, derivante dalla direzione Eni, è espresso dalla possibilità di finanziarsi internamente, attraverso “banche interne” Eni, nonché attraverso l’utilizzo di meccanismi di cashpooling. Questo meccanismo consentirebbe all’azienda di non doversi necessariamente interfacciare con banche ed altri istituti di credito ai fini dell’attuazione di progetti di investimento che eccedano le proprie disponibilità di cassa.

Considerando che, nel corso del 2022, Eni S.p.A. ha generato un utile netto di 13,961 miliardi di euro (+239% rispetto al 2021) su un giro d’affari pari a 133,440 miliardi (+171,6%), l’ipotesi sembra essere piuttosto concreta, sebbene sia stato un anno da record per l’intero settore petrolifero.

Inoltre, a trarne beneficio sarà anche il Territorio, il quale potrà contare sulla presenza di un player solido e che ha sempre operato con la massima responsabilità sociale per le comunità locali. Stando alle parole dell’A.D. Maurizio Vecchiola: “Quando abbiamo avviato il dialogo con Versalis (Eni) abbiamo avuto la certezza di parlare la stessa lingua e di poter contare su una forte corrispondenza di valori, cura e attenzione alle persone e al territorio in primis, che è anche il risultato derivante dalla stessa provenienza geografica dei fondatori delle due società: le Marche, la nostra cultura e il nostro modo di fare impresa solida e vicina alle Persone e al Territorio”. Sì, perché Enrico Mattei, fondatore e primo presidente di Eni, era originario di Acqualagna (PU), un paesino situato nel nord delle Marche e la sua storia è stata d’ispirazione per numerosi imprenditori, tra cui, appunto, la famiglia Vecchiola.

Un ultimo fattore che merita di essere citato riguarda l’impegno, da parte del colosso energetico, di guidare l’espansione di Finproject nel massimo rispetto delle persone che vi lavorano.

Questi sono i vantaggi su cui, ad oggi, il gruppo industriale di Morrovalle può contare. Sebbene il bilancio relativo all’anno 2022 abbia mostrato una crescita rispetto all’esercizio precedente (dovuta, da una parte, anche alla fusione con la controllata Padanaplast, dall’altra al progressivo superamento delle contingenze poste in essere durante il periodo della pandemia), i tempi per poter valutare i risultati concreti derivanti dall’accordo con Eni non sono

ancora maturi, ma l'intento da parte delle due società è quello di continuare a crescere insieme, dove integrità, capitale umano, innovazione ed eccellenza operativa sono le parole chiave per lo sviluppo congiunto.

## CONCLUSIONI

Nel corso dell'elaborato sono state analizzate dettagliatamente le operazioni straordinarie di acquisizione e fusione aziendale, considerate come una delle strategie più efficaci nei processi di crescita per via esterna.

Nello specifico, sono stati riportati diversi temi riguardanti le strategie di M&A, tra cui le principali teorie secondo cui hanno origine tali operazioni ed i fattori critici di successo, nonché le cause che possono determinare il fallimento, parziale o totale, dell'operazione.

Nel terzo capitolo si è, inoltre, parlato del ruolo che ricopre la direzione durante la delicata fase di integrazione tra due business, con particolare riferimento alle differenze culturali che possono sorgere ai vari livelli e di cui è necessario tener conto ai fini del successo di tali operazioni.

È stato, infine, presentato un caso operativo riguardante il gruppo marchigiano Finproject, leader internazionale nella produzione di PVC compounds compatti ed espansi e nella produzione e commercializzazione di soles per scarpe e manufatti in materiali speciali ultraleggeri, e Versalis, società soggetta al controllo e coordinamento da parte di Eni S.p.A. che opera a livello nazionale e internazionale nei settori della chimica di base e degli intermedi, delle materie plastiche, delle gomme ed impegnata nello sviluppo di tecnologie per il riciclo dei polimeri.

Lo studio di caso è stato svolto attraverso l'utilizzo di report ufficiali pubblicati da Finproject e Versalis, e tramite delle interviste dirette, che hanno visto coinvolti operatori di Finproject ai vari livelli, soprattutto relativi al reparto produzione e all'ufficio finanziario, nonché l'integration manager designato da Versalis ed il Responsabile delle Risorse Umane di Versalis.

Lo scopo delle indagini condotte all'interno del gruppo Finproject era quello di fornire un esempio concreto dei concetti discussi durante i primi capitoli di questo elaborato, illustrando le effettive motivazioni alla base di una strategia di m&a ed i benefici attesi, tra i quali si annoverano: la creazione di una filiera integrata di proprietà nel settore del compounding, basata sulla leadership tecnologica di Versalis e l'efficace posizionamento di Finproject nei mercati a valle; l'elevata attrattività, sia dal punto della marginalità sulle vendite, sia dal lato della minore volatilità, del mercato finale; la possibilità di sfruttamento di economie di scopo in ottica sostenibile, ottica già adottata da entrambe le aziende; numerosi punti d'incontro tra i valori delle due imprese, il che porta ad effetti meno "radicali" dal punto di vista dell'integrazione e degli obiettivi di business.

È opportuno sottolineare, però, che tra i limiti della ricerca vi è l'arco temporale breve di analisi rispetto ad una analisi longitudinale dei dati che avrebbe dovuto essere più ampia, in quanto l'annuncio di acquisizione di Finproject è avvenuto in data recente.

Tuttavia, l'ultimo bilancio pubblicato dal Gruppo di Morrovalle porta con sé buone notizie, le quali, seppur imputabili in parte a dinamiche esterne, lasciano trasparire ottimismo, dando anche un segnale importante su quale sia la strada da perseguire al fine continuare a creare valore insieme.

## **Bibliografia**

CAIAZZA, R., *Cross-border M&A: determinanti e fattori critici di successo*, Torino, Giappichelli Editore.

CAPASSO, A., MEGLIO, O., (2010), *Fusioni e acquisizioni. Teorie, metodi, esperienze*, Milano, FrancoAngeli.

CARBONARA, G., CAIAZZA, R., *Mergers and Acquisitions: Causes and Effects*, The Journal of American Academy of Business, Cambridge.

DE PAMPHILIS D., *Mergers, Acquisitions and other restructuring activities*, Academic Press.

DOMENICHELLI O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*, Giappichelli Editore, Torino.

FUBINI D., PRICE C., ZOLLO M., *Fusioni e acquisizioni, il ruolo della leadership*, Milano, Egea.

GADIESH, O., ORMISTON, C., ROVIT, S., CRITCHLOW, J., *The 'why' and 'how' of merger success*, European Business Journal (2001).

PERKOVICH, E., NARAYANAN, M.P., *Motives for Takeovers: An Empirical Investigation*, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Cambridge University Press (1993).

## Sitografia

<https://www.dnv.it/services/iscc-plus-207253>

<https://www.eni.com/assets/documents/ita/bilanci-rapporti/2021/Relazione-finanziaria-annuale-2021>

<https://www.polimerica.it/articolo.asp?id=26955#:~:text=Versalis%2C%20societ%C3%A0%20chimica%20del%20gruppo,energetica%20attraverso%20decarbonizzazione%2C%20sviluppo%20di>

<https://versalis.eni.com/it-IT/home.html>

<https://www.eni.com/it-IT/home.html>

<https://www.finproject.com/>

<https://www.padanaplast.com/pp/>

<https://www.finproject.com/2021/09/22/finproject-entra-a-far-parte-di-versalis-alla-societa-chimica-di-eni-il-100-delle-quote-del-gruppo-marchigiano/>

<https://www.eni.com/it-IT/media/comunicati-stampa/2023/03/eni-bilancio-consolidato-progetto-di-bilancio-di-esercizio-2022.html>

<https://www.finproject.com/2023/03/30/rebranding-finproject/>

<https://notariato.it/it/news/dati-statistici-notarili-anno-2018/>

<https://www.milanofinanza.it/news/versalis-sale-al-100-di-finproject-202109221235479398>

[https://www.ansa.it/marche/notizie/2021/09/29/finproject-e-versalis-eni-operazione-nel-segno-di-mattei\\_d98667ef-6a63-4191-a676-226b5809312f.html](https://www.ansa.it/marche/notizie/2021/09/29/finproject-e-versalis-eni-operazione-nel-segno-di-mattei_d98667ef-6a63-4191-a676-226b5809312f.html)

<https://geo.consulting/morsi-di-marketing/strumenti-di-lavoro/matrice-di-ansoff/>

## *Ringraziamenti*

*Un doveroso e sincero ringraziamento per l'opportunità concessami va a Raffaele Brunori, CFO di Finproject e Luciano Carcaiso, HR director di Versalis.*

*Ci tenevo, inoltre, a ringraziare i miei tutor aziendali: il responsabile amministrativo Antonio D'Ignazio e l'accounting specialist Alberto De Rugeris e tutto l'ufficio finanziario/amministrativo Finproject di Ascoli Piceno, per avermi accolto con entusiasmo e disponibilità. In particolare, si ringraziano: Manila Ascenzi, Oronzina*

*Grecuccio, Giovanna Mori, Maurizio Troiano, Emiliano Pecchioli, Piercesare Bruni, Stefano Armandi, Beatrice Traini.*

*Ringrazio il mio relatore, il Prof. Marco Cucculelli, per la disponibilità dimostrata nei miei confronti e per avermi dato un obiettivo sfidante da portare a termine.*

*Infine, ringrazio la mia famiglia per essermi stata accanto durante tutto il percorso accademico, per avermi supportato nei momenti di sconforto e per aver creduto in me.*