



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di laurea magistrale in economia e management
Curriculum amministrazione, finanza e controllo

ANALISI DELL'OPERAZIONE STRAORDINARIA DI ACQUISIZIONE
IL CASO DI UNA PMI MARCHIGIANA: PLASTEC SRL

ANALYSIS OF THE EXTRAORDINARY ACQUISITION TRANSACTION THE CASE OF
A MARCHE REGION SME: PLASTEC SRL

Relatore:
chiar.mo prof. Filippo Fiordiponti

Tesi di laurea di
Noemi Gatti

Anno accademico 2020-2021

INDICE

Introduzione

CAPITOLO 1: LE OPERAZIONI STRAORDINARIE

Introduzione all'argomento di quelle operazioni che vengono attuate per riordinare, adeguare o razionalizzare la struttura stessa delle società o delle aziende o rami d'azienda. Tra le diverse operazioni previste nell'ordinamento giuridico italiano si andranno ad analizzare gli aspetti civilistici ed operativi dell'acquisizione.

CAPITOLO 2: L'ACQUISIZIONE

Strumento strategico-finanziario che consente a una società di assumere il controllo di un'altra, mediante l'acquisto della proprietà dell'impresa o del pacchetto azionario di controllo.

2.1 Gli scopi dell'acquisizione: esistono ragioni sia di carattere finanziario che di carattere strategico.

2.2 Differenze tra Fusione e Acquisizione: i due termini vengono spesso confusi, ma in realtà esistono numerose differenze.

2.3 Tipologie di Acquisizione: le modalità con cui vengono realizzate più frequentemente le operazioni di acquisizione.

2.4 L'evoluzione del fenomeno dell'acquisizione: Un aspetto che caratterizza le acquisizioni è dato dal fatto che tali processi spesso si ripetono nella storia di un'azienda.

2.5 Acquisizioni e Analisi Strategica: Diversi sono gli attori ambientali con cui l'impresa si rapporta e quindi diversi saranno i livelli di strategie.

2.6 Rischi e Opportunità dell'Acquisizione: Le operazioni di M&A rappresentano scelte che determinano il modo di essere dell'impresa in termini di dimensioni, ambiti e capacità competitive.

2.7 Il processo di acquisizione: comprende: identificazione del fabbisogno di integrazione e acquisizione del controllo/maggioranza del capitale di un'altra impresa. 3 fasi.

2.7.1 La Selezione delle Imprese: trovare un gruppo di imprese che possono essere studiate per selezionare il candidato all'acquisizione.

2.7.2 La Valutazione Finanziaria: descrive lo svolgimento della Due Diligence per studiare a fondo l'impresa, il mercato e la sua situazione economico-finanziaria.

2.7.3 La Negoziazione: ha ad oggetto l'avvio, la gestione e la conclusione della trattativa per l'acquisto dell'azienda selezionata.

2.7.4 L'Integrazione: il management deve tradurre in concreto tutte le operazioni che, in sede di trattativa, erano solo teorizzate.

CAPITOLO 3: ANALISI DI UN CASO

Il processo di acquisizione subito da una piccola impresa marchigiana, la Plastec srl, da parte del gruppo multinazionale Retal Industries LTD.

3.1 L'azienda Plastec srl: La storia della vecchia società e un primo inquadramento sul settore di appartenenza.

3.2 Il gruppo Retal: La storia del gruppo e motivazioni strategiche che spingono all'acquisizione.

3.3 Il processo di acquisizione applicato al caso: cosa è effettivamente successo, dal punto di vista dell'acquisito.

Conclusioni

Bibliografia

Sitografia

Introduzione

Questo lavoro si pone la finalità di analizzare le principali tematiche riguardanti la disciplina civilistica ed operativa dell'operazione straordinaria prevista dall'ordinamento giuridico italiano, denominata Acquisizione.

Il presente lavoro si divide in tre capitoli:

Il primo si propone di introdurre i principali aspetti delle operazioni straordinarie applicabili secondo la legge.

Il secondo capitolo sarà dedicato ad un'approfondita analisi dell'operazione di Acquisizione, a partire dalle motivazioni che spingerebbero una società ad acquisirne un'altra, fino ad indagare sul processo da applicare, fase per fase.

Infine, nel terzo ed ultimo capitolo, si riporterà l'analisi di un caso concreto di una PMI marchigiana, la Plastec srl, che ha di recente subito un'acquisizione da parte di un gruppo multinazionale, Retal Group.

Sono state condotte diverse interviste dirette a testimonianza di quanto accaduto nel periodo dell'acquisizione, durata più di due anni: le figure coinvolte sono state:

1. General Manager
2. Sales Manager
3. Accounting Manager
4. Finance Controller
5. Logistic Operator

Gli argomenti trattati durante gli incontri sono stati dapprima finalizzati a raccogliere informazioni sulla storia dell'azienda a partire dalla sua fondazione, attraverso la conoscenza del settore di appartenenza, di come si muove e di quali stadi evolutivi ha affrontato, dei prodotti che commercializza e con quali

metodologie. Si è inoltre tentato di raccogliere informazioni sul gruppo stesso attraverso opinioni riportate di come l'operazione di acquisizione sia stata gestita, approcciata e accolta dal personale dipendente dell'azienda acquisita.

In ultima istanza si è affrontata la questione che riguarda cosa spinge un grande gruppo a decidere di acquisire.

CAPITOLO 1: LE OPERAZIONI STRAORDINARIE

Quando si parla di operazioni straordinarie si fa riferimento ad una serie eterogenea di operazioni che le imprese pongono in essere al di fuori della gestione ordinaria allo scopo di:

- modificare la struttura o la forma giuridica dell'impresa;
- trasferire la titolarità dell'azienda o il controllo dell'impresa;
- liquidare l'azienda per poi estinguere l'impresa.

Le operazioni straordinarie sono assai variegate. Alcune possono riguardare la **generalità delle imprese** (cessione e conferimento d'azienda; liquidazione ordinaria o coatta), altre **solo le Società** (trasformazioni, fusioni, scissioni, scambio di partecipazioni), sia ambito nazionale che comunitario. La maggior parte delle operazioni è **volontaria**, qualcuna, come il fallimento o la liquidazione coatta amministrativa, è **obbligatoria**. Alcune sono **dirette**, come la cessione d'azienda, bene "di primo grado", altre **mediate** nel senso che si realizzano attraverso la cessione delle partecipazioni, beni di "secondo grado". La disciplina delle operazioni straordinarie (sia nazionali che intracomunitarie), che prima era contenuta negli artt. 122-125 del vecchio T.U.II.RR. (ma anche nell'art. 54 sulle plusvalenze), negli artt. 1-6 del D.Lgs. 358/1997, negli artt. 1-4 del D.Lgs. 544/1992, a seguito del D.Lgs. 344/2003, è ora collocata nel Titolo III (Disposizioni comuni) del T.U., nei capi III, IV e V (artt. da 170 a 183).

Le operazioni disciplinate sono:

- La trasformazione;
- La fusione;

- La scissione;
- Il conferimento;
- La cessione;
- La liquidazione;

TRASFORMAZIONE

La Trasformazione è un'operazione (disciplinata dagli articoli 2498-2500-novies del codice civile), mediante la quale si manifesta un cambiamento fra tipi di società, come il passaggio da società di persone a società di capitali o viceversa (c.d. **trasformazione omogenea**) oppure ad un cambiamento da società di capitali in altri enti o viceversa (c.d. **trasformazione eterogenea**). Per ogni ipotesi di trasformazione d'azienda è fissata una regola fondamentale: la continuità dei rapporti giuridici. Questo significa che, con la trasformazione, l'ente trasformato conserva i diritti e gli obblighi e procede in tutti i rapporti anche commerciali dell'ente trasformando. Prima della riforma delle società di capitali del 2003 (ed entrata in vigore il 1° gennaio 2004), la **trasformazione** d'azienda era disciplinata soltanto con riferimento alle società e quindi il codice civile regolamentava soltanto la trasformazione omogenea.

Con la riforma del 2003, l'istituto della **trasformazione** d'azienda ha ampliato il suo campo di applicazione e, come si è detto, oggi si può parlare di:

- **trasformazione omogenea;**
- **trasformazione eterogenea.**

È opinione corrente che la trasformazione, cioè il cambiamento del tipo di società, costituisca solo una modifica dell'atto costitutivo anche se per effetto della trasformazione, normalmente, si realizza anche un cambiamento più o meno accentuato dell'intero assetto organizzativo. Il fatto che la trasformazione costituisca una semplice modifica dell'atto costitutivo determina come conseguenza essa non comporta l'estinzione della società preesistente e la nascita di una nuova società ma, al contrario, è la stessa società che continua a vivere in

una rinnovata veste giuridica e che conserva i diritti agli obblighi anteriori alla trasformazione. La funzione della trasformazione è quella di consentire ai soci un adattamento dell'assetto societario alle nuove esigenze sopravvenute e il fatto che la trasformazione costituisca una semplice vicenda modificativa dell'atto costitutivo consente di realizzare tale obiettivo senza che i soci siano costretti a liquidare la precedente società e a costituirne una nuova con notevoli vantaggi sia civilistici sia fiscali. Nel nuovo sistema disegnato dalla riforma del diritto societario è espressamente contemplata la **trasformazione omogenea progressiva** e cioè il passaggio da società di persone a società di capitali e la **trasformazione omogenea regressiva**, cioè il passaggio da società di capitali a società di persone.

È opinione corrente che tuttora sia possibile la trasformazione fra società di persone e quella fra società di capitali. In definitiva, si ritiene possibile il passaggio da un tipo ad un altro nell'ambito delle società con scopo lucrativo.

Discorso a parte deve essere fatto, invece, per la *trasformazione che comporti un mutamento dello scopo economico della società* e in particolare il passaggio da società lucrative a società mutualistiche e viceversa. Il codice civile **vieta** espressamente la trasformazione di una società cooperativa a mutualità prevalente a società lucrativa anche nel caso in cui la trasformazione stessa sia deliberata all'unanimità. Oggi è invece **consentita**, sia pure con l'osservanza di un procedimento speciale la trasformazione delle altre società cooperative, cioè di quelle non a mutualità prevalente, in società lucrative o in consorzi. Nell'ambito della trasformazione eterogenea è, inoltre, **consentita** l'ipotesi inversa e cioè la trasformazione di società di capitale (ma non di società di persone) in società cooperative.

Come anticipato, si è invece in presenza di una **trasformazione eterogenea** nel caso di passaggio da società di capitale in un ente non societario o in una comunione d'azienda e viceversa. Più in particolare, l'attuale disciplina **consente** la trasformazione di una società di capitali in consorzio, società consortile, società cooperativa, comunione d'azienda, associazione non riconosciuta e fondazione.

In senso inverso è **prevista** la trasformazione di un consorzio, di una società consortile, di una comunione d'azienda, di un'associazione riconosciuta e di una fondazione, in società di capitali. Pur nel nuovo contesto normativo è **invece dubbio** se siano possibili trasformazioni eterogenee diverse da quelle espressamente contemplate (è così, ad esempio, il passaggio da una associazione non riconosciuta a una società cooperativa). Pare comunque ragionevole ritenere che le ipotesi contemplate dal legislatore abbiano carattere eccezionale e che quindi non si possano configurare altre ipotesi di trasformazione eterogenea. Vi è chi ritiene, peraltro, che sia possibile la trasformazione di società di persone o capitali con scopo consortile in società cooperative con identico scopo e la trasformazione inversa. Al contrario, è opinione corrente che **non si abbia trasformazione** nel caso di passaggio da un'impresa individuale ad una società di capitali unipersonale. Tale operazione non produce gli effetti legislativi associati alla trasformazione e comporta la costituzione ex novo di una società. A seguito della riforma del diritto societario, l'ambito di applicazione della trasformazione, sia omogenea sia eterogenea, è stato esteso anche alle ipotesi di enti soggetti a procedura concorsuale purché non vi sia incompatibilità con le finalità e lo stato della procedura.¹

¹ CAMPOBASSO G., *Manuale di diritto commerciale*, UTET GIURIDICA, Torino, 2010

Trasformazione omogenea

A tale tipo di trasformazione si applica il principio per cui l'operazione deve essere deliberata secondo le modalità previste per le modificazioni dell'atto costitutivo e con l'osservanza delle relative maggioranze. Tale principio di carattere generale subisce un'eccezione nel caso di **trasformazione omogenea progressiva**. Come è noto, le modifiche dell'atto costitutivo nelle società di persone devono ottenere il consenso di tutti i soci e, in tal senso, si parla di principio consensualistico (o unanimitario). Al contrario, nel caso di **trasformazione omogenea progressiva**, al fine di favorire la trasformazione delle società di persone in società di capitali, non è richiesto il consenso di tutti i soci, salvo che sia previsto dall'atto costitutivo e così, se l'atto costitutivo non dispone diversamente, la trasformazione omogenea progressiva è decisa dalla maggioranza dei soci determinata secondo la partecipazione agli utili attribuita a ciascuno di essi. È peraltro previsto il diritto di recesso in capo ai soci che non abbiano concorso alla decisione. Per le società di capitali, e quindi nel caso di **trasformazione omogenea regressiva** o di trasformazione fra società di capitali, è necessaria una delibera dell'assemblea straordinaria da adottarsi con le maggioranze rafforzate, con la precisazione che è comunque richiesto il consenso dei soci che con la trasformazione assumono responsabilità illimitata, fermo restando il diritto di recesso per i soci che non hanno concorso alla deliberazione. Come anticipato, la decisione di trasformazione fissa anche l'assetto organizzativo della società trasformata e cioè della società nella nuova veste giuridica. A tale fine, il codice civile prevede che la decisione di trasformazione debba rispondere ai requisiti di forma e di contenuto previsti per l'atto costitutivo della società risultante dalla trasformazione. È inoltre stabilito che

siano rispettate le ulteriori regole previste per la costituzione della società trasformata. In tale contesto, nel caso di trasformazione di società di capitali, il codice civile prevede che gli amministratori debbano predisporre una relazione per illustrare la motivazione e gli effetti della trasformazione. La relazione stessa, inoltre, deve restare depositata presso la sede della società nei 30 giorni che precedono l'assemblea affinché i soci possano prenderne visione. Una disciplina più articolata è prevista poi per la **trasformazione omogenea progressiva** soprattutto al fine di garantire l'effettività del capitale sociale e più in generale del patrimonio netto della società risultante dalla trasformazione. In particolare, si prevede che alla delibera di trasformazione sia allegata una relazione giurata di stima del patrimonio sociale redatta secondo le norme stabilite per i conferimenti in natura. La relazione giurata di stima non è invece prevista nel caso di trasformazione fra società di persone. Al fine di salvaguardare l'effettività del capitale sociale della società trasformata il codice civile stabilisce in particolare che il capitale sociale stesso debba essere fissato in una cifra non superiore al patrimonio netto risultante dalla relazione di stima e che ovviamente non possa essere inferiore al minimo legale stabilito per la costituzione della società risultante dalla trasformazione. E così, se ad esempio il patrimonio netto risultante dalla relazione di stima è pari a 50.000,00€ e la società risultante dalla trasformazione è una società per azioni, sarà necessario per i soci sottoscrivere la differenza pari a 70.000,00 € per raggiungere il minimo legale e versare il 25% dei conferimenti in denaro presso una banca. Evidentemente devono poi sussistere le altre condizioni richieste per la costituzione del tipo di società che si vuole adottare come, ad esempio, le autorizzazioni governative. Ancora, nel caso di **trasformazione**

omogenea progressiva è necessario che la decisione di trasformazione risulti da atto pubblico e contenga le indicazioni prescritte dalla legge per l'atto costitutivo del tipo di società risultante dalla trasformazione. In tale caso, inoltre, la decisione di trasformazione è soggetta a controllo di legittimità da parte del notaio e ad iscrizione nel Registro delle Imprese. È bene precisare che soltanto con tale iscrizione, il procedimento di trasformazione si completa e la trasformazione produce i suoi effetti. In definitiva, quindi, l'iscrizione dell'atto di trasformazione presso il Registro delle Imprese ha efficacia costitutiva. In tale momento, inoltre, ogni socio ha diritto all'assegnazione di un numero di azioni o quote proporzionali alla sua partecipazione anche nel caso in cui si tratti di socio d'opera. Regole particolari sono previste nel caso di **trasformazione da società cooperative diverse da quelle a mutualità prevalente a società lucrative**. In linea generale, in tale ipotesi, si prevede che la deliberazione debba essere approvata con il voto favorevole di almeno la metà dei soci della cooperativa. Tuttavia, nel caso di società cooperative con un numero limitato di soci (meno di 50) e nel caso di società cooperative con un numero molto alto di soci (più di 10.000), sono previste maggioranze diverse. La legge inoltre prevede che sia devoluto ai fondi mutualistici per la promozione e lo sviluppo della cooperazione, il valore effettivo del patrimonio esistente alla data della trasformazione d'azienda, dedotti solo il capitale versato e rivalutato e i dividendi non ancora distribuiti. A tale fine gli amministratori devono allegare alla deliberazione di trasformazione una relazione giurata di stima del patrimonio effettuata da un esperto nominato dal tribunale e ciò con l'obiettivo di evitare elusioni della disciplina di favore delle cooperative. Una regola totalmente nuova è inoltre prevista in tema di invalidità della trasformazione

d'azienda. In particolare, il codice civile prevede che una volta che siano stati completati gli adempimenti pubblicitari previsti dalla legge, e cioè l'iscrizione dell'atto di trasformazione nel Registro delle Imprese, l'invalidità della trasformazione d'azienda non possa più essere pronunciata. Pertanto, l'unico rimedio esperibile è rappresentato da un'azione di risarcimento dei danni che può essere promossa dai soci o dai terzi danneggiati dalla trasformazione d'azienda.

Nella **trasformazione omogenea** progressiva e regressiva si assiste normalmente al mutamento del regime di responsabilità dei soci e così, ad esempio, nel caso di trasformazione da società di persone a società di capitali i soci assumono normalmente responsabilità limitata, mentre nel caso inverso di trasformazione di società di capitali in società di persone i soci assumono responsabilità illimitata. Il legislatore della riforma ha previsto una disciplina particolare in tali casi a favore dei soci e dei terzi. In particolare, se la trasformazione d'azienda determina in capo ai soci l'assunzione di responsabilità illimitata per le obbligazioni sociali è richiesto il consenso dei soci stessi. Quindi, ad esempio, nel caso di trasformazione da una società a responsabilità limitata ad una società in nome collettivo, è richiesto il consenso di tutti i soci e questa è la tutela riconosciuta a favore dei soci. A vantaggio dei terzi il codice civile prevede invece che la responsabilità si estenda anche alle obbligazioni sorte in epoca anteriore alla trasformazione. Quanto alla trasformazione d'azienda che comporti il venir meno della responsabilità illimitata di tutti o di alcuni dei soci, è stabilita la regola per cui i soci stessi non sono liberati dalla responsabilità per le obbligazioni sociali sorte anteriormente all'iscrizione della delibera di trasformazione nel Registro delle Imprese. In altri termini, la trasformazione d'azienda produce effetti soltanto per le obbligazioni

future ed in tale senso il legislatore tutela la posizione dei terzi ed in particolare dei creditori sociali anteriori alla trasformazione d'azienda. Il legislatore prevede, peraltro, una disciplina anche a vantaggio dei soci che per effetto della trasformazione assumono responsabilità limitata quanto meno per le obbligazioni future. In particolare, il codice civile prevede che il consenso dei creditori alla trasformazione d'azienda valga come consenso alla liberazione di tutti i soci precedentemente a responsabilità illimitata e che il consenso alla trasformazione si presuma se ai singoli creditori è stata comunicata tramite lettera raccomandata, o con altri mezzi che garantiscano la prova dell'avvenuta ricezione, la delibera di trasformazione ed essi non abbiano negato espressamente la loro adesione nel termine di 60 giorni dalla ricezione della comunicazione. Il legislatore quindi prevede un meccanismo di silenzio assenso. In ogni caso, l'eventuale dissenso non impedisce la trasformazione della società. Una regola particolare è poi prevista in tema di fallimento. In particolare, se l'insolvenza della società accertata dopo la trasformazione d'azienda è dovuta in tutto o in parte a debiti risalenti al periodo anteriore alla trasformazione, in virtù del principio della permanenza della responsabilità illimitata dei soci, insieme con la società possono essere dichiarati falliti anche i soci a condizione che il fallimento della società e dei soci sia dichiarato entro un anno dalla trasformazione d'azienda.²

² CAMPOBASSO G., *Manuale di diritto commerciale*, UTET GIURIDICA, Torino, 2010

Trasformazione eterogenea

Come anticipato, la **trasformazione eterogenea** riguarda il passaggio da una società di capitali ad un ente non societario e viceversa. Non è disciplinata la trasformazione di società di persone in enti non societari e viceversa.

In particolare, la **trasformazione eterogenea** da società di capitali può condurre al passaggio ad un consorzio, una società consortile, una società cooperativa, una comunione d'azienda, un'associazione non riconosciuta o ad una fondazione. Non è contemplato il passaggio ad un'associazione riconosciuta. A questo tipo di trasferimento si applica, in quanto compatibile, la disciplina della trasformazione omogenea di società di capitali. È richiesta una maggioranza più elevata e, in particolare, il voto favorevole dei 2/3 degli aventi diritto. Inoltre è richiesto il consenso dei soci che assumono responsabilità illimitata. Per quanto riguarda la delibera di trasformazione di una società di capitali in una fondazione, il codice civile stabilisce che la stessa produce gli effetti che la legge ricollega all'atto di fondazione o alla volontà del fondatore. La **trasformazione eterogenea** in società di capitali consiste invece nel passaggio da un consorzio, una società consortile, una comunione d'azienda, un'associazione riconosciuta o da una fondazione in una società di capitali. Non è contemplata la **trasformazione eterogenea** da una associazione non riconosciuta ad una società di capitali. Nel caso di trasformazione da un consorzio ad una società di capitali, la trasformazione d'azienda stessa deve essere deliberata dalla maggioranza assoluta dei consorziati. La **trasformazione eterogenea** da una società consortile o da un'associazione riconosciuta ad una società di capitali deve essere deliberata con le maggioranze richieste per lo scioglimento anticipato. Infine, la trasformazione di una fondazione in una società

di capitali deve essere disposta dall'autorità governativa su proposta dell'organo competente. Nel caso di **trasformazione eterogenea** in società di capitali l'atto di trasformazione deve risultare da atto pubblico e deve contenere le indicazioni previste dalla legge per l'atto di costituzione della società risultante dalla trasformazione d'azienda medesima. Inoltre, l'atto di trasformazione è soggetto sia alla pubblicità richiesta per la cessazione dell'ente trasformando, sia alla pubblicità richiesta per la costituzione dell'ente trasformato. E così, ad esempio, la trasformazione eterogenea da associazione riconosciuta a società per azioni deve essere iscritta sia nel Registro delle persone giuridiche, sia nel Registro delle Imprese. L'efficacia della **trasformazione eterogenea** è differita nel tempo. In particolare, si prevede che la trasformazione eterogenea abbia effetto solo dopo che siano decorsi 60 giorni dall'ultimo adempimento pubblicitario richiesto. Tale differimento è posto a vantaggio dei creditori dell'ente trasformando i quali possono proporre opposizione alla trasformazione con gli effetti previsti dalla disciplina della riduzione facoltativa del capitale.³

³ CAMPOBASSO G., *Manuale di diritto commerciale*, UTET GIURIDICA, Torino, 2010

FUSIONE

La fusione consiste nell'unificazione o compenetrazione di due o più società od enti in un'unica società o in un unico ente.

Il codice civile individua due tipi di fusione:

- **la fusione in senso stretto;**
- **la fusione per incorporazione.**

Si ha **fusione in senso stretto** quando, a seguito dell'unificazione di due o più società, si dà vita ad una società di nuova costituzione. E così, ad esempio, se le due società che partecipano alla fusione sono A e B, a seguito della fusione vi sarà la creazione di una nuova società C.

Si ha **fusione per incorporazione** quando una o più società vengono incorporate in una società preesistente. E così, se alla fusione partecipano due società A e B, a seguito della fusione per incorporazione di B in A residuerà soltanto più quest'ultima. La fusione per incorporazione è la forma più diffusa nella pratica e nella maggior parte dei casi la fusione per incorporazione riguarda una società incorporanda B integralmente o quasi integralmente partecipata dall'incorporante A. La disciplina della fusione, già presente nel codice civile nel 1942, è stata radicalmente riformata nel 1991 a seguito dell'attuazione della III direttiva comunitaria in materia societaria. Successivamente, con le riforme del diritto societario del 2003 sono state introdotte ulteriori semplificazioni al procedimento di fusione. La fusione può avere luogo fra società, ed in tal caso si parla di **fusione omogenea**, oppure può avere luogo fra società ed enti di tipo diverso, ed allora si

parla di **fusione eterogenea**, determinandosi contestualmente alla fusione un'ipotesi di trasformazione eterogenea. Nel caso in cui la fusione avvenga fra società di tipo diverso si parla di **fusione omogenea** e la fusione comporta anche la trasformazione di una o più delle società che si fondono. E così, ad esempio, nel caso di fusione per incorporazione di una società in nome collettivo in una società a responsabilità limitata, la fusione comporta anche una trasformazione omogenea progressiva. Nel caso di fusione eterogenea, e cioè di fusione che comporti anche una trasformazione eterogenea, valgono tutti i limiti esaminati in tema di trasformazione eterogenea. Il codice civile prevede inoltre che alla fusione possano partecipare anche società che si trovano in stato di liquidazione purché non abbiano ancora iniziato la distribuzione dell'attivo. Del pari, possono partecipare alla fusione società sottoposte a procedure concorsuali. Evidentemente la fusione, oltre che avere un risvolto di natura giuridica, ha anche una ben precisa funzione economica. In particolare, la fusione costituisce uno strumento di concentrazione di imprese che consente di ampliarne la dimensione e la competitività sul mercato. Infatti, con la fusione si assiste alla sostituzione di una sola società ad una pluralità di società. La società che origina dalla fusione si chiama società risultante dalla fusione, nel caso di fusione in senso stretto, e società incorporante, nel caso di fusione per incorporazione. Con la fusione, oltre alla riduzione ad unità dei patrimoni delle società che vi partecipano, si determina anche la confluenza in una unica società degli originari soci delle società partecipanti alla fusione. Avviene infatti, come si è detto, l'unificazione dei patrimoni e delle compagini sociali con estinzione di una o più delle società che vi partecipano. L'utilizzo del termine estinzione può apparire improprio dal punto di vista sostanziale in quanto si ha una

prosecuzione dei rapporti che facevano capo alle società estinte nella società risultante dalla fusione o nella società incorporante. Il codice civile, infatti, stabilisce espressamente che la società risultante dalla fusione o la società incorporante assumono i diritti e gli obblighi delle società partecipanti alla fusione proseguendo in tutti i loro rapporti, anche processuali, anteriori alla fusione. Pertanto, a seguito della fusione, da una parte i creditori delle società partecipanti alla fusione potranno far valere i propri diritti esclusivamente sul patrimonio della società risultante dalla fusione o della società incorporante, e dall'altra i soci delle società estinte diventeranno soci della società risultante dalla fusione o della società incorporante, ricevendo in cambio della loro originaria partecipazione quote o azioni di quest'ultima in base a un predeterminato rapporto di cambio. Sul piano sostanziale non si ha estinzione del contratto sociale ma continuazione dello stesso in un'unica società, attraverso una rinnovata struttura organizzativa. Dal punto di vista giuridico l'opinione prevalente è che la fusione d'azienda costituisca una modificazione dell'atto costitutivo delle società partecipanti, pertanto la fusione d'azienda non determina neppure giuridicamente l'estinzione di una o più società o un fenomeno di successione universale, ma semplicemente una vicenda modificativa dell'atto costitutivo delle società partecipanti. Quindi, se la fusione d'azienda è correttamente qualificata come modificazione dell'atto costitutivo non si ha estinzione delle società partecipanti ma sostituzione delle stesse con la società risultante dalla fusione o incorporante. In altri termini si assiste ad una modificazione dell'atto costitutivo senza soluzione di continuità fra il prima e il dopo.

Il procedimento di fusione d'azienda è piuttosto articolato e complesso e si articola in tre fasi essenziali:

- 1) **Il progetto di fusione;**
- 2) **La decisione di fusione;**
- 3) **L'atto di fusione.**⁴

Progetto di fusione d'azienda

La predisposizione del progetto di fusione d'azienda costituisce dunque il primo momento del procedimento di fusione. Il codice civile stabilisce in particolare che il progetto di fusione sia redatto dagli amministratori delle diverse società partecipanti alla fusione. Nel progetto di fusione, come vedremo, sono contenute le condizioni e le modalità dell'operazione di fusione in modo tale da garantire la conoscibilità preventiva da parte dei soci e dei terzi degli elementi essenziali della fusione d'azienda. Il progetto di fusione, inoltre, sebbene sia predisposto individualmente dagli organi amministrativi di ciascuna società partecipante alla fusione, ha contenuto identico per tutte. Il codice civile, infatti, disciplina in modo dettagliato il contenuto del progetto di fusione, indicando otto punti fondamentali. In particolare, il progetto di fusione d'azienda deve contenere indicazioni riguardanti il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede delle società partecipanti alla fusione; l'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante con l'indicazione, in quest'ultimo caso, delle eventuali modifiche rese necessarie dalla fusione; il rapporto di cambio delle azioni o quote; le modalità di assegnazione delle azioni o quote della società risultante

⁴ CAMPOBASSO G., MANUALE DI DIRITTO COMMERCIALE, UTET GIURIDICA, TORINO, 2010

dalla fusione o di quella incorporante; la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili; la data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società risultante dalla fusione o di quella incorporante; il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di azioni ed ai possessori di titoli diversi dalle azioni; i vantaggi particolari eventualmente proposti a favore degli amministratori delle società partecipanti alla fusione.

Per quanto riguarda in particolare il rapporto di cambio, questo corrisponde al rapporto in base al quale saranno assegnate ai soci delle società che si estinguono le azioni o quote della società risultante dalla fusione d'azienda o di quella incorporante. E così, ad esempio, nel caso di fusione per incorporazione di B in A il rapporto di cambio potrà stabilire che per ogni azione annullata di B (incorporanda) i soci avranno diritto a due azioni di A (incorporante). Relativamente ai punti 5 e 6 del progetto di fusione, normalmente per esigenze di semplificazione, si prevede una retrodatazione degli effetti all'inizio dell'esercizio in cui la fusione si perfeziona.

Il codice civile prevede che il progetto di fusione d'azienda formi oggetto di idonea pubblicità. In particolare, si stabilisce che esso debba essere iscritto nel Registro delle imprese del luogo ove hanno sede tutte le società partecipanti alla fusione. E così, se si dà corso ad una fusione per incorporazione di B incorporanda con sede ad Asti in A incorporante con sede a Torino, il progetto di fusione dovrà essere iscritto nel Registro delle imprese di Asti e di Torino. Il codice civile prevede inoltre, nell'interesse dei soci, che debbano intercorrere almeno 30 giorni tra l'iscrizione del progetto di fusione e la data fissata per la decisione di fusione

d'azienda. Il termine è posto nell'interesse dei soci i quali possono rinunciare con consenso unanime. Il termine inoltre è ridotto a 15 giorni nelle fusioni alle quali non partecipano soci con capitale rappresentato da azioni. E così, ad esempio, il termine si riduce a 15 giorni nel caso di fusione per incorporazione di una società in nome collettivo in una società a responsabilità limitata salvo che i soci rinuncino addirittura al termine con consenso unanime.

Insieme con il progetto di fusione devono inoltre essere redatti altri tre documenti fondamentali:

- 1) la situazione patrimoniale;
- 2) la relazione degli amministratori;
- 3) la relazione degli esperti.

Quanto al primo documento, il codice civile prevede che gli amministratori di ciascuna delle società partecipanti alla fusione d'azienda redigano una situazione patrimoniale aggiornata della propria società, con l'osservanza delle norme sul bilancio d'esercizio. La situazione patrimoniale è dunque un vero e proprio bilancio d'esercizio infrannuale costituito dai tre documenti essenziali (Stato Patrimoniale, Conto Economico e Nota Integrativa) ed ha la funzione fondamentale di fornire ai soci, ai creditori sociali ed ai terzi informazioni aggiornate sul patrimonio contabile della società. Poiché tuttavia la situazione patrimoniale deve essere redatta sulla base dei valori contabili del patrimonio sociale, dalla stessa non è dato desumere il valore effettivo del patrimonio sociale, pertanto, la situazione patrimoniale non assume rilevanza per i soci ai fini della corretta determinazione del rapporto di cambio, che invece si basa sul valore effettivo del patrimonio sociale. Come vedremo il rapporto di cambio può essere invece desunto dalla relazione degli

amministratori che, anzi, lo deve illustrare e giustificare. Il codice civile, peraltro, non fornisce indicazioni in ordine ai criteri di determinazione del rapporto di cambio che sono affidati alla discrezionalità tecnica degli amministratori delle società partecipanti alla fusione d'azienda pur con tutte le cautele, che vedremo, volte a garantire la congruità del rapporto di cambio medesimo. Con riferimento alla **relazione degli amministratori**, il codice civile prevede che gli amministratori delle società partecipanti alla fusione redigano una relazione che illustri e giustifichi il progetto di fusione e, con particolare riferimento al rapporto di cambio, nella stessa relazione devono essere indicati i criteri di determinazione e devono essere segnalate le eventuali difficoltà di valutazione incontrate, al fine di consentire ai soci di verificare i metodi di valutazione utilizzati. La relazione, anche se redatta distintamente dagli organi amministrativi delle società partecipanti alla fusione, è in realtà unica e identica per tutte. Con riferimento, poi, alla **relazione degli esperti** il codice civile prevede che per ciascuna società partecipante alla fusione uno o più esperti scelti tra i revisori contabili o le società di revisione debbano redigere una relazione sulla congruità del rapporto di cambio ed esprimere un parere sull'adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti dagli amministratori per la determinazione della stessa. La relazione degli esperti è redatta nell'interesse dei soci ed al fine di garantire gli stessi sulla congruità del rapporto di cambio.

Nelle fusioni alle quali non partecipano società con capitale rappresentato da azioni i soci possono rinunciare alla relazione degli esperti con consenso unanime. Il codice civile prevede, inoltre, norme sanzionatorie in capo all'esperto o agli esperti. In particolare, si prevede che l'esperto risponda dei danni causati alle società partecipanti alla fusione, ai loro soci e ai terzi, e all'esperto stesso si applicano le

sanzioni penali previste per il consulente tecnico d'ufficio. Una regola particolare è poi prevista nell'ipotesi in cui la società risultante dalla fusione o la società incorporante sia una società per azioni o una società in accomandita per azioni.

In tali casi la designazione dell'esperto è riservata al tribunale e le società partecipanti alla fusione d'azienda possono chiedere al tribunale del luogo in cui ha sede la società risultante dalla fusione o quella incorporante la nomina di uno o più esperti comuni. Inoltre, nel caso di fusione di società di persone con società di capitali, l'esperto deve anche redigere la relazione di stima del patrimonio delle società di persone prevista per la trasformazione omogenea progressiva.

Il codice civile, oltre agli adempimenti pubblicitari di cui si è detto, prevede che una serie di documenti siano oggetto di deposito presso le sedi di ciascuna delle società partecipanti alla fusione. In particolare, si prevede che il progetto di fusione, la relazione degli amministratori, la relazione degli esperti, le situazioni patrimoniali e i bilanci degli ultimi tre esercizi di tutte le società partecipanti alla fusione debbano restare depositati in coppia nelle sedi di ciascuna delle società partecipanti alla fusione durante i 30 giorni che precedono l'assemblea e finché la fusione sia deliberata. Il termine di 30 giorni si riduce a 15 nel caso di fusione alla quale non partecipano società azionarie. Il deposito è posto nell'interesse dei soci e i soci stessi possono prendere visione di tutti i documenti ed eventualmente possono rinunciare al termine con consenso unanime. In merito alla situazione patrimoniale, di cui si è detto che deve essere riferita ad una data non anteriore di oltre 120 giorni dalla data in cui il progetto di fusione è depositato nella sede sociale, occorre ancora precisare che la situazione patrimoniale stessa può essere sostituita dall'ultimo

bilancio di esercizio, a condizione che non sia stato chiuso oltre 180 giorni prima del deposito.⁵

Decisione della fusione d'azienda

A norma del codice civile, la fusione viene decisa da ciascuna delle società che vi partecipano mediante l'approvazione del relativo progetto. In occasione della riforma del diritto societario, si è stabilito che la decisione di fusione possa apportare al progetto le modifiche che non incidono sui diritti dei soci e dei terzi, con la precisazione che le modifiche al progetto di fusione devono essere approvate da tutte le società che vi partecipano.

Come già si è detto, la fusione costituisce una vicenda modificativa dell'atto costitutivo e, quindi, per l'approvazione del progetto devono essere rispettate le norme dettate per le modificazioni dell'atto costitutivo. Anche per la fusione d'azienda, tuttavia, è prevista una deroga al principio unanimistico o consensualistico che domina la disciplina delle società di persone. In particolare, si prevede che nelle società di persone la fusione non sia approvata con il consenso di tutti i soci ma che sia sufficiente la maggioranza calcolata secondo le quote di partecipazione agli utili dei soci, con la precisazione che al socio che non abbia acconsentito alla fusione è comunque riconosciuto il diritto di recesso dalla società. Per quanto riguarda le società di capitali, la fusione, costituendo una modificazione dell'atto costitutivo, deve essere deliberata dall'assemblea straordinaria con le normali maggioranze, fermo restando che se la società risultante dalla fusione è di tipo diverso dalle società partecipanti dovranno essere osservate le maggioranze

⁵ CAMPOBASSO G., *Manuale di diritto commerciale*, UTET GIURIDICA, Torino, 2010

rafforzate previste per la trasformazione. Ancora, in caso di fusione fra società di tipo diverso è riconosciuto il diritto di recesso ai soci che non hanno concorso alla deliberazione. Inoltre, il diritto di recesso è riconosciuto ai soci che non hanno concorso alla deliberazione di fusione fra società a responsabilità limitata. Il codice civile prevede che le decisioni o delibere di fusione siano oggetto di idonea pubblicità. In particolare, si prevede che le decisioni o delibere di fusione delle singole società partecipanti debbano essere iscritte nel Registro delle imprese insieme con i documenti che hanno formato oggetto di deposito presso le sedi delle società partecipanti alla fusione e cioè il progetto di fusione, la relazione degli amministratori, la relazione degli esperti, le situazioni patrimoniali e i bilanci degli ultimi tre esercizi delle società partecipanti alla fusione. Nel caso in cui la società risultante dalla fusione o incorporante assuma la forma di società di capitali le decisioni o deliberazioni di fusione devono essere assunte con l'intervento del notaio verbalizzante, il quale esercita sulle stesse il controllo di legalità. Come già si è detto, inoltre, nel caso di fusione che comporti anche una trasformazione omogenea progressiva è necessaria la predisposizione della relazione di stima del patrimonio sociale richiesta per la trasformazione.⁶

Delibera della fusione d'azienda

La fusione può determinare un pregiudizio in capo ai creditori delle società partecipanti poiché la fusione stessa determina l'unificazione dei patrimoni delle singole società, con la conseguenza che tutti i creditori concorreranno sull'unico patrimonio della società risultante dalla fusione o incorporante. In particolare,

⁶ CAMPOBASSO G., *Manuale di diritto commerciale*, UTET GIURIDICA, Torino, 2010

subiranno un pregiudizio i creditori delle società partecipanti alla fusione più solide, qualora partecipino alla fusione anche società in crisi. Per tale motivo, il legislatore fissa un intervallo di tempo nel quale i creditori possono fare opposizione alla fusione. Il termine decorre dall'iscrizione nel Registro delle imprese dell'ultima delibera di fusione delle società che vi partecipano ed è fissato in misura pari a 60 giorni, ridotti a 30 nel caso in cui alla fusione non partecipino società azionarie. Entro tale termine ciascun creditore la cui ragione sia sorta anteriormente alla pubblicazione del progetto di fusione può proporre opposizione. Invero, il legislatore stabilisce che l'atto conclusivo del procedimento di fusione, cioè l'atto di fusione d'azienda, non possa essere stipulato prima che sia decorso il termine suddetto. Il codice civile prevede, peraltro, che il termine non debba essere rispettato qualora vi sia il consenso di tutti i creditori anteriori alla pubblicazione del progetto di fusione ovvero il pagamento dei creditori che non abbiano dato il loro consenso o il deposito delle somme corrispondenti presso una banca. Inoltre, come si può chiaramente desumere dalle norme del codice civile, non è necessario il consenso o il pagamento preventivo di coloro che sono divenuti creditori nell'intervallo di tempo intercorrente fra la pubblicazione del progetto di fusione e quella della delibera di fusione o addirittura in epoca successiva. Infine, il legislatore prevede che il termine di opposizione possa essere omissivo quando la relazione degli esperti sia redatta per tutte le società partecipanti alla fusione da un'unica società di revisione la quale asseveri sotto la propria responsabilità che la situazione patrimoniale e finanziaria delle società partecipanti alla fusione non rende necessarie garanzie a tutela dei creditori.

Nel caso in cui sia proposta opposizione da parte di uno o più creditori, l'attuazione della fusione viene sospesa fino all'esito del relativo giudizio. Il tribunale, peraltro, può disporre che la fusione abbia ugualmente luogo previa prestazione da parte della società di idonea garanzia a favore dei soli creditori che hanno proposto opposizione. Nel caso in cui una delle società partecipanti alla fusione abbia emesso obbligazioni, la legittimazione individuale degli obbligazionisti a proporre opposizione viene meno qualora la fusione sia stata approvata dall'assemblea degli obbligazionisti. Nel caso in cui una delle società partecipanti alla fusione abbia emesso obbligazioni convertibili, deve essere prevista la possibilità di conversione anticipata e il riconoscimento di diritti equivalenti nella società risultante dalla fusione o incorporante per coloro che non si avvalgono della stessa. Qualora l'atto di fusione sia stipulato in violazione delle norme sull'opposizione dei creditori, l'atto stesso è valido ma improduttivo di effetti.

Infine, se alla fusione partecipano società con soci illimitatamente responsabili e la società risultante dalla fusione o incorporante assume la forma di società di capitali, e quindi si verifichi contestualmente alla fusione d'azienda una trasformazione omogenea progressiva, permane la responsabilità illimitata dei soci per le obbligazioni sorte anteriormente alla fusione e la liberazione dei soci stessi può avvenire solo con il consenso dei creditori.⁷

Atto di fusione d'azienda

L'ultima fase del procedimento di fusione è costituita dalla stipulazione dell'atto di fusione da parte dei legali rappresentanti delle società partecipanti alla fusione.

⁷ CAMPOBASSO G., *Manuale di diritto commerciale*, UTET GIURIDICA, Torino, 2010

L'atto di fusione deve sempre essere redatto in forma di atto pubblico, anche nel caso in cui la società risultante dalla fusione o incorporante assuma la forma di società di persone. L'atto di fusione, inoltre, nel caso di fusione in senso stretto, funge anche da atto costitutivo della società risultante dalla fusione. L'atto costitutivo deve essere sottoposto ad idonea pubblicità. In particolare, deve essere iscritto nel Registro delle imprese dei luoghi in cui hanno sede le società partecipanti alla fusione e la società risultante dalla fusione stessa. Il deposito dell'atto di fusione nel Registro delle imprese in cui è posta la sede della società risultante dalla fusione non può precedere gli altri. Inoltre, da tale iscrizione decorrono gli effetti della fusione e, quindi, la fusione assume efficacia.

In definitiva, quindi, l'iscrizione nel Registro delle imprese dell'atto di fusione ha efficacia costitutiva e da tale data si produce l'unificazione soggettiva e patrimoniale delle società partecipanti alla fusione. Da tale data la società risultante dalla fusione o la società incorporante, assume tutti i diritti e gli obblighi di quelle partecipanti che contemporaneamente si estinguono. Inoltre, i soci di queste ultime hanno diritto di ottenere azioni o quote della società risultante dalla fusione o incorporante in cambio delle proprie azioni o quote, in base al prefissato rapporto di cambio. Il codice civile prevede, peraltro, le ipotesi di **postdatazione** e **retrodatazione** degli effetti della fusione. Nella fusione d'azienda per incorporazione (ma non in quella in senso stretto), è possibile stabilire per tutti gli effetti una data di decorrenza successiva a quella sopra indicata. Quanto alla retrodatazione, il codice civile opera una distinzione fra **effetti a rilievo reale** ed **effetti a rilievo non reale**. Per ciò che concerne gli effetti a rilievo reale, primi fra tutti l'unificazione delle società e dei patrimoni, non possono essere fatti retroagire

convenzionalmente poiché toccano interessi non disponibili all'autonomia privata. È invece possibile retrodatare gli effetti a rilievo non reale e in particolare è possibile prevedere la retrodatazione contabile che consiste nell'imputare al bilancio della società risultante dalla fusione o incorporante le operazioni delle società partecipanti alla fusione compiute prima che la stessa si perfezioni, nonché la retrodatazione della data a decorrere dalla quale le azioni o quote ricevute dai soci delle società che si estinguono partecipano agli utili. Gli effetti a rilievo non reale di cui si è detto vengono di solito fatti retroagire all'inizio dell'esercizio in cui si perfeziona la fusione. La postdatazione e la retrodatazione della fusione devono essere previste nel progetto di fusione.

A seguito della riforma del diritto societario è stata introdotta, inoltre, una disciplina apposita del **bilancio post-fusione** e del **disavanzo di fusione**. Quanto al bilancio post-fusione, e cioè al primo bilancio successivo alla fusione della società risultante dalla fusione o incorporante, il codice civile stabilisce che devono essere recepiti i valori delle attività e passività come risultano dalle scritture contabili delle società partecipanti alla fusione alla data di efficacia della fusione stessa. È inoltre previsto che uno scostamento da tali valori sia ammesso nel caso in cui emerga un disavanzo di fusione. Esistono due tipi di disavanzo di fusione:

- il disavanzo da annullamento;
- il disavanzo da concambio.

Si ha **disavanzo da annullamento** nel caso di fusione d'azienda per incorporazione quando la partecipazione nell'incorporata sia iscritta nel bilancio dell'incorporante ad un importo superiore al valore del corrispondente patrimonio netto dell'incorporata al momento della fusione.

Si ha, invece, **disavanzo da concambio** sempre nel caso di fusione per incorporazione, quando i soci della società incorporata ricevono dall'incorporante, partecipazioni per un valore complessivamente superiore a quello del patrimonio netto dell'incorporata al momento della fusione.

Il disavanzo di fusione emerge normalmente quando il patrimonio netto dell'incorporata assume un valore contabile inferiore a quello reale in conseguenza dell'adozione di criteri prudenziali di valutazione e, in particolare, dell'adozione del criterio del costo ovvero nel caso in cui alla società incorporata faccia capo un avviamento non iscritto in bilancio. Il codice civile, nella nuova disciplina, stabilisce anche il trattamento contabile dell'eventuale disavanzo di fusione. Si prevede che, qualora emerga un disavanzo di fusione, si debbano rivalutare nel bilancio successivo alla fusione, le attività della società incorporata, a condizione che esistano plusvalenze latenti e che la differenza sia iscritta nella voce "Avviamento" a condizione che l'avviamento effettivamente esista. Il disavanzo da concambio può emergere anche nella fusione in senso stretto, nel caso in cui ai soci delle società partecipanti alla fusione siano assegnate azioni o quote della società risultante dalla fusione in misura **superiore** alla somma dei patrimoni netti delle società partecipanti alla fusione. Nel caso opposto a quanto sopra citato, può emergere un avanzo di fusione ed in particolare si ha avanzo da annullamento quando la partecipazione della società incorporata sia iscritta nel bilancio dell'incorporante ad un importo **inferiore** al valore del corrispondente patrimonio netto dell'incorporata stessa al momento della fusione d'azienda. L'avanzo da annullamento deve essere iscritto in un'apposita voce del patrimonio netto del bilancio successivo alla fusione. È necessario precisare che il disavanzo di fusione,

qualora non esistano plusvalenze latenti o un avviamento, debba essere trattato come una perdita determinando la riduzione delle riserve oppure l'iscrizione di una posta rettificativa denominata "Disavanzo di fusione". Del pari, quando l'emersione di un avanzo di fusione sia dovuta alla previsione di risultati economici sfavorevoli e che quindi corrisponda ad un avviamento negativo è necessario iscrivere un'apposita voce di "Fondo per rischi ed oneri".⁸

Fusioni d'azienda semplificate

Il codice civile prevede alcune semplificazioni nel caso di fusioni per incorporazione qualora l'incorporante detenga il 100% del capitale della società incorporanda e nel caso in cui detenga almeno il 90% del capitale della società incorporanda. Nel caso in cui la fusione per incorporazione avvenga tra una società incorporante ed una società incorporanda il cui capitale sociale sia detenuto integralmente dalla prima, la fusione avviene senza emissione di nuove azioni o quote. Per tale motivo il codice civile consente di omettere nel progetto di fusione, in quanto superflue, le indicazioni riguardanti il rapporto di cambio, le modalità di assegnazione delle nuove partecipazioni e la data dalla quale le azioni o quote partecipano agli utili. Inoltre, in tale ipotesi, non è necessario procedere alla redazione delle relazioni degli amministratori e degli esperti. Sempre in tale caso l'atto costitutivo o lo statuto possono prevedere che la fusione sia deliberata dai rispettivi organi amministrativi se entro otto giorni dal deposito del progetto di fusione non si oppongono i soci dell'incorporante che rappresentino almeno il 5%

⁸ CAMPOBASSO G., *Manuale di diritto commerciale*, UTET GIURIDICA, Torino, 2010

del capitale. Particolari semplificazioni sono inoltre previste a seguito della riforma del diritto societario nel caso in cui l'incorporante possieda almeno il 90% del capitale della società incorporanda. In tale caso il codice civile consente di omettere la relazione degli esperti, qualora venga concesso agli altri soci della società incorporanda il diritto di far acquistare le loro azioni o quote dall'incorporante per un corrispettivo determinato sulla base dei criteri previsti per il recesso. Inoltre, l'atto costitutivo o lo statuto dell'incorporante, ma non quello dell'incorporanda, possono prevedere che la fusione d'azienda sia approvata dall'organo amministrativo nel rispetto della disciplina prevista per l'incorporazione di società interamente posseduta.⁹

Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento

Qualora un soggetto intenda acquisire il controllo di una società, chiamata società bersaglio (target), procede alla costituzione di un'apposita società per azioni (newco) con un modesto capitale sociale. Successivamente chiede ed ottiene un cospicuo prestito da parte di una banca garantito dal pegno sulle azioni che verranno acquisite nella società bersaglio, procedendo all'acquisto di queste ultime. Una volta ottenuto il controllo della società bersaglio, si procede alla fusione per incorporazione della stessa nella newco e il finanziamento ottenuto dalla banca è rimborsato con gli utili futuri della società bersaglio incorporata e/o con la vendita di parte delle attività della stessa. Il legislatore, a seguito della riforma del diritto societario, ha sancito la legittimità dell'operazione della fusione d'azienda a seguito

⁹ CAMPOBASSO G., *Manuale di diritto commerciale*, UTET GIURIDICA, Torino, 2010

di acquisizione con indebitamento introducendo, peraltro, norme molto rigide volte ad assicurare la trasparenza dell'operazione. L'obiettivo è quello di garantire un'adeguata quantità e qualità delle informazioni da fornire per un serio piano imprenditoriale e non invece ad una mera ottica predatoria. In altri termini, il legislatore ha voluto evitare eventuali abusi del socio di controllo a tutela degli interessi dei soci di minoranza. Il codice civile prevede che il progetto di fusione indichi le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società incorporante ed impone che la relazione degli esperti attesti la ragionevolezza della previsione. Inoltre, la relazione degli amministratori deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario, con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere. Infine, non sono applicabili le semplificazioni previste in tema di incorporazione di società interamente partecipata o partecipata almeno al 90%.¹⁰

L'invalidità della fusione d'azienda

Il procedimento di fusione può presentare vizi più o meno gravi che possono riguardare una o più delle fasi nelle quali il procedimento stesso si snoda. Possono presentarsi sia **vizi di contenuto**, sia **vizi di procedimento**. E così, ad esempio, il progetto di fusione può omettere una o più delle indicazioni prescritte dalla legge: la delibera di fusione o l'atto di fusione possono essere invalidi. Bisogna quindi interrogarsi su quali siano le conseguenze dei vizi di procedimento o di contenuto

¹⁰ PETTATIN G., *Acquisizione, fusione e scissione di società*, GIUFFRÈ, Milano, 1992

ai quali si è fatto cenno e quindi su quali rimedi siano previsti per l'invalidità della fusione. La questione è risolta espressamente dal codice civile, il quale limita nel tempo la possibilità di dichiarare l'invalidità della fusione, privilegiando quindi la certezza dei traffici giuridici. In particolare, si prevede che una volta che siano state eseguite tutte le iscrizioni dell'atto di fusione previste dalla legge, e che quindi la fusione abbia avuto efficacia reale, l'invalidità della fusione non possa più essere pronunciata. Una volta che la fusione d'azienda abbia assunto efficacia reale, quindi, non è più possibile invalidare le fasi attraverso le quali si è snodato il procedimento di fusione e, in definitiva, non è più possibile il ritorno alla situazione previgente. L'unico rimedio previsto dal legislatore è rappresentato dal diritto al risarcimento dei danni spettante ai soci o ai terzi danneggiati dalla fusione che potranno promuovere apposita azione nei confronti degli amministratori delle società partecipanti alla fusione, della società risultante dalla stessa o della società incorporante. Pertanto, i soci hanno a disposizione un intervallo di tempo molto breve nel quale proporre impugnativa della delibera di fusione di fronte all'autorità giudiziaria, cercando di ottenere la sospensione della stipula dell'atto di fusione. Questo intervallo si estende dalla delibera di fusione fino all'ultima iscrizione dell'atto di fusione. Decorso quest'ultimo termine, se la sospensione non è stata concessa, l'eventuale giudizio di impugnativa della delibera di fusione potrà proseguire solo per la determinazione del danno risarcibile, mentre la fusione risulterà inattaccabile.

Gli interpreti, di fronte ad una disciplina così rigida dell'invalidità della fusione e della portata sanante della norma codicistica, hanno tentato di ridimensionarne gli effetti. In particolare, una parte della dottrina distingue fra semplice **invalidità** della

fusione e **inesistenza** della stessa dovuta alla omissione di una o più fasi essenziali del procedimento di fusione. La dottrina ha in particolare ipotizzato in tale ultimo caso l'inesistenza dell'atto di fusione. Aldilà di tale interpretazione rimane il dato normativo dal quale si può desumere la chiara volontà del legislatore di sostituire i rimedi reali, e cioè l'invalidità della fusione d'azienda, con rimedi di tipo obbligatorio, e cioè il semplice risarcimento dei danni. Evidentemente la disciplina prevista dal codice per l'invalidità della fusione non copre le ipotesi di nullità della società risultante dalla fusione o incorporante. Pertanto, anche successivamente al momento in cui la fusione assume efficacia reale, può essere pronunciata la nullità della società risultante dalla fusione o della società incorporante nei casi espressamente previsti dal codice civile.

Evidentemente la dichiarazione di nullità conduce alla liquidazione della società risultante dalla fusione o della società incorporante, ma non può determinare il ritorno alla situazione anteriore.¹¹

¹¹ CAMPOBASSO G., *Manuale di diritto commerciale*, UTET GIURIDICA, Torino, 2010

SCISSIONE

La scissione è un'operazione straordinaria attraverso la quale una società, detta scissa, trasferisce l'intero suo patrimonio o parte dello stesso ad altre società, dette beneficiarie, con assegnazione ai soci della prima delle azioni o quote delle società beneficiarie. Le società beneficiarie possono essere preesistenti o di nuova costituzione e la scissione determina la suddivisione del patrimonio della società scissa a favore della o delle società beneficiarie. Le ragioni di natura economica che possono condurre alla scissione possono essere ricercate in esigenze di **ristrutturazione** e di **riorganizzazione aziendale**.

È bene sin da subito precisare che la scissione è operazione completamente diversa dal conferimento d'azienda o di ramo d'azienda sebbene in entrambi i casi si assista al trasferimento di una parte del patrimonio di una società o dell'intero patrimonio di una società a favore di uno o più altre società. Infatti, nel caso di conferimento d'azienda, una società detta conferente trasferisce l'intero suo patrimonio o parte dello stesso a favore di un'altra società detta conferitaria, ricevendone in contropartita azioni o quote della conferitaria medesima. Quindi, nel caso di conferimento d'azienda, le azioni o quote della società conferitaria finiscono nel patrimonio della società conferente e vengono iscritte nell'attivo patrimoniale della stessa. Al contrario, nel caso di **scissione dell'azienda**, sebbene si assista al trasferimento dell'intero patrimonio o di una parte del patrimonio della società scissa a favore della o delle società beneficiarie, le azioni o quote della società beneficiaria o delle società beneficiarie vengono assegnate non alla società scissa ma ai soci della stessa. In entrambi i casi, quindi, si assiste ad un trasferimento

patrimoniale ma, mentre nel conferimento d'azienda le azioni o quote della conferitaria vengono assegnate alla società conferente, nella scissione d'azienda le azioni o quote della (o delle) beneficiaria vengono assegnate ai soci della società scissa.

Il codice civile distingue fra **due tipi di scissione d'azienda**:

- **la scissione totale;**
- **la scissione parziale.**

Nel caso di **scissione totale** l'intero patrimonio della società scissa, o per meglio dire scindenda, viene trasferito a più società. Si assiste, quindi, alla frammentazione di un unico patrimonio in più parti dello stesso. A seguito della scissione totale, la società scissa si estingue e l'attività continua in capo alle beneficiarie che assumono i diritti e gli obblighi corrispondenti alla quota di patrimonio loro trasferita.

Nel caso di **scissione parziale** si assiste, invece, al trasferimento di solo una parte del patrimonio della società scindenda a favore di una o più altre società. In tal caso, quindi, la società scissa rimane in vita con un patrimonio ridotto e l'attività relativa alla frazione di patrimonio trasferita continua in capo alla o alle società beneficiarie.

A differenza della scissione totale, nella scissione parziale non si determina l'estinzione della società scissa.

Nella disciplina della scissione, viene operata anche una distinzione fra:

- **scissione in senso stretto**
- **scissione per incorporazione.**

Si ha **scissione in senso stretto** quando l'intero patrimonio o una parte del patrimonio della società scissa viene trasferito ad una o più società di nuova costituzione.

Si ha, invece, **scissione per incorporazione** nel caso in cui il trasferimento avvenga in favore di società preesistenti.

Nel caso di scissione in senso stretto, soci delle società beneficiarie saranno esclusivamente i soci della società scissa. Al contrario, nel caso di scissione per incorporazione, ove il trasferimento avviene a favore di società preesistenti, soci delle società beneficiarie saranno i soci della società scissa oltre, evidentemente, ai soci preesistenti.

Un'altra distinzione a proposito della scissione, che si può operare è quella tra:

- **scissione omogenea**
- **scissione eterogenea.**

Si ha **scissione omogenea** quando alla stessa partecipano soltanto società.

Si ha, invece, **scissione eterogenea** quando ad essa partecipano anche enti non societari.

Analogamente alla fusione, il codice civile stabilisce che alla scissione possano partecipare anche società in liquidazione, purché non abbiano ancora iniziato la distribuzione dell'attivo. È bene ancora ricordare che la scissione è operazione radicalmente diversa rispetto allo scorporo, espressione quest'ultima utilizzata per il conferimento d'azienda o di ramo d'azienda. La scissione, analogamente alla fusione, si snoda in tre fasi essenziali:

- 1) **Progetto di scissione;**
- 2) **Delibera di scissione;**
- 3) **Atto di scissione.**¹²

Progetto di scissione d'azienda

Il progetto di scissione deve contenere tutte le indicazioni previste per il progetto di fusione. In aggiunta deve contenere le seguenti indicazioni:

- l'esatta descrizione degli elementi patrimoniali attivi e passivi da trasferire a ciascuna delle società beneficiarie;
- i criteri di distribuzione ai soci della scissa delle azioni o quote delle società beneficiarie.

Il codice civile prevede peraltro una disciplina specifica in ordine alla sorte degli elementi attivi e passivi la cui destinazione non sia desumibile dal progetto di scissione d'azienda. La disciplina è dettata al fine di salvaguardare le esigenze di tutela dei creditori sociali.

Nel caso di scissione totale, in particolare, le attività di incerta attribuzione sono ripartite fra le società beneficiarie in proporzione alla quota di patrimonio netto trasferita a ciascuna di esse, mentre delle passività di dubbia imputazione rispondono in solido tutte le società beneficiarie.

¹² CAMPOBASSO G., *Manuale di diritto commerciale*, UTET GIURIDICA, Torino, 2010

Nel caso di scissione parziale, invece, le attività di incerta attribuzione restano in capo alla scissa, mentre delle passività di dubbia imputazione rispondono in solido sia questa, sia le società beneficiarie.

Nell'ambito della scissione non è previsto l'obbligo che le azioni o quote delle società beneficiarie siano attribuite ai soci della società scissa nella stessa proporzione originaria. È possibile stabilire che soltanto una parte dei soci originari della scissa riceva azioni o quote di una beneficiaria, mentre gli altri soci originari della società scissa ricevano azioni o quote dell'altra beneficiaria. La scissione d'azienda può quindi costituire un mezzo volto a determinare una separazione anche della compagine sociale della società scissa. Essa può, in altri termini, rappresentare non soltanto un mezzo per ottenere la separazione dei patrimoni, ma anche un frazionamento della compagine sociale. Tuttavia, se si prevede l'attribuzione delle azioni o quote delle beneficiarie in misura **non proporzionale** alla partecipazione originaria dei soci nella scissa, si prevede espressamente che i soci che non hanno approvato la scissione abbiano il diritto di fare acquistare le proprie partecipazioni dai soggetti indicati nel progetto di scissione d'azienda per un corrispettivo determinato secondo le norme in tema di recesso. Analogamente a quanto avviene nella fusione, è prevista la predisposizione di una **situazione patrimoniale** o di più situazioni patrimoniali, a seconda dei casi, nonché di uno o più **relazioni degli amministratori e degli esperti**. Quanto alla relazione degli amministratori, si prevede che essa debba illustrare i criteri di distribuzione delle azioni o quote e che debba indicare il valore effettivo del patrimonio netto da trasferire alle società beneficiarie e di quello che eventualmente resta nella società scissa. Tale previsione è volta a consentire, tra l'altro, ai creditori sociali una migliore valutazione in merito

all'esercizio del diritto di opposizione. Il codice civile, inoltre, prevede che la relazione degli esperti non sia necessaria quando la scissione avviene mediante costituzione di una o più nuove società e le azioni o quote sono assegnate con criterio proporzionale. In tal caso, infatti, non si pone un problema di concambio in quanto la situazione dei soci resta sostanzialmente invariata. Il codice civile aggiunge poi che gli amministratori possono essere esonerati dalla redazione della relazione degli amministratori e dalla relazione degli esperti con il consenso unanime dei soci.¹³

Delibera di scissione d'azienda

La disciplina della delibera di scissione, della pubblicità della stessa e dell'opposizione dei creditori è integralmente mutuata da quella prevista in tema di fusione.¹⁴

Atto di scissione d'azienda

Anche per l'atto di scissione si applica la disciplina prevista per la fusione, con la precisazione che nel caso di scissione in senso stretto, e cioè di scissione a favore di società beneficiarie di nuova costituzione, l'atto di scissione vale anche come atto costitutivo delle stesse. Evidentemente, in tal caso, l'atto di scissione è stipulato esclusivamente dagli amministratori della società scissa e deve indicare i soci delle

¹³ CAMPOBASSO G., *Manuale di diritto commerciale*, UTET GIURIDICA, Torino, 2010

¹⁴ CAMPOBASSO G., *Manuale di diritto commerciale*, UTET GIURIDICA, Torino, 2010

società beneficiarie di nuova costituzione e le azioni o quote spettanti ad ognuno di essi. Analogamente alla fusione, la scissione d'azienda assume efficacia a partire dalla data in cui viene eseguita l'ultima iscrizione dell'atto di scissione nel Registro delle imprese nella cui circoscrizione è fissata la sede delle società beneficiarie.

A partire da tale momento si perfeziona la separazione dei patrimoni e la società beneficiaria o le società beneficiarie assumono i diritti e gli obblighi della società scissa attribuiti nell'atto di scissione. Analogamente a quanto previsto per la fusione, è inoltre possibile prevedere la postdatazione o la retrodatazione di alcuni effetti. Il codice civile introduce, inoltre, una norma volta a salvaguardare l'esigenza di tutela dei creditori. In particolare, si prevede che ciascuna società sia solidalmente responsabile nei limiti del valore effettivo del patrimonio netto ad essa assegnato o rimasto dei debiti della società scissa non soddisfatti dalla società cui fanno carico. In definitiva, quindi, tutte le società partecipanti alla scissione d'azienda sono responsabili in via sussidiaria di quella alla quale il debito è stato trasferito pur nei limiti del valore effettivo del patrimonio netto a ciascuna trasferito o rimasto. Infine, in tema di invalidità della scissione si applica la stessa disciplina prevista per la fusione. ¹⁵

¹⁵ CAMPOBASSO G., *Manuale di diritto commerciale*, UTET GIURIDICA, Torino, 2010

CONFERIMENTO

L'operazione denominata Conferimento è anche indicata con numerosi sinonimi. Questo è dovuto al fatto che tale operazione non è stata presa in considerazione dal nostro diritto, che prende in considerazione solo il conferimento dei singoli beni. Per conferimento intendiamo l'operazione per cui un'azienda, oppure un ramo aziendale dotato di autonoma capacità di reddito, vengono conferiti (trasferiti, apportati) ad un ente giuridicamente diverso dall'impresa conferente; come contropartita l'impresa riceve, non denaro, ma azioni o quote della società cui ha effettuato l'apporto. Il conferimento è dunque un'operazione mediante la quale si apportano denaro, crediti o altri beni in natura ad una società (di persone o di capitali), sia essa di nuova costituzione o preesistente. In pratica si scambia l'azienda conferita con una partecipazione nella società che riceve il conferimento.

Sono coinvolti quindi due distinti soggetti:

- da una parte il **conferente** che è la società (o un'impresa individuale) che conferisce la propria azienda o ramo d'azienda in cambio di azioni o quote della società che la riceve;
- dall'altra parte il **conferitario** che è la società, già esistente oppure da costituire, che riceve l'azienda o ramo d'azienda che le viene conferito e che, anziché pagare con denaro l'acquisto dell'azienda, assegna al conferente un determinato ammontare di azioni o quote della società conferitaria.

Pertanto, se la società conferitaria è da costituire si avrà che una parte del capitale sarà rappresentato dall'azienda conferita mentre l'altra parte potrà essere formata da apporti in denaro o di altri beni effettuata da altri soci. Se, invece, la società conferitaria è già esistente si dovrà procedere all'aumento del capitale sociale da assegnare al soggetto che apporta l'azienda (società conferente). Nella pratica, con il conferimento si stacca da un'impresa, detta conferente, un complesso aziendale funzionante, complesso, che viene apportato ad un'altra azienda, la conferitaria, già costituita o nata a seguito del conferimento stesso. Generalmente la conferente resta in vita come società finanziaria, gestendo la partecipazione nella società industriale, senza quindi cessare la propria attività, come accade invece nella scissione.

Il conferimento di azienda rappresenta una fattispecie riconducibile alla più ampia categoria dei conferimenti in natura. Rispetto ai quali, tuttavia, si caratterizza per le seguenti **peculiarità**:

L'**oggetto** del conferimento non è un singolo elemento patrimoniale o una mera pluralità di beni, bensì un'**azienda**. Ossia un organico complesso di beni (materiali e immateriali) e rapporti obbligatori, organizzati per l'esercizio di un'attività **d'impresa**;

Il **corrispettivo** del conferimento non è rappresentato da una somma di denaro. Bensì da **partecipazioni** (azioni o quote) della società cui viene effettuato l'apporto.

Poiché si abbia conferimento di azienda (o di ramo aziendale), è necessario che venga conferito un complesso di beni di per sé idoneo a consentire lo svolgimento di una determinata attività d'impresa. È opportuno precisare che, mentre il soggetto

beneficiario del conferimento d'azienda non può che essere una società, il conferente può essere un qualsiasi soggetto giuridico. Potrebbe, quindi, trattarsi di: un'altra società; un ente commerciale, un'associazione, una fondazione o una persona fisica titolare di un'azienda individuale o di più aziende.

Le principali motivazioni che determinano un'operazione di conferimento possono rinvenirsi nella:

- Riduzione delle dimensioni di un'impresa molto grande, mediante lo scorporo di rami e il conferimento in società ad hoc;
- Eliminazione di rami in perdita o poco convenienti, mantenendo la gestione dell'azienda conferente;
- Separazione ed identificazione di nuove business-unit all'interno di un gruppo societario;
- Realizzazione di joint-ventures;

Conferimento: disciplina civilistica

Ai sensi dell'articolo 2247 c.c., "con il contratto di società due o più persone conferiscono beni o servizi per l'esercizio in comune di un'attività economica allo scopo di dividerne gli utili". Il conferimento di beni o servizi da parte di tutti i partecipanti rappresenta, quindi, uno degli elementi essenziali del contratto di società. Esso viene definito, in generale, come il contributo apportato da ciascun socio al fine di dotare la società dei mezzi necessari per l'effettivo esercizio dell'attività economica costituente l'oggetto sociale. L'insieme dei conferimenti forma, infatti, un fondo comune (c.d. capitale sociale) vincolato all'esercizio della

suddetta attività. Restrizioni in ordine agli elementi in concreto conferibili, nonché specifiche modalità procedurali risultano, tuttavia, previste dalle norme che disciplinano i vari tipi di società.

Conferimento di ramo d'azienda

Il conferimento di ramo d'azienda può aver luogo, in presenza di un'espressa previsione dell'atto costitutivo, in qualsiasi società, sia di persone che di capitali. La disciplina dei conferimenti, prevista per le società di persone si differenzia notevolmente da quella dettata per le società di capitali. Caratterizzandosi per un minor rigore con riguardo ai tempi e ai modi di esecuzione dell'obbligazione di conferimento. Nonché alla valutazione dei beni conferiti. La ragione di tale minor cautela è rappresentata dal fatto che, nelle società personali, la garanzia patrimoniale per i creditori sociali è costituita soltanto in prima battuta dal patrimonio della società. Ferma restando la possibilità di rivalersi senza limiti sul patrimonio dei singoli soci, nel caso in cui il patrimonio sociale si rivelasse incapiente. Si comprende, dunque, perché, nei tipi societari in discorso, non risulti previsto un ammontare minimo del capitale sociale. Né siano state dettate, a tutela dell'integrità di quest'ultimo, norme restrittive in ordine alle modalità di effettuazione degli apporti dei soci. Nelle società di capitali, invece, ove la responsabilità personale dei soci per le obbligazioni sociali è limitata all'ammontare del conferimento, sono state adottate norme atte a tutelare i terzi circa l'integrità del patrimonio della società. Costituendo tale patrimonio l'unica garanzia per il soddisfacimento delle pretese creditorie. In questo ambito, si è, quindi, avvertita

l'esigenza di stabilire obblighi minimi di capitalizzazione della società. Nonché vincoli procedurali volti a garantire i terzi circa l'effettiva rispondenza al vero del valore attribuito in sede di conferimento agli elementi apportati alla società medesima.

Per quanto riguarda la valutazione dell'oggetto del conferimento, abbiamo due momenti principali. Essi sono:

- 1) la valorizzazione del ramo oggetto di conferimento;
- 2) la valorizzazione del ramo pesato attraverso il valore dell'azienda conferitaria. Questo valore è dato dal prezzo di emissione dell'azione.

Essendo in questo caso la contropartita costituita da azioni, queste devono avere un valore effettivo, è necessario quindi dare anche un valore alla società che aumenta il capitale.

Il conferimento può essere distinto in:

Conferimento per scorporo è quello che avviene in società di nuova costituzione.

Conferimento per apporto in concentrazione è quello che avviene in società già esistente.

Quando il conferimento dell'azienda viene fatto ad una società già esistente, quest'ultima dovrà aumentare il proprio capitale sociale dell'importo necessario a compensare il conferimento dell'azienda ricevuto, da assegnare alla società conferente. Un problema da esaminare concerne la possibilità di imputare il valore complessivo del conferimento, parte a capitale sociale e parte a sovrapprezzo. Nel conferimento d'azienda spesso i nuovi soci (ovvero la società conferente) si trovano

a dover riconoscere l'eventuale plusvalore dell'azienda conferitaria (ovvero il valore intrinseco dell'azienda maturato fino a quel momento e non riflesso nel valore nominale delle quote o azioni). In questi casi l'aumento di capitale sociale della conferitaria avviene mediante costituzione di una riserva sovrapprezzo azioni, riserva non distribuibile fino a che la riserva legale non abbia raggiunto il quinto del capitale sociale.

Il sovrapprezzo azioni è quindi necessario quando sussistono contemporaneamente tre condizioni:

- 1) La società conferitaria è preesistente al conferimento;
- 2) I soci della conferitaria sono diversi dai soci della conferente;
- 3) La società conferitaria ha, prima del conferimento, un valore intrinseco superiore al suo capitale sociale.

La genesi del sovrapprezzo risiede quindi nell'avviamento intrinseco presente nella conferitaria prima del conferimento, inteso come differenza tra il valore intrinseco di mercato dell'intera azienda conferitaria ed il suo capitale contabile.¹⁶

¹⁶ Federico Migliorini (2018). Conferimento di ramo d'azienda: disciplina. Tratto da: fiscomainia.com

La procedura di conferimento

La procedura si articola in tre fasi:

Fase Propedeutica: Inizia con i primi contatti tra le società (conferente e conferitaria), si sviluppa sino al momento in cui la conferente delibera il conferimento di azienda o del ramo;

Fase Valutativa: Inizia con la presentazione dell'istanza al Tribunale per la nomina dell'esperto e termina con l'asseverazione della perizia da parte dell'esperto;

Fase Attuativa: Inizia con la delibera di aumento del capitale sociale o di costituzione della conferitaria e termina con l'atto di conferimento.

Durante la procedura, Conferente e Conferitaria agiscono separatamente per perfezionare quanto richiesto dal codice civile.

In particolare, per quanto riguarda la conferente, sono necessarie la Delibera del CdA (indicazione della motivazione). Nel caso si cambi l'oggetto sociale, convocazione dell'assemblea straordinaria; la Delega al presidente o ad uno o più amministratori per l'istanza di nomina dell'esperto; il Decreto di nomina dell'esperto da parte del tribunale; e la Relazione di stima dell'esperto ex Art. 2343 cc.

La conferitaria, invece se già costituita, è opportuna una delibera del CdA che esponga preliminari e relazioni intercorse con la conferente; se già costituita (30 giorni prima dell'assemblea dei soci), è necessaria una delibera del CdA per aumento del capitale sociale; entro 15 giorni il collegio sindacale deve esprimere il parere sulla congruità del prezzo per emissione delle azioni; parere del collegio

sindacale e relazione di stima dell'esperto devono rimanere depositati presso la sede della società durante i 15 giorni precedenti all'assemblea dei soci; assemblea straordinaria per delibera di aumento del capitale sociale.

Una volta che le società hanno singolarmente svolto quanto sopra, devono, insieme stipulare l'atto di conferimento davanti al notaio, entro 30 giorni dalla stipula dell'atto di conferimento è necessario effettuare il suo deposito, unitamente alla relazione dell'esperto, presso la camera di commercio e fare l'iscrizione dell'atto presso il registro delle imprese. In ultima istanza, la conferitaria, entro 180 giorni, deve operare la verifica da parte del CdA della relazione di stima;¹⁷

La relazione di stima ex art 2343 cc

La relazione di stima è obbligatoria nel caso di conferimento di azienda o ramo di azienda in una società di capitali. La verifica della corrispondenza tra il valore nominale e quello reale del capitale sociale della conferitaria non assolve solo la funzione di tutela dei creditori, ma è anche volta a proteggere gli interessi dei soci della conferente e dei futuri soci che potranno in futuro acquistare partecipazioni nella conferitaria. La relazione deve essere effettuata e asseverata da un esperto nominato dal tribunale nel cui circondariato ha sede la società conferitaria.

L'esperto ha l'obbligo di descrivere i beni o i crediti conferiti, indicare il valore dei beni e dei crediti conferiti, esporre i criteri di valutazione che vengono utilizzati,

¹⁷ Federico Migliorini (2018). Conferimento di ramo d'azienda: disciplina. Tratto da: fiscomainia.com

attestare che il valore attribuito all'azienda sia uguale o maggiore del valore nominale del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo.¹⁸

L'Atto di Conferimento

L'atto di conferimento deve essere redatto per atto pubblico (da un notaio) e deve contenere:

- Identificazione delle società partecipanti;
- Riferimento alla relazione di stima ex Art. 2343 c.c.;
- Individuazione beni oggetto di conferimento;
- Data di efficacia (la stessa dell'atto o qualche giorno dopo);
- Valore netto del conferimento;
- Numero, valore nominale e il godimento delle azioni che saranno emesse a seguito del conferimento.

La Revisione della Stima

Gli adempimenti successivi all'atto di conferimento, ovvero la revisione della stima per le SpA e le SapA, prevedono che entro 180 giorni dall'iscrizione della società nel Registro delle Imprese (o dalla delibera assembleare di aumento del capitale sociale in caso di conferimento in società già esistente) gli amministratori della conferitaria debbano controllare le valutazioni contenute nella relazione di stima e

¹⁸ Giovanni Cugnasca (2014). La relazione di stima ai fini di un conferimento. Tratto da: theseusconsulting.it

procedere alla revisione della stima contenuta nella relazione se sussistono fondati motivi che le valutazioni effettuate dall'esperto non fossero corrette. Sino a quando la revisione della stima non è stata completata, le azioni corrispondenti ai conferimenti non possono essere alienate e devono restare depositate presso la società. Se, dalla revisione della relazione di stima, risulta che il valore totale dei beni o dei crediti conferiti è inferiore di oltre 1/5 a quello per cui era avvenuto il conferimento, la società conferitaria deve ridurre proporzionalmente il capitale sociale annullando le azioni che risultano scoperte. In alternativa, il socio conferente può versare la differenza in denaro o recedere dalla società ottenendo in restituzione i beni conferiti. Nel caso in cui il conferimento coinvolga una società quotata è la società di revisione che deve effettuare il controllo della relazione di stima. Nel caso delle S.r.l non è prevista la procedura di revisione della relazione di stima nel caso di conferimenti di beni in natura o crediti.¹⁹

La Successione nei rapporti giuridici

Il conferimento comporta il trasferimento dell'azienda dalla conferente alla conferitaria, che ne assume la titolarità. Con il conferimento si ha, quindi, la successione nei rapporti contrattuali, il trasferimento dei rapporti obbligatori attivi, l'accollo delle passività, il trasferimento del marchio, delle licenze, etc., della

¹⁹ Giovanni Cugnasca (2014). La relazione di stima ai fini di un conferimento. Tratto da: theseusconsulting.it

responsabilità tributaria ed amministrativa. La conferitaria subentra quindi alla conferente in tutti i rapporti giuridici in essere relativi all'azienda ceduta.²⁰

²⁰ Federico Migliorini (2018). Conferimento di ramo d'azienda: disciplina. Tratto da: fiscomainia.com

CESSIONE

Per parlare di Cessione d'azienda è necessario individuare il perimetro, ovvero cos'è l'azienda. Si parte dalla normativa civilistica, art. 2555, che dà la definizione di azienda recita:

“L'azienda²¹ è il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa.”

Gestire un'azienda comporta l'organizzazione dell'impresa, puntando sempre alla crescita, coltivandone i processi.

I processi di crescita si traducono in operazioni:

- di acquisizione;
- di cessione.

Sono processi di crescita esterna finalizzati allo sviluppo e processi di riorganizzazione di aziende/società. Queste operazioni straordinarie sono comunemente definite “Merger & Acquisition” (M&A), e sono operazioni che comportano un cambiamento negli assetti proprietari e organizzativi; operazioni onerose (monetarie); operazioni che richiedono innanzitutto una valutazione del complesso aziendale, e una valutazione economica che serve a dare un valore economico e un prezzo.

Queste scelte imprenditoriali sono poste in essere per diversi motivi, perché le vicende dell'azienda, relative alla circolazione e al trasferimento della stessa,

²¹ Azienda e impresa sono due concetti che vanno tenuti distinti: azienda è il complesso dei beni impiegati nel processo produttivo aziendale da parte dell'imprenditore. L'impresa, invece, è l'attività legata all'azienda da un rapporto di mezzo a fine.

possono avere come conseguenze trasferimenti temporanei o definitivi, che derivano da contratto o da testamento, e possono essere sia a titolo gratuito sia a titolo oneroso. Si parla di **cessione di azienda** quando le parti stipulano una convenzione che ha come oggetto il trasferimento di beni aziendali, organizzati dallo stesso imprenditore in un contesto produttivo e finalizzati allo svolgimento dell'attività d'impresa. La cessione d'azienda consiste quindi nel trasferimento del diritto di esercizio di una data azienda (diritto distinto dal titolo sui beni che la compongono) ad altro soggetto economico e/o giuridico. Essa si compie normalmente a seguito di compravendita, successione o donazione e può derivare anche da affitto ai sensi dell'articolo 2562 del codice civile (in quanto ciò che conta è che vi sia l'idoneità dei beni aziendali trasferiti a consentire la prosecuzione dell'attività ceduta) o da usufrutto ai sensi dell'articolo 2561 del codice civile. Può anche consistere nel trasferimento di quote societarie o azionarie che consentano di fatto la possibilità di esercizio dell'azienda. Il trasferimento di azienda può avvenire anche per successione, in caso di decesso del titolare (mortis causa), oppure donazione, se il titolare decida di trasferire la sua azienda attraverso un gratuito. Non si deve confondere la cessione di azienda con la cessione di beni aziendali. Nonostante sia vero che la cessione di una parte dei beni strumentali di proprietà aziendali rientra tra le ipotesi di cessione di azienda, è diversa dal cedere singoli beni aziendali, di natura strumentale, che sono suscettibili di rappresentare la potenzialità produttiva propria dell'impresa e integrano la diversa situazione della cessione di beni aziendali. Per questo, si considera cessione d'azienda anche la cessione di una parte dei beni aziendali, purché si mantenga un'organizzazione autonoma, capace e idonea a consentire l'esercizio dell'attività d'impresa. Secondo

l'articolo 2112 comma 5 del codice civile, si considera trasferimento di azienda una qualsiasi azione, posta in essere attraverso una cessione o fusione contrattuale, che determini il cambiamento della titolarità di un'attività economica organizzata, indipendentemente dallo scopo di lucro, che mantiene, anche in seguito al trasferimento, una sua identità aziendale, incluso il suo valore economico e produttivo. Se il trasferimento non ha ad oggetto una parte dell'azienda si può parlare di trasferimento di ramo di azienda, che si verifica quando si trasferisce una parte aziendale che può essere considerata autonoma a livello funzionale, perché in grado di provvedere in modo autonomo a proseguire l'attività che svolgeva prima del trasferimento, perseguendo gli stessi obiettivi produttivi.

A seconda della controprestazione richiesta (conferimento o denaro), la cessione è rilasciata dall'esercente uscente per **apporto**, se il patto prevede il conferimento di quote o azioni o per **vendita**, se è stato pattuito un prezzo.

Le fasi che si affrontano durante la cessione aziendale sono:

1. Individuazione dell'azienda (o azienda "target"): esecuzione delle fasi "precontrattuali" (lettera di intenti);
2. Esecuzione dell'attività di "due diligence": attività tipica dell'acquirente, è un'attività d'indagine;
3. Valutazione dell'azienda;
4. Predisposizione del contratto
5. Adempimenti.²²

²² ROSSI C., *Le operazioni straordinarie nelle società. Trasformazione, fusione, scissione, conferimento, cessione, liquidazione*, GIUFFRÈ, Milano, 2018

Trattative precontrattuali ai fini della cessione aziendale

Una volta individuata l'azienda target, si mette in moto la prima fase che ha ad oggetto l'attività finalizzata al raggiungimento di accordi, quali ad esempio le lettere di intenti e gli accordi di riservatezza.

Gli obiettivi sono:

- regolamentare possibili ipotesi di responsabilità;
- dare certezza all'attività negoziale;
- agevolare il progredire della trattativa evitando che si rilevi inutile.

Se gli accordi contengono dichiarazioni di disponibilità a raggiungere intese sulla cessione, allora diventano fonte di responsabilità precontrattuale, ex art. 1337 c.c. Ci deve essere correttezza di comportamenti e nessun pregiudizio all'interesse dell'altra parte. Vigè l'obbligo di comportamenti in buona fede. Le parti hanno quindi una serie di doveri tra cui l'informazione, la chiarezza, la riservatezza e la segretezza e, com'è plausibile, l'obbligo al compimento dei necessari atti.

Definizione della due diligence

Si tratta dell'attività posta in essere dal possibile acquirente, al fine di individuare i punti di forza e di debolezza dell'azienda target. Si inserisce nella fase precontrattuale, perché il cliente non è ancora in grado di acquistare l'azienda target, ha solo l'interesse a farlo. Non conosce l'azienda e quindi non è in grado di formulare un prezzo. Essa si compone di una prima raccolta di dati e informazioni

di natura patrimoniale, finanziaria, economica, gestionale, strategica, fiscale, giuridica e ambientale, allo scopo di verificare il valore e la convenienza dell'acquisizione. L'analisi di tipo gestionale, invece, va ad analizzare i conti di costo e l'economia gestionale dell'impresa.

Tecniche di valutazione ai fini della cessione aziendale

In questa fase l'imprenditore ha capito qual è l'azienda da acquistare, quali sono i punti di forza e di debolezza e, prima di scegliere la metodologia per l'acquisizione, ci si pone il problema della valutazione. La valutazione esprime in termini monetari l'essenza di un bene economico. Essa permette di definire il perimetro dell'oggetto da acquistare, al quale bisogna dare una misura. La valutazione non è una misurazione (dato oggettivo), perché è di tipo economico. Essa sottende ad un giudizio (soggettivo) sul bene economico e sulle relazioni che lo legano all'azienda.

Differenze tra Capitale Economico e Prezzo

Il capitale economico costituisce una valutazione globale e sintetica atta ad esprimere il valore di un'azienda nella sua interezza. Il prezzo, viceversa, è il risultato cui approda la fase di contrattazione. La valutazione economica serve anche per determinare il prezzo, ma non è il prezzo.

Tecniche di valutazione

Dottrina e prassi hanno elaborato numerose tecniche per valutare l'azienda. Si parla di metodi “**patrimoniali**”, “**redditali**”, “**finanziari**”, “**misti**”, ma anche “**diretti**” ispirati ad osservazioni di mercato. I metodi diretti possono essere utilizzati per fare delle verifiche.²³

Obblighi e adempimenti civilistici per la cessione d'azienda

La redazione dell'atto di cessione (art. 2556 ss c.c.) prevede che la cessione del ramo d'azienda venga fatta con un contratto redatto in forma pubblica o per scrittura privata autenticata dal notaio, mentre la cessione di un'azione avviene con la girata sul titolo, in questo caso non è previsto l'obbligo di un contratto tra le parti. È previsto, inoltre, il deposito da parte del notaio entro 30 giorni dalla stipula del contratto, dell'atto di cessione presso il registro delle imprese, assieme a comunicazione al questore della generalità dei contraenti, del prezzo pattuito e dei dati identificativi dell'azienda. Altri obblighi sono stati introdotti con l'art. 6 della L. 12 agosto 1993, n. 310:

- Il divieto di concorrenza (art. 2557 c.c.) per l'alienante, per un periodo di 5 anni
- La successione nei contratti (art. 2558 c.c.): l'acquirente subentra nei contratti stipulati per l'esercizio dell'azienda stessa, che non abbiano carattere personale, salvo diversa pattuizione. Il terzo contraente dispone del

²³ ROSSI C., *Le operazioni straordinarie nelle società. Trasformazione, fusione, scissione, conferimento, cessione, liquidazione*, GIUFFRÈ, Milano, 2018

diritto di recesso per giusta causa o per libera scelta, nei tre mesi successivi alla notizia della cessione.

- I crediti pregressi (art. 2559 c.c.): il subentrante diventa il titolare dei rapporti di credito a partire dal momento dell'iscrizione del trasferimento nel registro delle imprese, tuttavia il debitore ceduto è liberato se paga in buona fede all'alienante.
- I debiti dell'azienda ceduta (art. 2560 c.c.): l'alienante non è liberato se non risulta che i creditori abbiano rinunciato. Il subentro dell'acquirente dell'azienda mediante accollo dei debiti richiede il preventivo consenso del creditore.
- I debiti di lavoro dipendente (art. 2559 c.c.): il contratto di lavoro continua con l'acquirente. Il dipendente conserva i diritti derivanti dall'anzianità raggiunta e l'acquirente è obbligato in solido con l'alienante per tutti i crediti che il dipendente aveva al momento della cessione.
- I debiti tributari (art. 14 D.Lgs n.472/1997): nel limite del valore dei beni compravenduti, venditore e acquirente sono solidalmente responsabili dei debiti tributari. Se l'acquirente allega un certificato dei carichi tributari, dal quale risulta che al momento della compravendita non ci sono carichi tributari, l'acquirente è esente dai carichi tributari che eventualmente il fisco segnalerà in futuro.²⁴

²⁴ COTTA A., *Cessione, conferimento, affitto e donazione di azienda*, IPSOA, Milano, 2007

La contabilizzazione per la cessione d'azienda

Il cedente deve effettuare le scritture di assestamento per determinare la competenza costi e ricavi della frazione di esercizio già decorsa, stornare le attività e le passività trasferibili (e che cessano di avere rilevanza economica) quali oneri pluriennali da ammortizzare e fondi rischi. Il controvalore dei conti sarà imputato a CE e stornare le attività e le passività cedute con la rilevazione dell'eventuale plusvalenza di cessione. Lo scarico della contabilità delle attività e passività cedute si effettua a valori contabili.

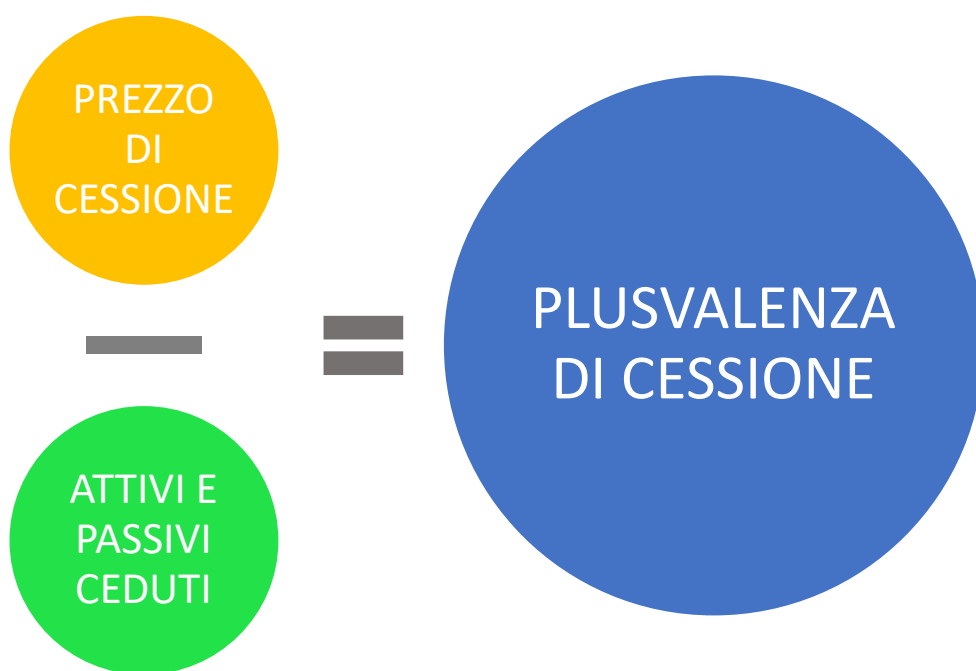


Figura 1 - La differenza tra Prezzo di Cessione e la Sommatoria tra attivi e passivi ceduti (a valori contabili) risulta essere la Plusvalenza contabile di Cessione

Nel caso di acquisto e contestuale inizio dell'attività imprenditoriale è necessario produrre le scritture di costituzione. In caso contrario, si devono recepire in contabilità le attività e le passività relative all'azienda acquistata rilevando, come

contropartita, l'uscita finanziaria o il debito. Il valore delle attività o passività sarà quello desunto dallo stato patrimoniale di cessione, a valori correnti. L'eventuale avviamento sarà da ammortizzare.²⁵

La cessione di partecipazioni aziendali

Premettendo che in bilancio la partecipazione è rappresentata da un titolo, iscritto nell'attivo dello stato patrimoniale tra le immobilizzazioni finanziarie, e che il ramo d'azienda è rappresentato da un insieme di elementi dell'attivo (crediti, immobilizzazioni, etc) e del passivo (debiti, fondo TFR, etc) costituenti un complesso di beni organizzati per l'esercizio di impresa, acquisire una partecipazione vuol dire acquisire l'intera azienda rappresentata dalla partecipazione o acquisire tutte le vicende inerenti all'azienda. Vi è pertanto da svolgere una articolata valutazione sulla posizione pregressa, sui rischi insiti, quindi sul patrimonio aziendale. La valutazione è di ordine giuridico, economico, fiscale e contabile.

Aspetti contabili della cessione di partecipazioni

Il venditore registra una plusvalenza (o una minusvalenza) all'atto dell'uscita della partecipazione dall'attivo patrimoniale. L'acquirente decide in merito alla classificazione tra il circolante e le immobilizzazioni, oltre al criterio di valutazione

²⁵ ROSSI C., *Le operazioni straordinarie nelle società. Trasformazione, fusione, scissione, conferimento, cessione, liquidazione*, GIUFFRÈ, Milano, 2018

(al costo o al patrimonio netto). L'oggetto della cessione sono i diritti di natura patrimoniale e di natura amministrativa riconducibili alle quote acquisite. Non c'è una norma di riferimento, ma i manuali rimandano alle norme del contratto di vendita. Per quanto riguarda i diritti di natura patrimoniale, sono i diritti agli utili e alla liquidazione delle quote, di natura amministrativa sono il diritto di voto e di espressione della volontà nella vita sociale.

Aspetti procedurali della cessione di quote (di una SRL)

Per quanto riguarda gli aspetti procedurali della cessione, l'art. 2470 del codice civile, recita:

“Il trasferimento delle partecipazioni ha effetto di fronte alla società dal momento del deposito di cui al successivo comma²⁶. L'atto di trasferimento, con sottoscrizione autenticata, deve essere depositato entro trenta giorni, a cura del notaio autenticante, presso l'ufficio del registro delle imprese nella cui circoscrizione è stabilita la sede sociale. In caso di trasferimento a causa di morte il deposito è effettuato a richiesta dell'erede o del legatario verso presentazione della documentazione richiesta per l'annotazione nel libro dei soci dei corrispondenti trasferimenti in materia di società per azioni²⁷. Se la quota è alienata con successivi contratti a più persone, quella tra esse che per prima ha effettuato in buona fede l'iscrizione nel registro delle imprese è preferita alle altre,

²⁶ Parole sostituite dall'art. 16, comma 12 quater D.L. 29 novembre 2008, n. 185, conv. con modifiche nella L. 28 gennaio 2009, n. 2.

²⁷ Comma così modificato dall'art. 16, comma 12 quater D.L. 29 novembre 2008, n. 185, conv. con modifiche nella L. 28 gennaio 2009, n. 2.

anche se il suo titolo è di data posteriore. Quando l'intera partecipazione appartiene ad un solo socio o muta la persona dell'unico socio, gli amministratori devono depositare per l'iscrizione nel registro (2) delle imprese una dichiarazione contenente l'indicazione del cognome e nome o della denominazione, della data e del luogo di nascita o lo Stato di costituzione, del domicilio o della sede e cittadinanza dell'unico socio. Quando si costituisce o ricostituisce la pluralità dei soci, gli amministratori ne devono depositare apposita dichiarazione per l'iscrizione nel registro delle imprese. L'unico socio o colui che cessa di essere tale può provvedere alla pubblicità prevista nei commi precedenti. Le dichiarazioni degli amministratori previste dai commi quarto e quinto devono essere depositate entro trenta giorni dall'avvenuta variazione della compagine sociale²⁸.”

Per quanto riguarda la disciplina del trasferimento, come si evince, occorre distinguere gli effetti, tra le parti: il trasferimento produce effetto tra le parti con il semplice consenso, qualunque sia la forma adottata; nei confronti della società: il trasferimento ha effetto dal momento del deposito nel Registro delle imprese. Fino a tale momento, nei confronti della società, il socio è ancora cedente, per cui è l'unico legittimato ad esercitare i diritti sociali e ad intervenire in assemblea; nei confronti dei terzi: il legislatore attribuisce all'iscrizione del trasferimento nel registro delle imprese funzione di pubblicità dichiarativa. Nel conflitto tra più

²⁸ Viene riprodotta la soluzione dell'art. 1155 per la circolazione di beni mobili, prevedendo che in caso di conflitto tra acquirenti della partecipazione, la prevalenza va accordata a colui che per primo ottiene l'iscrizione del trasferimento nel registro delle imprese purchè lo stesso abbia agito in buona fede.

aventi causa dal medesimo alienante prevale chi ha iscritto per primo purché sussista la buona fede.²⁹

²⁹ COTTA A., *Cessione, conferimento, affitto e donazione di azienda*, IPSOA, Milano, 2007

LIQUIDAZIONE

La liquidazione di una società costituisce la fase finale della stessa ed è la conseguenza del verificarsi di alcune cause di scioglimento.

Si distinguono due tipologie di liquidazione, “forzata” o “giudiziaria” o “concorsuale” che viene disposta dall’autorità giudiziaria, “volontaria” o “ordinaria”, disciplinata dal codice civile che consta di tre fasi:

1. scioglimento,
2. liquidazione,
3. estinzione.

Durante la fase di liquidazione, la normale attività della società è in sospensione, cioè si commutano in denaro gli elementi patrimoniali che risultano attivi. Esaminando i bilanci, verranno azzerate le passività, e in seguito si dividerà quello che resta dalla procedura di liquidazione, ai soci. All’atto della messa in liquidazione viene anche individuato il Liquidatore, ovvero il “dominus” della liquidazione stessa, colui che gestisce l’intera fase di liquidazione.

Cause di scioglimento

L’articolo 2308 del codice civile menziona le cause di scioglimento delle **società in nome collettivo**, al quale non consegue automaticamente l’estinzione, che risultano essere:

- decorso del termine;
- conseguimento dell’oggetto sociale o sopravvenuta impossibilità di conseguirlo;

- volontà unanime dei soci;
- mancanza della pluralità dei soci se nel termine semestrale la stessa pluralità non venga ricostituita.

Anche il contratto sociale può prevedere alcune cause di scioglimento: provvedimento dell'autorità nei casi stabiliti dalla legge e liquidazione giudiziale. Dello scioglimento delle **società in accomandita semplice** se ne occupa l'articolo 2323 del codice civile, il quale per le cause, pone un rinvio a quelle previste e regolate dall'articolo 2308 del codice civile (per le società in nome collettivo). Una causa risulta essere ad hoc per le società in accomandita semplice, menzionata nel comma 2 dello stesso articolo 2323 del codice civile, ovvero la mancanza di soci accomandatari o di accomandanti (sempre se il socio mancante non venga sostituito nel termine di sei mesi). Se l'unico socio accomandatario venga giudizialmente privato della facoltà di amministrare, non si potrà invocare l'applicazione di questo comma, perché l'accomandatario non viene meno, ma al contrario, continua a comparire nella compagine sociale, e lo scioglimento dovrà essere imputato all'impossibilità di funzionamento della società stessa.

L'articolo 2484 del codice civile regola lo scioglimento delle **società di capitali**, che si sciolgono per:

- decorso del termine,
- conseguimento dell'oggetto sociale o sopravvenuta impossibilità di conseguirlo (a meno che l'assemblea non deliberi alcune modifiche statutarie),
- impossibilità di funzionamento o continuata inattività dell'assemblea,

- riduzione del capitale al di sotto del minimo legale,
- impossibilità di rimborsare il socio o i soci receduti,
- deliberazione dell'assemblea,
- altre cause previste dall'atto costitutivo o dallo statuto,
- liquidazione giudiziale.

La causa di scioglimento deve essere accertata e convalidata in una dichiarazione che gli amministratori devono depositare al Registro delle Imprese. Da questa data di iscrizione, decorre la procedura di liquidazione. Se lo stesso scioglimento viene deliberato dall'assemblea, la decorrenza ha la data dell'iscrizione della relativa delibera nel Registro delle Imprese. Se lo scioglimento è regolato direttamente dallo statuto o dall'atto costitutivo, sarà questa fonte a regolare le competenze per l'accertamento della causa di scioglimento e per l'iscrizione al Registro delle Imprese. Gli amministratori che non dovessero depositare presso il Registro delle Imprese la dichiarazione che accerta la causa di scioglimento della società, o la dovessero depositare con estremo ritardo, rispondono personalmente e in modo solidale per i danni causati alla società, ai soci, ai creditori sociali e ai terzi, e in caso di omissione degli amministratori, i singoli soci o i sindaci possono presentare un'istanza al Tribunale che, con decreto, da iscriversi al Registro delle Imprese, accerterà il reale verificarsi della causa di scioglimento. Gli amministratori, durante la fase di liquidazione, gestiscono la società allo scopo di salvaguardare l'integrità del patrimonio sociale e rispondono personalmente e solidalmente dei danni causati ai soci, ai creditori sociali ed ai terzi, in caso di violazione di questa prescrizione, il limite temporale del loro agire è rappresentato dal passaggio delle consegne ai liquidatori.

Nomina e revoca dei liquidatori

Nelle società di capitali, la nomina dei liquidatori di solito è riservata all'assemblea dei soci e viene richiesta la maggioranza prevista per le assemblee straordinarie delle società stesse. L'assemblea che nomina i liquidatori deve, nello stesso tempo, deliberare sul numero dei liquidatori, regole di funzionamento del collegio dei liquidatori se sono più di uno, nominativi dei liquidatori, con indicazione di quelli che hanno la rappresentanza della società, modalità di svolgimento della liquidazione, con particolare attenzione ai poteri dei liquidatori in caso di cessione di azienda o di ramo di azienda o di singoli beni o diritti, necessari per conservare al meglio il valore dell'impresa o di singoli beni, in funzione del loro realizzo. Ogni socio, amministratore o sindaco, ha il potere di presentare istanza al Tribunale, che con proprio decreto, nomina i liquidatori e ne determini i poteri e le regole di gestione, se gli amministratori non provvedono a convocare l'assemblea per la nomina dei liquidatori o se la stessa non si costituisce o non è in grado di deliberare. Allo stesso modo, la revoca dei liquidatori viene disposta dall'assemblea dei soci, con la stessa maggioranza prevista per la loro nomina o è decisa dal Tribunale, quando sussiste una giusta causa, su istanza dei soci, dei sindaci o di ufficio dal pubblico ministero.

Il procedimento di liquidazione

Il procedimento di liquidazione inizia, appunto, con la nomina di uno o più liquidatori (che prendono il posto degli amministratori), che richiede il consenso di tutti i soci. I primi obblighi contabili ricadono sugli amministratori, i quali devono redigere due documenti, ovvero la situazione dei conti, che si concretizza in una

situazione contabile analitica relativa sia ai conti patrimoniali che economici, redatta alla data in cui si verifica l'effetto della causa di scioglimento e il rendiconto della gestione fino alla data in cui inizia la liquidazione (giorno antecedente alla data di iscrizione presso il registro imprese della delibera di nomina dei liquidatori).

Tale secondo documento è un vero e proprio bilancio infra-annuale, composto da stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa. Entrambi i documenti non sono approvati dall'assemblea dei soci e devono essere redatti anche se gli amministratori assumono l'incarico di liquidatori. Per quanto riguarda gli adempimenti da attuare durante il periodo di liquidazione, l'OIC 5 prevede i seguenti obblighi in capo, invece, ai liquidatori, ovvero la redazione dell'inventario iniziale di liquidazione, composto solamente dallo stato patrimoniale, in cui i liquidatori accertano l'esistenza delle attività e delle passività, nonché del patrimonio netto esistente all'inizio della liquidazione, ed in cui operano le rettifiche di liquidazione e stanziato il fondo per oneri e spese di liquidazione. Il documento non deve essere approvato dall'assemblea in quanto svolge una funzione interna di presa in carico dei beni da parte dei liquidatori; nel primo bilancio chiuso successivamente all'inizio della liquidazione (quello riferito al 31 dicembre del primo anno di liquidazione), composto da stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa, deve essere riportato anche l'inventario di liquidazione. Con l'approvazione di tale bilancio i soci implicitamente approvano anche l'inventario di liquidazione; la predisposizione dei bilanci di esercizio degli esercizi compresi nel periodo di liquidazione con gli schemi tradizionali e comprensivi della nota integrativa e delle relazioni al bilancio (dei liquidatori e dell'organo di controllo se esistente); la redazione del bilancio finale di liquidazione

e del piano di riparto, con deposito per l'iscrizione presso il registro delle imprese affinché lo stesso possa essere approvato. In merito a tale ultimo aspetto, è bene segnalare che l'approvazione del bilancio finale di liquidazione può avvenire con due modalità, con il decorso di 90 giorni al termine del quale il "silenzio" dei soci implica l'approvazione dello stesso e del piano di riparto, oppure con verbale assembleare da cui risulti il consenso unanime dei soci all'approvazione dello stesso. Il bilancio finale di liquidazione, a differenza dei bilanci ordinari, deve infatti essere approvato da parte di tutti i soci con una delle modalità precedentemente descritte. I libri sociali vanno depositati e conservati per 10 anni presso il registro delle imprese. I liquidatori possono compiere tutti gli atti necessari per la liquidazione. Per procedere al pagamento dei creditori sociali, i liquidatori possono chiedere ai soci i versamenti ancora dovuti (se i fondi disponibili risultano insufficienti). Se occorre, possono richiedere ai soci stessi le somme ulteriormente necessarie. Sui liquidatori incombe un duplice divieto. Essi non possono intraprendere nuove operazioni, con la pena che essi risponderebbero personalmente e solidalmente per gli affari intrapresi nei confronti dei terzi e non possono ripartire tra i soci, neppure parzialmente, i beni sociali finché i creditori sociali non siano stati pagati. Estinti tutti i debiti sociali, la liquidazione si avvia all'epilogo con la ripartizione tra i soci dell'eventuale attivo patrimoniale residuo convertito in denaro. Il saldo attivo di liquidazione è destinato innanzitutto al rimborso del valore nominale dei conferimenti. L'eventuale eccedenza è poi ripartita fra tutti i soci in proporzione della partecipazione di ciascuno nei guadagni. Approvato il bilancio finale di liquidazione la fase di liquidazione è esaurita. In questa fase i liquidatori debbono chiedere la cancellazione della società dal registro

delle imprese. La cancellazione della società determina l'estinzione della società. Quindi quando la società è cancellata dal registro delle imprese, la società è estinta e non esiste più. A questo punto si possono verificare due ipotesi:

Una prima ipotesi, che non è stata disciplinata, più rara e non particolarmente problematica è quella delle sopravvenienze attive. Si cancella la società e successivamente vengono ad esistenza o si scoprono delle attività che non sono state oggetto di liquidazione. Per esempio, si scopre che un certo bene che non si riteneva della società invece è della società, oppure arriva un rimborso dal fisco. Queste sopravvenienze attive non possono essere imputate alla società perché questa non esiste più, non possono che ricadere in comunione tra i soci.

Più problematica risulta essere l'ipotesi opposta, ovvero il caso delle sopravvenienze passive. Si scopre, ad esempio, un creditore insoddisfatto o emerge una responsabilità della società, oppure un debito fiscale. La società non può rispondere in quanto cancellata dal registro delle imprese ed estinta. Rispondono i soci a seconda della responsabilità (limitata o illimitata) che detenevano al momento della cessazione. Risponde inoltre il liquidatore se è in colpa ovvero se ha cancellato la società pur sapendo o dovendo sapere, usando la necessaria diligenza, che esistevano o avrebbero potuto sussistere un onore ulteriore passivo.

Fermo restando l'estinzione della società dopo la cancellazione, i creditori sociali non soddisfatti possono far valere i loro crediti nei confronti dei soci, fino a

concorrenza delle somme da queste riscosse, e nei confronti dei liquidatori se il mancato pagamento è dipeso da colpa di questi.³⁰

³⁰ DEZZANI F., *Operazioni straordinarie: disciplina civilistica, trattamento fiscale, tecnica contabile*, EGEA, Milano, 2005

CAPITOLO 2: L'ACQUISIZIONE

I continui e intensi mutamenti dei mercati, la loro velocità di evoluzione insieme alle aumentate variabili da tenere in considerazione, fanno vivere una profonda fase di trasformazione alle imprese, modificandone infatti in modo sostanziale i comportamenti. Le imprese sono alla ricerca di alternative strategiche con cui fronteggiare tali evoluzioni e allo stesso tempo essere competitive rispetto ai concorrenti. Questo si traduce nel bisogno di una strategia attraverso la quale si stabilisca il modo più efficace con cui competere. Queste dinamiche costringono le aziende a cercare un continuo adattamento, intraprendendo percorsi di cambiamento e trasformazioni. Le imprese, orientate verso una crescita dimensionale, possono affrontarla in modo diverso secondo l'obiettivo che ciascuna di essa si propone: alcune puntano ad un mercato locale, altre preferiscono operare in mercati di nicchia, altre invece puntano a mercati mondiali. Da questo scaturisce una internazionalizzazione delle proprie attività e contemporaneamente una conseguente modifica rispetto alle proprie dimensioni e alla propria struttura organizzativa. A sua volta, la crescita di dimensioni di un'impresa può avvenire per via interna o per via esterna. Nell'ambito della crescita esterna, una valida alternativa risulta essere quella effettuata tramite operazioni di Merger & Acquisition (M&A) ovvero Fusioni & Acquisizioni. Le operazioni di M&A si possono definire come processi di crescita esterna attraverso i quali un'impresa ottiene le capacità e le risorse necessarie per implementare una determinata strategia, acquisendo un'altra impresa già avviata. Questo risulta essere un modo di crescita attuato già da lungo tempo ed ha profondamente modificato la struttura industriale di molti paesi sin dalla fine del secolo scorso. La globalizzazione dei

mercati e il rinnovarsi continuo dell'innovazione tecnologica hanno portato le aziende verso fenomeni di M&A di dimensioni "globali" nel senso che, i mercati mondiali sono dominati proprio da "giganti" quotati nelle più grandi piazze finanziarie del mondo, che operano in mercati internazionali. Fusioni e Acquisizioni, insieme con altre forme di cooperazione interaziendale, sono quindi diventate strumenti per affrontare le turbolenze dei nuovi scenari finanziari. La complessità dell'argomento ha fatto sì che queste operazioni siano state studiate da varie prospettive, per cui molteplici sono le discipline che si sono interessate ad esse: l'economia aziendale, il diritto, la sociologia, la finanza, la comunicazione ed infine l'aspetto organizzativo, proponendo vari modelli interpretativi. Nel caso di questo elaborato, la prima parte del presente capitolo offrirà una riflessione sul contesto economico e su come le imprese siano indotte ad affrontare delle strategie di crescita per poter competere nei mercati globali, fornendo un contributo su come le scelte di M&A siano in grado di ottenere una crescita nei confronti della creazione del valore e un miglioramento della posizione. Si analizzeranno le motivazioni e le finalità che spingono a perseguire queste operazioni straordinarie, le fasi del processo ed inoltre, particolare attenzione, sarà data alle strategie di integrazione post-acquisizione delle due culture aziendali.³¹

³¹ PETTATIN G., *Acquisizione, fusione e scissione di società*, GIUFFRÈ, Milano, 1992

1.1 GLI SCOPI DELL'ACQUISIZIONE

Nel sistema economico moderno, caratterizzato dall'aumento degli scambi e da una crescente competizione, assistiamo a diversi fenomeni di concentrazione dai quali nascono organismi aziendali complessi, in grado di attuare vari processi produttivi e di conseguire economie con dimensioni sempre maggiori. Poiché l'imperativo della finanza è la creazione di nuova ricchezza da ripartire fra gli stakeholders, è necessario in una buona parte dei casi avviare un processo di cambiamento e per cambiamento intendiamo qualsiasi evento che richieda un adattamento dei propri obiettivi e della metodologia attuata per raggiungerli. Per perseguire ciò, all'interno di una azienda, le operazioni di finanza straordinaria sono lo strumento ideale per svilupparsi e consentire la creazione di nuova ricchezza. Per competere come abbiamo visto, in un contesto sempre più globale, le alternative strategiche allo sviluppo inducono alla crescita dimensionale. La crescita è una modalità attraverso la quale le imprese possono acquisire, mantenere, sviluppare e consolidare il vantaggio competitivo. Nella scelta della modalità di crescita, la strategia aziendale occupa un ruolo rilevante, e quindi può essere attuata o per via interna o per via esterna. Quella per via interna, solitamente avviene per motivi consequenziali e consiste nello sviluppare nuove attività, facendo affidamento sulle capacità e le competenze interne. Generalmente si procede per via interna per aumentare la capacità produttiva e potenziare quindi la struttura commerciale. Questa soluzione ha però la caratteristica di avere dei tempi più lunghi rispetto alla crescita di tipo esterno. I lunghi tempi richiesti per una crescita interna, inducono l'azienda ad individuare verso l'esterno il percorso migliore, e può essere rappresentata in tante tipologie tra le quali:

- Alleanze strategiche, ovvero relazioni fra due o più aziende che adottano una prospettiva di condivisione delle linee strategiche;
- Joint venture, che sono alleanze formalizzate in assetti d'impresa autonomi da un punto di vista giuridico, gestionale e organizzativo;
- M&A³²

Fra le varie modalità attraverso le quali si realizza la crescita esterna che passa attraverso l'acquisizione di complessi aziendali funzionanti, le operazioni di M&A si possono quindi definire come processi di crescita esterna attraverso i quali un'impresa ottiene la capacità e le risorse necessarie per implementare una determinata strategia unendosi ad un'altra impresa già avviata. Non si tratta di un fenomeno legato a particolari tipologie d'impresa o mercati specifici, ma coinvolge realtà di grandi o piccole dimensioni, operanti sia in settori tradizionali che in quelli più innovativi. È una modalità di crescita attuata già da lungo tempo e la preferenza è dettata dalla maggiore velocità con la quale si ritiene di conseguire l'obiettivo prefissato, oppure dalla possibilità di individuare sul mercato, aziende che possono essere un buon investimento. La motivazione della rapidità di rafforzarsi in un mercato è diventata uno degli elementi chiave della strategia di una azienda ed il tempo risulta essere uno dei driver chiave di una acquisizione. La vera sfida è quella di riuscire a convivere con il tipico bisogno di velocità e la complessità che l'operazione di M&A richiede. Oltre ai tempi brevi di attuazione vi sono altri vantaggi in tale scelta, che si possono riassumere in minor rischio in termini di costo; maggiore possibilità di ottenere finanziamenti; vantaggi fiscali;

³² Wikipedia, l'enciclopedia libera (2019). Mergers and Acquisitions. Tratto da: en.wikipedia.org.

razionalizzazione della struttura societaria nel caso di fusioni realizzate da società appartenenti allo stesso gruppo; minor costo per l'acquisto di una struttura funzionante rispetto alla creazione ex-novo. Tuttavia, la crescita esterna è soggetta ad alcuni rischi che sostanzialmente sono riconducibili alle difficoltà di integrazione fra le due strutture aziendali. L'utilizzo di questi strumenti strategici e la comprensione dei fattori critici di successo di queste operazioni sono stati a lungo studiati secondo vari punti di vista: l'aspetto finanziario, quello economico, quello della comunicazione ed infine quello organizzativo.

1.2 DIFFERENZE TRA FUSIONI E ACQUISIZIONI

Volendo effettuare un'analisi delle acquisizioni in dettaglio, è opportuno innanzitutto proporre una distinzione con l'operazione di fusione, in quanto nel linguaggio corrente i due termini, fusione e acquisizione, vengono spesso associati, pur essendo realtà diverse sia dal punto di vista giuridico che tecnico. Per FUSIONE, come già ampiamente anticipato, intendiamo una transazione che formi un'entità economica da due o più precedenti imprese, che consiste nella combinazione di due o più società, realizzata tramite il trasferimento del loro intero patrimonio in un'impresa di nuova costituzione che sarà quindi l'unica a sopravvivere all'operazione. La fusione è un modo per razionalizzare le strutture di due società che si ritiene non essere più utili se giuridicamente separate. In una fusione, le società originarie partecipano alla pari e pertanto questo schema contrattuale è più frequente nei casi di unificazione di aziende aventi dimensioni simili. Le ACQUISIZIONI rispondono al bisogno di migliorare la posizione competitiva attraverso l'allargamento delle combinazioni produttive, aumento delle dimensioni e delle quote di mercato, ingresso in nuove aree di affari e così via. Le acquisizioni portano alla necessità di gestire in modo integrato combinazioni produttive in precedenza appartenenti a soggetti giuridici distinti e può essere attuata con l'acquisto del complesso aziendale o con l'acquisto di una partecipazione. L'acquisizione è infatti il processo attraverso il quale una società acquista, dietro corrispettivo, in tutto o in parte, il capitale sociale di un'altra impresa, in modo da ottenerne il controllo. Nell'acquisizione, le strutture produttive

e organizzative rimangono separate. L'acquisizione sarà quindi completa se l'acquirente ottiene l'intero capitale dell'altra azienda, sarà invece parziale se l'operazione riguarda solo una sua quota azionaria. I vantaggi della fusione rispetto all'acquisizione sono che la fusione è un'operazione più lineare e, in alcuni casi, può esservi il vantaggio che, attraverso la fusione, si ottiene il coinvolgimento nella gestione della vecchia proprietà dell'impresa acquisita. Esistono comunque anche degli svantaggi nella fusione rispetto all'acquisizione in quanto si possono riscontrare grosse difficoltà di integrazione. Anche molte acquisizioni possono portare alla fusione dell'acquirente e dell'acquisita, in quanto nella maggior parte dei casi le due imprese devono essere integrate fra loro per produrre migliori performance. Fusioni e acquisizioni sono quindi spesso studiate insieme, poiché pongono analoghi problemi strategici, organizzativi, culturali e comunicazionali. Fusioni e acquisizioni sono infatti un fenomeno caratterizzato da un elevato grado di complessità, dovuto alla molteplicità delle forme tecniche disponibili, alla varietà degli obiettivi perseguibili e dei risultati conseguibili.³³

³³ NAPOLITANO M.R., *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*, F. ANGELI, Milano, 2003

1.3 TIPOLOGIE DI ACQUISIZIONI

Le modalità con cui vengono realizzate più frequentemente le operazioni di acquisizione sono:

- Acquisizione tout court o propriamente detta;
- Leveraged Buy Out (LBO);
- Offerta pubblica di acquisto (OPA);
- Offerta pubblica di acquisto o di scambio (OPAS);
- Rastrellamento;
- Permuta.

ACQUISIZIONE TOUT COURT O PROPRIAMENTE DETTA

L'acquisizione tout court, o acquisizione propriamente detta, rappresenta l'operazione mediante cui la proprietà di una partecipazione azionaria di controllo o di un ramo di azienda, viene trasferita da un soggetto venditore a un compratore. Tale meccanismo viene tendenzialmente impiegato al di fuori del mercato borsistico dove è prevista la possibilità di inserire nell'accordo differimenti e opzioni, tra cui le clausole definite "*earn-out*". La forma di pagamento comunemente impiegata per l'acquisizione tout court è il denaro (cash), ma sono previste anche forme alternative, tra cui la cessione di una quota dell'azienda acquirente in favore del venditore. Le imprese operanti in business ad elevato potenziale di crescita, quando acquisiscono altre imprese, se possibile, prediligono metodi di pagamento di tipo "non-cash" (per esempio attraverso acquisizioni

definite "carta contro carta"), in quanto devono cercare di mantenere in azienda la liquidità e le risorse finanziarie necessarie alla realizzazione degli altri investimenti richiesti dall'evoluzione del mercato. Le clausole *earn-out* sono un sistema di clausole contrattuali finalizzate a ridurre il rischio derivante dalle difficoltà di valutazione delle performance attese della società target. In questo caso, il pagamento viene effettuato in diverse tranches, dove la parte fissa è perfezionata al closing dell'operazione (il momento della sottoscrizione del contratto di vendita), mentre la parte variabile è versata a scadenze stabilite dai contraenti ed è commisurata alle performance ottenute dalla società acquisita, fino a quel momento. Attraverso questo meccanismo il compratore ottiene una forma addizionale di garanzia in merito alle performance future dell'impresa acquisita e viene assicurata la partecipazione della precedente proprietà (o del management) dell'impresa target per un periodo di tempo transitorio. Attraverso questo strumento si realizza una forma di allineamento, almeno parziale, tra gli interessi del venditore e quelli dell'acquirente.

Le clausole di *earn-out* possono essere ricondotte a tre categorie principali:

La prima categoria sono gli Economic *earn-out*: poggiano su parametri calcolati misurando la profittabilità dell'impresa target, calcolata sulla base di dati contabili che possono riferirsi al cash flow, ai risultati prima delle imposte o al raggiungimento di specifici *milestones* in termini di utile netto.

La seconda categoria sono le Performance *earn-out*: si riferiscono a obiettivi di performance che non sono direttamente collegati a un benchmark economico-finanziario o contabile. Essi sono volti a verificare il risultato in merito a

determinate attività come il lancio di un certo numero di prodotti in un determinato periodo di tempo, l'approvazione di brevetti, la stipula di contratti con clienti o con enti governativi, ecc.

La terza categoria sono i Reverse earn-out: si attivano nel momento in cui un certo obiettivo economico-finanziario o di performance non venga conseguito, portando quindi alla riduzione del prezzo di cessione stabilito.

La pratica professionale suggerisce che, in media, nei settori ad alto potenziale di crescita, caratterizzati però da elevata volatilità delle performance, il pagamento immediato al closing dell'operazione rappresenta una cifra pari a circa il 60% - 80% del corrispettivo stabilito tra i contraenti, mentre la parte restante è soggetta al manifestarsi di specifiche condizioni contrattuali.

LEVERAGED BUY OUT (LBO)

Il Leveraged Buy Out (LBO), la cui traduzione significa “acquisire attraverso il debito”, costituisce una particolare tecnica di ristrutturazione industriale e finanziaria che è spesso finalizzata a favorire le acquisizioni aziendali. Esso è un meccanismo che prevede l'acquisizione di un'impresa facendo leva sulla sua capacità di indebitamento del buyer. In sostanza, la quota di capitale di rischio apportata da quest'ultimo è assai modesta rispetto al prezzo di acquisto complessivamente pagato: la maggior parte delle risorse finanziarie utilizzate per lo scopo, infatti, vengono raccolte facendo ricorso a finanziamenti esterni, che trovano un sistema di garanzie nella solidità patrimoniale e nella capacità dell'impresa target di generare flussi di reddito positivi. Si tratta di una tecnica

finanziaria che si è ampiamente diffusa negli Stati Uniti a partire dagli anni settanta per consentire il passaggio di proprietà da azionisti deboli ad imprenditori forti (in termini di credibilità, competenze e idee), ma con scarse disponibilità finanziarie, favorendo per questa via lo sviluppo del cosiddetto "mercato per il controllo proprietario". Il meccanismo del Leveraged Buy Out prevede che i soggetti che intendano promuovere questo tipo di operazione (promotori) costituiscano una società veicolo, anche detta new company (NEWCO), *shell company* o *special purpose vehicle* (SPV), dotata di un capitale assai inferiore rispetto all'investimento necessario per l'acquisizione dell'impresa target. Questo implica che la quota restante sia fornita da finanziatori esterni, i quali, di norma, chiedono come garanzia, il pegno delle azioni o delle attività della stessa società acquisita. Una volta perfezionata la vendita, il meccanismo si conclude con l'incorporazione dell'impresa target nella NEWCO mediante un'operazione di fusione (anche se spesso si verifica esattamente l'opposto). Il meccanismo dell'LBO poggia quindi sulla costituzione di una nuova società, nella quale confluiscono tutti i debiti contratti dai partner della NEWCO per portare a termine l'acquisizione. Inoltre, tali passività vengono saldate attraverso i flussi di reddito attesi della NEWCO, i quali dipendono in larga misura dai dividendi distribuiti alla stessa, dalla società target. In sostanza la LBO rappresenta un meccanismo di acquisizione che permette il trasferimento dei costi e dei fabbisogni finanziari dell'operazione, dall'impresa buyer a quella target. Nella maggior parte dei casi, l'impresa oggetto di acquisizione mediante LBO è caratterizzata da elevate potenzialità di mercato e gestioni inefficienti da parte del management. Il caso italiano più famoso, in tal senso, è sicuramente costituito da Telecom Italia, oggetto di più operazioni di Leveraged

Buy Out che nel corso del tempo hanno determinato un notevole appesantimento della struttura finanziaria del gruppo. Tra le operazioni di leverage buyout la più rilevante per il Gruppo Telecom Italia è stata quella che nel 2003 ha condotto alla fusione di Olivetti in Telecom Italia. La rilevanza delle operazioni di Leveraged Buy Out, soprattutto nell'ambito di determinati business, origina dalla possibilità di applicare due chiavi di lettura del fenomeno che risultano antitetiche: da un lato, le operazioni di LBO dovrebbero costituire un'opzione addizionale per conseguire una gestione più efficiente delle imprese che presentano un management non adeguato. In tal senso, tenuto conto delle dimensioni notevoli che possono caratterizzare la capitalizzazione di alcuni colossi, in assenza di strumenti quali LBO, il passaggio del controllo proprietario potrebbe essere assai difficile da conseguire, invece, adottando questo approccio concettuale, le LBO andrebbero interpretate come un fenomeno positivo all'interno di alcuni settori. Dall'altro lato, numerose ricerche empiriche hanno evidenziato come le operazioni di LBO determinino, nella maggior parte dei casi, un sensibile incremento dell'indebitamento della società target. Indebitamento che a sua volta comporta una elevata distrazione delle risorse finanziarie dell'impresa, le quali vengono asservite al pagamento degli importi a vario titolo dovuti dal buyer ai soggetti finanziatori esterni. Infatti, a prescindere dal fatto che target e buyer vengano fuse o meno dopo l'acquisizione, in ogni caso si registra una riduzione dei flussi di cassa disponibili per la realizzazione di investimenti, innovazione e attività di R&S da parte della società target. In particolare, secondo Long e Ravenscraft (1993) le operazioni di LBO determinano in media una riduzione del 40% nelle spese di R&S da parte dell'impresa acquisita. Analizzate sotto questo profilo, quindi, le operazioni di LBO, specie se non guidate

da una specifica motivazione strategica da parte del/i promotore/i del deal, possono condurre a effetti negativi per le imprese target. Più recentemente, alcuni studi hanno dimostrato che l'impatto delle operazioni di LBO sulla performance innovativa delle imprese target è influenzato da una molteplicità di variabili relative all'acquirente/investitore, come: dimensione, specializzazione in relazione allo stadio di vita delle imprese oggetto di investimento, provenienza geografica e relative al deal, come: ammontare investito, presenza di più acquirenti³⁴. Tutto questo suggerisce che i rischi connessi a questo tipo di operazioni dipendono anche da specifici elementi contingenti. Una trattazione a parte merita il fenomeno del Management Buy Out (MBO), che costituisce un caso specifico di LBO. Il meccanismo di acquisizione è analogo al precedente, sebbene, nell'MBO gli acquirenti siano un gruppo di manager della stessa impresa target. Generalmente, l'operazione si concretizza grazie al supporto di uno sponsor finanziario (per esempio un fondo di private equity, PE) che fornisce gran parte delle risorse finanziarie necessarie per l'acquisizione. Questo tipo di mercato sta attraendo un numero crescente di fondi di PE specializzati nel finanziamento tramite *equity e debt*, di operazioni di MBO.

OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO (OPA)

L'offerta pubblica di acquisto (OPA) è un'operazione di acquisizione che si perfeziona all'interno del mercato borsistico mediante pagamento in denaro delle

³⁴ Ughetto, 2010

azioni oggetto del deal³⁵. In un primo momento, l'acquirente rileva una quota consistente della società target, sebbene la stessa non costituisca il pacchetto di maggioranza. Durante questa fase sono definite le condizioni economiche e contrattuali del deal secondo la volontà delle parti coinvolte. Successivamente, l'offerta viene pubblicamente estesa agli altri azionisti della società target alle medesime condizioni stabilite nell'accordo precedente, senza che queste vengano rinegoziate. A livello nazionale, l'OPA è attualmente disciplinata dagli articoli 102-112 del Testo Unico della Finanza (TUF) contenuti nel D.Lgs. 58/98, nonché dalle norme di attuazione in materia di emittenti contenute nel regolamento della Consob. La regolamentazione si è resa necessaria al fine di garantire due aspetti fondamentali, ovvero la tutela degli interessi degli azionisti di minoranza, in quanto si vogliono garantire le stesse opportunità e condizioni di vendita a tutti gli shareholder della società target, garantendogli di beneficiare dell'eventuale premio di controllo, l'efficiente riallocazione dei diritti di controllo, al fine di semplificare l'ingresso del nuovo azionista, garantendo al tempo stesso la trasparenza degli assetti proprietari. Nel caso di OPA, l'offerta è irrevocabile, sebbene possa essere vincolata ad alcune specifiche condizioni, e deve essere accompagnata da un'ampia informativa a garanzia della trasparenza dell'operazione. L'acquirente, infatti, deve preventivamente comunicare alla Consob l'intenzione di lanciare un'OPA, indicando i dettagli, le motivazioni e gli obiettivi dell'offerta.

L'OPA può configurarsi come:

- **volontaria**, quando lanciata volontariamente dall'acquirente;

³⁵ Brealey et al., 2011

- **obbligatoria**, quando imposta all'acquirente dalla normativa di riferimento (nel caso nazionale dal TUF) al verificarsi di specifiche condizioni;
- **consensuale**, quando l'azionista di maggioranza o il consiglio di amministrazione (CdA) della società target si pronuncia a favore della scalata e non ostacola il meccanismo di acquisizione;
- **ostile**, quando invece l'iniziativa dell'acquirente non ottiene il consenso dell'azionista di maggioranza o del management, oppure, nel caso in cui questi ultimi vengano preventivamente avvisati dal buyer dell'intenzione di lanciare un'OPA. Tale circostanza può rendere l'operazione più costosa quando l'azionista di riferimento o il management della società aggredita decida di adottare dei meccanismi di difesa, quali il lancio di una contro offerta ad un prezzo più elevato. L'aggressore sarebbe quindi chiamato a rilanciare, rendendo l'OPA meno vantaggiosa rispetto quanto speso per l'acquisizione del primo pacchetto azionario. L'OPA, nelle sue molteplici varianti, rappresenta un meccanismo acquisitivo largamente impiegato su scala nazionale e internazionale per acquisire il controllo di imprese, in ragione della relativa rapidità dell'operazione e della numerosità di imprese attive, quotate su mercati regolamentati.

L'OPA non è dunque un'operazione d'acquisto, bensì un'offerta, in quanto il consiglio di amministrazione può aderire o meno.

OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO O DI SCAMBIO (OPAS)

L'offerta pubblica di acquisto e di scambio (OPAS) è un'acquisizione realizzata in borsa ed ha come oggetto una quota di partecipazione minoritaria o maggioritaria di un'impresa. L'OPAS si distingue dalle OPA per la modalità di pagamento: nelle OPA, che a loro volta possono essere sia consensuali che aggressive, la modalità di pagamento è il denaro, nelle OPAS invece la transazione avviene in parte in denaro e in parte in titoli.

IL RASTRELLAMENTO

Il rastrellamento o *ramassage* è un'acquisizione di quote di partecipazione, generalmente minoritario, effettuata sul mercato borsistico. Si tratta di una serie coordinata di acquisti, ciascuno avente per oggetto partite limitate di azioni. Esso è finalizzato all'accumulo di un consistente numero di titoli della società da acquisire. Molto spesso il rastrellamento costituisce un'operazione preliminare rispetto ad un'OPA e raramente ha come finalità l'acquisizione del controllo di una società quotata.

LA PERMUTA

La permuta è un'acquisizione che può avere per oggetto sia immobilizzazioni tecniche sia immobilizzazioni finanziarie (partecipazioni) e si contraddistingue per il fatto che la modalità di pagamento è rappresentata da altre immobilizzazioni

tecniche e/o finanziarie e non da denaro. Tale operazione ha luogo al di fuori del mercato borsistico.

1.4 L'EVOLUZIONE DEL FENOMENO DELL'ACQUISIZIONE

Un aspetto che caratterizza le acquisizioni è dato dal fatto che tali processi spesso si ripetono nella storia di un'azienda. La ripetitività diventa un fattore importante dovuto al fatto che l'apprendimento ricevuto da precedenti acquisizioni sembra favorire il successo delle acquisizioni future³⁶, di conseguenza, svolgere bene un'acquisizione ha delle implicazioni anche dal punto di vista delle capacità organizzative.

LE GRANDI ONDATE

In virtù del fatto che questo fenomeno ha una certa ciclicità, nel senso che le acquisizioni si presentano ad ondate (le cosiddette “merger waves”), gli economisti ne hanno individuato la scansione temporale a decorrere da fine 1800 inizio 1900.

LA PRIMA ONDATA DAL 1895 AL 1904

È la prima ed è considerata una grande ondata legata al sistema industriale americano. I fattori che l'hanno generata sono riconducibili a:

- numerosi settori in forte sviluppo;
- successo dell'estensione delle reti dei trasporti e delle comunicazioni;
- costituzione del primo mercato mobiliare;

³⁶ VERMEULEN F., BARKEMA R., *Learning through acquisition. Accademy of management journal*, vol 44, 2001

- sviluppo del settore metallurgico

Già prima dello scoppio del primo conflitto mondiale, gli Stati Uniti avevano sviluppato un notevole dominio nel mercato grazie alle fusioni e acquisizioni, dovuto anche all'approvazione dello Sherman Antitrust Act (1890), la legge che dichiarò illegale qualunque accordo monopolistico tendente a limitare il commercio e tutti i monopoli.

LA SECONDA ONDATA DAL 1916 AL 1929

In questo periodo di dopoguerra si realizzarono acquisizioni (e fusioni) principalmente di tipo verticale e di consolidamento di operazioni intraprese precedentemente. Appartengono a questa ondata la formazione di grandi conglomerati e grandi corporations come General Motors, IBM, Union Carbide Corporation.

LA TERZA ONDATA DAL 1960 AL 1970

In questi anni, caratterizzati da una notevole prosperità economica, si è registrato il più elevato numero di operazioni di M&A nella storia americana. La tipologia più frequentemente praticata era di tipo conglomerale, scelta motivata dalla convinzione che la spinta verso uno sviluppo diversificato dei business riducesse il rischio d'impresa. In Europa invece, furono attuate principalmente operazioni orizzontali.

LA QUARTA ONDATA DAL 1980 AL 1989

Le acquisizioni di questa fase si differenziano notevolmente da quelle avvenute nei periodi precedenti per diverse caratteristiche. Innanzitutto, per via di una crescente

diffusione di operazioni di tipo OPA ostile cioè speculativo, nel senso che l'obiettivo era quello di comprare una società per sfruttarla e poi rivenderla, realizzando enormi guadagni. Altri aspetti caratterizzanti di questo periodo sono il ruolo assunto dalle banche e l'andamento favorevole della Borsa. In Europa le operazioni avvennero allo scopo di ricercare una dimensione ottimale in funzione del cambiamento del mercato.

LA QUINTA ONDATA DAL 1992 al 2000

Le operazioni di concentrazione degli anni novanta nacquero più con lo scopo di espandersi in nuovi mercati e creare sinergie, che per motivazioni di tipo finanziario. Oltre agli Stati Uniti, che conservarono la preminenza di operazioni, i nuovi protagonisti furono il Giappone e l'Europa, nella quale si registra un forte aumento, soprattutto di operazioni cross border³⁷ in relazione al forte sviluppo dei processi di globalizzazione. Questo periodo viene ricordato come l'ondata della "Megamerger", proprio per l'altissimo numero di operazioni avvenute e per l'origine di aziende di dimensioni globali legate anche al fenomeno delle privatizzazioni. In Italia si sono registrate in questa ondata importanti acquisizioni come Telecom Italia da parte di Olivetti e Banca Commerciale Italiana da parte di Banca Intesa. Appartengono inoltre a questa ondata grosse operazioni quali McDonnell Douglas, Chrysler e Daimler Benz, che oltre ad interessare imprese di dimensioni globali, rimangono imprese per il valore con cui sono stati raggiunti

³⁷ Una transazione cross-border implica l'acquisto e la vendita di strumenti finanziari negoziati in mercati non domestici e/o la partecipazione di controparti residenti in Paesi diversi. Di conseguenza, risulta necessario ricevere e consegnare strumenti finanziari situati in Paesi differenti ed effettuare e ricevere i relativi pagamenti.

gli accordi (quasi la totalità dei maggiori accordi societari di tutti i tempi sono stati raggiunti in questa ondata).

LA SESTA ONDATA DAL 2003 al 2009

Dopo il trend negativo verificatosi fra il 2000 e il 2003 iniziò, per la prima parte di questa ondata, un periodo di grande espansione: un vero e proprio boom scaturito dalla facilità di reperire finanziamenti. Nel 2007 si raggiunse l'apice delle operazioni. Vi fu un sensibile aumento degli accordi cross border in Europa e in Asia coinvolgendo diversi settori quali l'energetico, il finanziario, il farmaceutico, l'high-tech, e le telecomunicazioni. Nel luglio del 2007 ha inizio la crisi finanziaria e le radici sono da ritrovare nello scoppio della bolla speculativa del settore immobiliare negli Stati Uniti con le società coinvolte direttamente nella costruzione delle abitazioni e nella concessione dei mutui. La crisi ha continuato a manifestarsi in tutta la sua gravità nel corso del 2008, toccando l'apice a settembre con il fallimento dell'investment bank Lehman Brothers, che ha di fatto dato il via alla crisi finanziaria. Si sono interrotte e rallentate varie attività su molti comparti del mercato finanziario statunitense, seguito a ruota dall'Europa occidentale, causando un significativo rallentamento dei processi di M&A fra le imprese. La crisi finanziaria, infatti, ha avuto delle ripercussioni sulle attività di M&A ed ha continuato ad avere un effetto negativo sul mercato e sulla riduzione del valore delle operazioni: diminuì sensibilmente il numero delle operazioni di acquisizione e fusione (-16%) e crollò il loro valore complessivo (-35%), che fino ad allora era sempre stato in costante crescita. Nel 2009 si registrò un lieve miglioramento rispetto all'anno precedente pur con una grande prudenza nel fare le operazioni e un cambiamento anche rispetto ai tempi impiegati. Infatti, al contrario di quanto

visto in precedenza dove la velocità delle operazioni era uno degli elementi fondamentali nella scelta, ora i tempi per svolgere le operazioni sono notevolmente aumentati rispetto a solo tre anni prima. Gli investitori assunsero un atteggiamento più prudente e la fase di due diligence (che sarà esaminata successivamente) iniziò a durare molto di più.³⁸

MERGERS AND ACQUISITIONS IN ITALIA

Per quanto riguarda il nostro Paese, partendo da una ricerca condotta fra il 1994 e il 1998 da Valter Conca³⁹ in cui il mercato italiano delle M&A viene definito come un mercato *ancora immaturo, assai frammentato, e poco trasparente*, dalla fine degli anni '90 ad oggi il processo di concentrazione di alcuni settori (come quello bancario) ha contribuito a rendere l'Italia più simile ad altri Paesi europei. Se consideriamo gli anni compresi tra il 1999 e il 2011, possiamo osservare come le operazioni di M&A in Italia siano cresciute, raggiungendo il picco di 816 nell'anno 2008, per poi attestarsi su di un numero comunque inferiore a quelli registrati nei precedenti anni dello stesso decennio. Osservando il numero e il valore delle operazioni realizzate dall'anno 2000 in avanti, ci si rende conto di come gli ultimi anni di questo decennio siano stati fortemente influenzati anche dalla crisi finanziaria che ha colpito le economie mondiali. A partire dalla metà del 2008, la crisi ha messo in discussione le strategie delle imprese e, in primo luogo, proprio quelle orientate alla crescita e alle acquisizioni, operando su diversi livelli:

³⁸ CONCA V., *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, EGEA, Milano, 2010.

³⁹ CONCA, V., 1999. Il mercato delle acquisizioni e delle fusioni in Italia. Le motivazioni, i settori, i prezzi pagati. Rivista Finanza d'impresa Strategia, 6.

l'incertezza e la preoccupazione circa l'andamento futuro della domanda, da un lato, e clienti insolventi dall'altro. A fronte di un ambiente ostile come quello che caratterizza la crisi, le imprese che realizzano operazioni di M&A sembrano essere più prudenti, manifestando soprattutto un maggior divario tra le dimensioni medie di chi acquista e le dimensioni medie di chi è acquisito ed una preferenza fra target che operano nello stesso settore o in settori affini e spesso focalizzandosi nello stesso mercato di provenienza.



Fonte: KPMG

Sintetizzando quanto emerge dall'analisi, possiamo sottolineare come le condizioni di contesto giochino un ruolo molto importante nelle operazioni di corporate M&A, spingendo le imprese a trovare un buon equilibrio tra orientamento al rischio e prudenza. La crisi, senza dubbio, rende l'ambiente più ostile e quindi le operazioni di M&A in periodo di crisi si caratterizzano per un livello di rischio più elevato rispetto a quelle realizzate in condizioni di stabilità o, ancora di più, di crescita economica. A questo maggior rischio, dall'analisi condotta, sembra far da

contrattare un maggior grado di prudenza da parte di chi si impegna, come bidder, in operazioni di M&A. Questa prudenza emerge soprattutto dall'analisi dei seguenti due fattori: c'è un maggior divario tra le dimensioni medie di chi acquista e le dimensioni medie di chi è acquisito. In periodo di crisi, quindi, realizzano M&A imprese più grandi che acquisiscono imprese più piccole. Ciò è confermato anche dall'inferiore valor medio dei deal, che risente dunque sia delle minori dimensioni delle target, sia dell'effetto della crisi. Il risultato è un'attenuazione del rischio associato alle operazioni realizzate, sia sotto il profilo economico-finanziario, sia sotto il profilo organizzativo (si tratta di operazioni meno complesse rispetto a quelle in cui bidder e target hanno dimensioni simili). Si realizzano operazioni di M&A soprattutto se si sono già avute esperienze di fusione e acquisizione, anche se non necessariamente nell'ambito della stessa bidder. Ciò che è importante è che l'esperienza sia stata sviluppata nell'ambito del gruppo di appartenenza, sottolineando così la criticità del ruolo del gruppo rispetto alla singola azienda che vi appartiene. Ne risulta che le imprese che hanno una chiara strategia di crescita esterna e sono abituate a realizzare operazioni di M&A non trovano un ostacolo nelle condizioni proprie dei periodi di crisi, ma anzi possono far leva sui propri punti di forza per realizzare acquisizioni a condizioni particolarmente vantaggiose. Come sempre avviene, quindi, quelle che ai più paiono pericolose minacce possono in realtà rappresentare interessanti opportunità per chi è pronto a coglierle. Il messaggio che le imprese possono cogliere è che l'investimento fatto sviluppando specifiche competenze, capacità, esperienze può dare i suoi frutti migliori forse proprio nei periodi più difficili. I risultati di questa ricerca offrono spunti di riflessione anche per i policy maker. È innanzitutto opportuno riflettere sulla

nazionalità delle imprese coinvolte nelle operazioni di M&A analizzate. Il fatto che siano aumentate le operazioni Italia su Italia può essere interpretato, da un lato, come sintomo del rafforzamento di alcuni player nazionali. Questo, alla luce della debolezza delle imprese italiane sotto il profilo dimensionale rispetto ai concorrenti di altra nazionalità (in primis europei), potrebbe essere considerato un buon risultato, laddove non conduca a situazioni di troppo elevata concentrazione. Può essere invece considerata come preoccupante l'evidenza che nelle operazioni cross border le imprese italiane siano presenti soprattutto in posizione di target. Questo fatto, confermato anche da successive operazioni avvenute in settori storicamente rilevanti per l'Italia (come quello alimentare), ci dice ancora una volta come nel processo di globalizzazione delle economie, l'Italia, a causa delle piccole dimensioni e più in generale della debolezza strutturale delle sue imprese, rischi di continuare a giocare un ruolo solo passivo.

1.5 ACQUISIZIONE E ANALISI STRATEGICA

La strategia d'impresa definisce le condizioni del rapporto tra impresa ed ambiente e l'impostazione che si intende dare alla propria attività. Diversi sono gli attori ambientali con cui l'impresa si rapporta e quindi diversi saranno i livelli di strategie, le quali si possono dividere in strategie a livello aziendale (corporate), strategie a livello competitivo e strategie funzionali.

STRATEGIE A LIVELLO AZIENDALE (CORPORATE)

Sono quelle strategie che determinano non soltanto l'area di attività dell'impresa, ma anche l'impiego di risorse delle diverse aree funzionali. Tra obiettivi e risorse esiste uno stretto legame e tra la struttura e le strategie esiste una correlazione per cui le caratteristiche dell'una influiscono sulle caratteristiche dell'altra.

STRATEGIE A LIVELLO COMPETITIVO

Le strategie a livello competitivo mirano a determinare un vantaggio competitivo rispetto ad avversari che dispongono di risorse diverse. Significa l'esistenza della possibilità di imporre prezzi inferiori a parità di soddisfazione del consumatore.

STRATEGIE FUNZIONALI

Esse definiscono le modalità attraverso cui operare a livello di singola funzione. Premesso ciò, vi è un orientamento strategico di fondo che identifica l'azienda

rispetto alle linee guida e ai valori aziendali. Infatti, attraverso un certo tipo di orientamento, l'impresa imposta il proprio rapporto con l'ambiente di riferimento, quindi ogni impresa sviluppa una propria modalità di interazione con l'ambiente esterno che caratterizza il modo con cui affronta le varie problematiche. Naturalmente le modalità di interazione con l'ambiente devono essere tenute fortemente in considerazione durante i processi acquisitivi. Proprio a proposito dell'ambiente di riferimento si distinguono due livelli, a seconda che l'impresa acquisita operi in aree in cui è presente l'impresa acquirente oppure in aree differenti. Nel caso l'area di riferimento sia la **medesima** si tratta di una strategia di business che mira a incrementare la propria quota di mercato. Nel caso in cui l'acquisita si trovi in un'area **differente** rispetto all'acquirente, si tratta di acquisizioni a livello corporate, volte ad ampliare il portafoglio clienti.

Diversi sono gli approcci allo studio delle acquisizioni, ma sostanzialmente quattro sono i principali filoni che hanno indagato, con differenti prospettive, il fenomeno:

- 1) Il filone del mercato dei capitali;
- 2) Il filone della strategia;
- 3) Il filone del comportamento organizzativo;
- 4) Il filone del processo.

IL FILONE DEL MERCATO DEI CAPITALI

Principalmente in questo filone, gli studiosi di economia e di finanza aziendale hanno indagato sul fenomeno delle concentrazioni con l'obiettivo di dare risposte al quesito di fondo "le acquisizioni creano valore?". Vengono considerati come

indicatori di capacità di creare valore, le variazioni nelle quotazioni delle azioni delle aziende. Molto spesso però si giunge alla conclusione che le acquisizioni consentono benefici e vantaggi anche consistenti per le imprese acquisite, ma in linea generale non creano valore per gli azionisti dell'impresa acquirente.

IL FILONE DELLA STRATEGIA

Attraverso questo filone si sono approfonditi i fattori strategici ed organizzativi che determinano il successo o meno delle acquisizioni. Questo tipo di approccio pone lo scopo e risponde a due quesiti, spostando l'attenzione sull'impresa: "Quali sono le tipologie di acquisizioni in grado di creare valore?" e "quali sono le analisi strategiche in grado di portare i migliori risultati?". In questi studi viene data importanza alla motivazione delle acquisizioni e alla correlazione tra le attività dell'impresa acquisita e quelle dell'acquirente giungendo alla conclusione che **le acquisizioni di attività correlate danno risultati superiori a quelle attività non correlate.**

IL FILONE DEL COMPORTAMENTO ORGANIZZATIVO

Si occupa dell'impatto delle acquisizioni sulle risorse umane coinvolte nel processo. Il processo acquisitivo viene ad assumere un ruolo importante ai fini del risultato. Gli approcci finanziari tradizionali vengono tralasciati per soffermarsi sulle motivazioni strategiche e sull'integrazione post-acquisizione. Nell'ambito di tale filone la ricerca si è indirizzata sulla gestione delle risorse umane, sulle esperienze collettive dei dipendenti delle imprese acquisite e sull'integrazione delle acquisizioni sotto l'aspetto della compatibilità culturale tra le organizzazioni.

IL FILONE DEL PROCESSO

Negli ultimi dieci anni ha trovato crescente affermazione un quarto filone di ricerca riguardante il processo acquisitivo: la prospettiva del processo. In questa prospettiva le operazioni di M&A non vengono considerate come scelte isolate, ma bensì all'interno di un "processo". L'intero processo acquisitivo, comprese la fase di integrazione e post-integrazione, diventa un fattore di grande importanza. Secondo questa scuola le acquisizioni e le fusioni sono delle scelte finalizzate al conseguimento di un vantaggio competitivo. Dal punto di vista strettamente strategico, le acquisizioni finalizzate alla creazione di valore devono avvenire tra aziende che possono condividere risorse produttive e tecnologiche, che hanno quindi la possibilità di condividere con successo competenze acquisite nei propri business. Per tale motivo durante la fase di selezione, che avremo modo di approfondire più avanti, il management aziendale deve soffermarsi attentamente sull'analisi strategica dei settori coinvolti. L'analisi strategica, sotto questo aspetto, diventa un processo tendente a individuare le risorse condivisibili per sviluppare le sinergie attese.⁴⁰

⁴⁰ HASPELAGH P.C., JEMISON D.B., *La gestione delle acquisizioni. Successi e insuccessi nel rinnovamento delle imprese*. ETAS LIBRI, Milano, 1992.

1.6 RISCHI E OPPORTUNITÀ DELLE ACQUISIZIONI

Le operazioni di M&A rappresentano scelte che determinano il modo di essere dell'impresa in termini di dimensioni, ambiti e capacità competitive. Questi fattori garantiscono potenzialmente una gamma di vantaggi maggiori e più consistenti rispetto ad una crescita per linee interne⁴¹. Il crescente utilizzo delle operazioni di M&A, comunque, non ha migliorato la comprensione dei fattori critici di successo di queste operazioni altamente complesse, condizionate dal contesto politico e comunque spesso finanziariamente rischiose. Gli studi degli economisti e degli studiosi di finanza si sono focalizzati principalmente sulle caratteristiche dei settori e delle imprese coinvolte e sulla performance complessiva del fenomeno. È stata invece dedicata meno attenzione all'analisi delle determinanti e delle conseguenze in termini di performance, che è fondamentale per creare così come per distruggere, valore. Da un punto di vista strategico, le acquisizioni finalizzate alla creazione di valore avvengono tra aziende correlate, che condividono fra loro risorse produttive, tecnologie e know-how, ovvero che hanno la possibilità di condividere con successo competenze distintive acquisite nell'ambito del proprio business. Le competenze distintive rappresentano infatti il collante che lega le attività esistenti o meglio il motore che sviluppa nuove attività. I fattori chiave da tenere in considerazione per generare una solida base in un processo di integrazione senza

⁴¹ SICCA, L., NAPOLITANO, M., R., 2001. Le acquisizioni e le fusioni come attività strategiche. Padova: Cedam

ostacoli sono i seguenti: trovare il giusto equilibrio; effettuare la Due Diligence; l'impatto della Leadership; lo shock culturale;

Trovare il giusto equilibrio

Significa pensare attentamente a come allineare ed integrare le attività materiali logistiche e strutturali e le attività immateriali (valori, commitment, leadership, cultura mercato, immagine, competenze) delle aziende coinvolte nell'operazione.

Effettuare la Due Diligence

Sfruttare il tempo tra l'annuncio e la chiusura del deal per valutare attentamente le attività materiali ed immateriali.

Impatto della Leadership

Innanzitutto, rispetto alla leadership, non rinviare la scelta delle persone: la struttura del top team deve essere decisa rapidamente. Quanto prima i ruoli saranno definiti ed attribuiti, tanto prima l'azienda sarà in grado di rispondere alle inevitabili resistenze al processo di integrazione. Vivere la vision: i membri del top team devono dimostrare ai collaboratori i nuovi valori dell'azienda in ogni loro comportamento.

Lo shock culturale

Ignorare la cultura nella fusione tra due aziende potrebbe nuocere all'integrazione. Possono infatti emergere atteggiamenti e interessi distinti e spesso opposti, tra i dipendenti che cercano di tutelare il proprio consueto modo di lavorare e il proprio equilibrio emotivo.

Nonostante i **vantaggi** siano tanti, sarebbe tuttavia una mistificazione della realtà proporre soltanto gli elementi a favore delle scelte di acquisizione di aziende. Emergono infatti una serie di **rischi** legati a queste operazioni che rendono il loro esito il più delle volte negativo. L'illusione della rapidità di acquisire un'impresa già collaudata sul mercato può portare a sottovalutare i numerosi rischi e a non considerare come importanti le numerose problematiche connesse all'operazione. Come abbiamo visto, l'integrazione di due realtà pone spesso problemi di rilevante entità. Diverse sono le difficoltà che il management dell'impresa acquirente si trova a dover gestire, ad iniziare dalla ristrutturazione manageriale dell'impresa, all'omologazione di tutti i lavoratori ad una comune filosofia operativa, dalla diffusione di nuovi valori imprenditoriali agli stakeholders. Le difficoltà al superamento di alcuni degli aspetti elencati risultano essere tra le principali cause di insuccesso economico di M&A.

Gli elementi che vengono indicati come principali fattori di insuccesso⁴² delle operazioni straordinarie sono: perdita dei clienti; aumento dei costi fissi totali; aumento non preventivato dei costi; rischio per gli investimenti; resistenze organizzative rispetto al cambiamento; focalizzazione sugli aspetti tangibili.

Perdita dei Clienti

È la perdita di quei clienti che non accettano l'operazione, soprattutto se sono costretti a subire disservizi nella fase di riorganizzazione.

⁴² NAPOLITANO, M., 2003. La gestione dei processi di fusione e acquisizione di imprese. Milano: Franco Angeli.

Aumento dei Costi Fissi Totali

L'aumento dei costi fissi totali può causare una problematica rispetto alla domanda. L'acquisizione alle volte implica il rischio di sovradimensionamento degli impianti, con il conseguente sbilanciamento della struttura dei costi verso la componente fissa. Il tutto rende l'impresa maggiormente vulnerabile all'oscillazione della domanda.

Aumento non preventivato dei costi

Può rilevarsi un aumento non preventivato dei costi durante la fase di integrazione a scapito della profittabilità, che può comportare un aumento dei prezzi con effetti negativi sulla domanda.

Rischio per gli investimenti

Il rischio per gli investimenti nelle core activities dell'impresa, che deriva dalla sottrazione delle risorse necessarie per effettuare l'operazione. I capitali potrebbero essere destinati ad altri tipi di attività. Tale rischio aumenta tanto più quanto l'operazione si configura come una diversificazione.

Resistenze organizzative rispetto al cambiamento

Resistenze al cambiamento, in conseguenza dell'acquisizione e, ad esempio, di nuovi sistemi operativi, metodologie di lavoro, riorganizzazioni.

Focalizzazione sugli aspetti tangibili

Questa problematica può essere riscontrata sia per quanto riguarda la fase iniziale, che nella fase successiva di integrazione.

Molto spesso le ragioni del mancato successo della maggior parte di operazioni di M&A è imputabile a carenze in due fasi dell'operazione: **la due diligence** e **l'integrazione post operazione**. Come abbiamo visto, l'integrazione di due realtà pone spesso problemi di rilevante entità. Fra i due rischi, il più rilevante è riconducibile alle difficoltà di integrazione di due strutture aziendali funzionanti, all'armonizzazione delle procedure e soprattutto delle culture aziendali. Al fine di minimizzare tali rischi assume un ruolo fondamentale la scelta dell'impresa target che deve essere ponderata attentamente sia negli aspetti strategici, che in quelli economici. L'identificazione dell'impresa target deve avvenire avendo cura di determinare prioritariamente gli obiettivi e le condizioni di acquisizione. Come abbiamo visto in precedenza, spesso le aziende privilegiano gli aspetti tangibili, sia nella fase iniziale quanto nella fase successiva di integrazione. È infatti vero che, una non corretta valutazione degli aspetti intangibili crea maggiori difficoltà nel processo di integrazione.

1.7 IL PROCESSO DI ACQUISIZIONE

Innanzitutto, quando si parla di processo di acquisizione, si fa riferimento all'intero processo che parte dall'identificazione del fabbisogno, passa attraverso l'acquisizione del controllo o della maggioranza di capitale di un'altra impresa e si conclude con l'attuazione dell'integrazione di due realtà in una. Il processo decisionale delle acquisizioni è un processo graduale, che riflette la qualità del management, la leadership, la cultura e la qualità dei processi decisionali dell'impresa. Non è sempre un processo formalizzato ed intenzionale. A volte le acquisizioni nascono da opportunità emergenti, frutto di occasioni offerte dal mercato, maturate in tempi brevissimi, con la conseguenza di rendere più rischiosa la successiva fase di integrazione. Questo accade perché la scelta di acquisire è dettata principalmente dal desiderio di crescere dal punto di vista dimensionale senza prestare particolare attenzione alle reali sinergie fra le aziende. Il processo di acquisizione è quindi piuttosto complesso e richiede, nella maggior parte dei casi, una serie di scelte da valutare attentamente. Esso si articola, inoltre, in una serie di fasi che si presentano normalmente in sequenza, tramite una visione olistica, per poter valutare le relazioni fra ogni stadio e sviluppare un effettivo valore. Le modalità con cui decidere e condurre un'acquisizione vengono quindi viste più come un processo che come una transazione. La transazione economica e finanziaria che ne deriva assume un grande significato non solo per le aziende in sé, ma anche per molti altri componenti come i dipendenti, i manager e i concorrenti. A seconda della strategia acquisitiva queste fasi possono avere durata e contenuti molto diversi a causa della complessità e variabilità dei parametri in gioco.

Premesso ciò, il processo di acquisizione si svolge fondamentalmente in quattro stadi:

- 1) la selezione;
- 2) la valutazione;
- 3) la negoziazione;
- 4) l'integrazione.

Nella realtà, la suddetta separazione in stadi va intesa solamente da un punto di vista concettuale, in quanto l'effettiva realizzazione è determinata da una continua interazione fra uno stadio e l'altro e da una sequenza di fasi che si sovrappongono.

2.7.1 LA SELEZIONE DELLE IMPRESE

La fase inizia con una selezione delle imprese che rispondano ai criteri di selezione scelti e con una analisi preliminare che, solitamente, viene condotta su documentazione “as it is” così com’è, cercando di individuare le possibili aziende candidate all'acquisizione. Perché tutto ciò avvenga è necessario definire quale sarà l'impresa target, per poter successivamente indicare quali imprese rispondano ai requisiti necessari. La prima scrematura nella rosa delle candidate avviene durante i primi contatti in cui può accadere che la proposta venga respinta, oppure vengano poste condizioni non accettabili dall'azienda acquirente. La *conditio sine qua non* necessaria per l'acquisizione è, ovviamente, che entrambe le parti interessate ritengano congrue le condizioni di scambio. I criteri di selezione sono diversi e vari, quali la coerenza strategica complessiva, la presenza dei requisiti richiesti, la compatibilità organizzativa, la possibilità di contatto e, naturalmente, la fattibilità finanziaria dell'operazione.

Le sotto-fasi di questo processo sono:

- 1) L'impostazione strategica;
- 2) L'analisi dei punti di forza e debolezza;
- 3) La definizione degli obiettivi;

L'impostazione strategica

Consiste in un'analisi preliminare del settore di riferimento e dell'eventuale riconoscimento di aree di debolezza dell'impresa. Si tratta di identificare possibili

sinergie e conseguenze che il processo acquisitivo avrà sia sul disegno strategico globale che sul contesto competitivo.

L'analisi dei punti di forza e debolezza

L'analisi dei punti di forza e di debolezza dell'impresa acquirente è necessaria per individuare gli elementi utili a definire il profilo dell'impresa target.

La definizione degli obiettivi

In questa fase si delinea il contesto globale e vengono definiti gli obiettivi dell'acquisizione. Assume rilevante importanza in questa fase l'identificazione del profilo ideale dell'azienda target, pertanto è necessario che l'analisi approfondisca le caratteristiche dell'impresa target (dimensione, area geografica di riferimento, settore, investimento complessivo, prezzo limite dell'offerta, compatibilità organizzativa ed altro ancora). Nella fase conclusiva della trattativa si ha la stesura della lettera d'intenti che permette quindi di procedere alla successiva macro-fase di due diligence.

2.7.2 LA VALUTAZIONE FINANZIARIA

Una volta individuata la società target ha inizio la due diligence.

Questa fase consiste in tutte quelle operazioni attraverso le quali viene stimato un valore da attribuire all'azienda target, nonché a reperire informazioni sulla compatibilità strategica e sull'opportunità economico-finanziaria di acquisizione. Identificata l'azienda ideale, bisogna iniziare ad affrontare gli aspetti finanziari dell'operazione, sia in termini di **valutazione** della società da acquisire sia da un punto **finanziario** dell'intero progetto di acquisizione. Ha inizio pertanto l'impostazione di una strategia efficace in sede di trattativa di negoziazione. La due diligence è un'indagine dettagliata e approfondita della società oggetto di acquisizione sotto diversi profili. Sostanzialmente si tratta di un *check-up* quanto più possibile completo, in rapporto agli obiettivi prefissati, ai tempi e ai costi. Da questa analisi si ottengono numerose informazioni sull'azienda da acquisire, soprattutto quando si passa alla raccolta dei documenti di base (budget, piano operativo, piano strategico) e, attraverso di essi, procedendo ad una valutazione di strategia e di posizionamento, per verificare inoltre la redditività reale, la solidità patrimoniale e finanziaria, e quindi identificare le eventuali rettifiche da apportare al prezzo finale. La due diligence è quindi un processo molto importante e da non sottovalutare che riunisce in sé varie analisi specialistiche (fiscale, di mercato, legale, finanziaria, operativa e ambientale) e parametri da tenere in considerazione per la valutazione del valore dell'azienda target, i quali fanno riferimento a quattro diversi ambiti. I parametri da valutare continuamente secondo una logica strategica e da analizzare attentamente sono: i clienti; i concorrenti; i costi; le competenze.

Per quanto riguarda i **clienti** è necessario:

- Identificare il portafoglio clienti dell'azienda;
- Identificare la dimensione del target di mercato;
- Identificare il tasso di crescita della clientela;
- Identificare la distribuzione geografica.

Per quanto riguarda i **concorrenti** è necessario:

- Valutare il grado di concorrenza;
- Identificare le quote di mercato;
- Valutare le reazioni dei principali concorrenti;
- Valutare le conseguenze dell'acquisizione sul settore.

Per quanto riguarda i **costi** è necessario:

- Individuare la presenza di vantaggi di costi;
- Valutare le performance rispetto alla posizione nel settore;
- Identificare la miglior posizione raggiungibile in termini di costo.

Per quanto riguarda le **competenze** è necessario:

- Valutare le risorse immateriali (competenze, conoscenze, abilità).

Successivamente bisogna valutare le eventuali sinergie esistenti tra l'azienda acquisita e l'acquirente, senza dimenticare di considerare anche i costi connessi ed il tempo necessario al loro ottenimento.

Una tecnica per la loro valutazione tiene conto di due parametri: la probabilità di successo e la stima dei tempi necessari per il loro sviluppo. Parallelamente alle sinergie si devono poi valutare i possibili rischi derivanti dall'integrazione con

l'azienda target, che possono rendere l'operazione non conveniente. Per lo svolgimento della due diligence è utile ricorrere all'ausilio delle check list in cui vengono specificate le aree aziendali da analizzare, le eventuali ispezioni da fare, i documenti da esaminare e tutte le altre operazioni richieste.

Il processo di due diligence può infatti essere visto come la sommatoria di analisi inerenti:

- commercial due diligence (analisi di mercato e concorrenza);
- due diligence finanziaria (analisi storica dei dati finanziari dell'impresa target);
- due diligence legale (esaminare tutti gli aspetti legali dell'impresa);
- due diligence fiscale;
- due diligence operativa;
- due diligence ambientale;
- business plan review.

Queste liste sono quindi delle **linee guida** che non possono essere standardizzate ma variano ogni volta a seconda del caso. In conclusione, il processo di due diligence fornisce i dati necessari a formulare una proposta concreta in cui vengono esplicitati l'oggetto dell'acquisizione, il prezzo di riferimento, le condizioni contrattuali di pagamento, le garanzie, le clausole temporali, la validità temporale dell'offerta, la determinazione del prezzo finale e la formalizzazione dell'accordo.

2.7.3 LA NEGOZIAZIONE

Nella fase di negoziazione, si aprono le trattative con le potenziali aziende target. Identificata l'azienda target e noti gli obiettivi del venditore, si passa alla valutazione finanziaria che si conclude con la definizione del prezzo. Quest'ultimo deve comprendere il valore della società target, tenendo conto anche dei benefici che deriveranno dall'acquisizione. Il metodo di valutazione viene concordato tra le due parti. Si stabilisce quindi un prezzo di riferimento che potrà poi subire leggere oscillazioni. Per far sapere alla società oggetto di valutazione che c'è un possibile acquirente si può procedere seguendo due strade:

- con la **negoziazione diretta**, così la società che deve essere comprata sappia chi è l'acquirente;
- con la **negoziazione indiretta**, cioè facendo riferimento ad una società che si occupa di acquisizioni. Lo svantaggio della negoziazione indiretta è che si rende pubblico l'intento di procedere con l'acquisizione, permettendo a terzi di inserirsi nella negoziazione.

A seguire avviene una reciproca presentazione dei management team ed una valutazione delle sinergie ottenibili sotto vari aspetti: di mercato, di efficienza operativa, a livello finanziario e tributario ed altre. Si passa quindi alla valutazione dei rischi connessi all'operazione. In seguito alla definizione di modalità di finanziamento o dell'impegno finanziario richiesto, avviene la negoziazione economica e finanziaria vera e propria. Infine, la convocazione delle assemblee di società con la formale nomina del nuovo assetto manageriale.

2.7.4 L'INTEGRAZIONE

Una volta firmato l'accordo, la fase più delicata è senza dubbio il processo di integrazione tra le due realtà. Nonostante un disegno ed un'analisi perfetta, il risultato rischia di essere un clamoroso fallimento se tale processo non si implementa nel modo giusto.

La gestione del processo di integrazione è un intervento che deve essere ben analizzato e progettato, richiedendo la chiarezza degli obiettivi organizzativi, il coinvolgimento del top management, la consapevolezza delle diversità culturali: sono proprio quest'ultime a fare il distinguo di ogni organizzazione.

Si possono riconoscere tre modi base per gestire i processi di integrazione: la **colonizzazione**, il **matrimonio** e l'**imprinting**.

La Colonizzazione

L'impresa acquisitrice tende a leggere l'impresa acquisita in base alle sole caratteristiche funzionali, alla propria struttura o alla strategia competitiva in atto.

Il Matrimonio

Si caratterizza per l'accettazione a livello razionale della necessità di una modifica e/o adeguamento delle strutture organizzative e dei sistemi di gestione.

L'Imprinting

Allo scopo di avere un supporto conoscitivo rilevante, si svolgono attività di orientamento con la presenza dell'azienda acquisitrice in momenti progettuali o decisionali dell'azienda acquisita. In un'ottica strategica il principale fattore che

determina le decisioni di acquisizione è la valutazione delle sinergie realizzabili dall'integrazione delle attività delle imprese coinvolte. Di conseguenza, la capacità di realizzare un effettivo processo di integrazione è fondamentale.

A sua volta il tema dell'integrazione può essere analizzato sotto tre aspetti: l'aspetto Finanziario, l'aspetto Strategico e l'aspetto Organizzativo.

L'Aspetto Finanziario

Le acquisizioni rappresentano un modo per realizzare un incremento di valore attraverso il rilievo di un'impresa offerta in vendita. Nell'ottica finanziaria, le acquisizioni che creano effettivamente valore per il compratore sono quelle il cui prezzo è sicuramente inferiore al valore reale dell'impresa.

L'aspetto Strategico

Abbiamo visto come il principale fattore che determina le decisioni di acquisizione è la valutazione delle sinergie realizzabili dall'operazione. La decisione di acquisire un'impresa trova fondamento nella consapevolezza che mettendo insieme due o più attività è possibile rafforzare l'assetto competitivo. Non è sufficiente acquisire un'altra impresa per realizzare maggior valore, occorre soprattutto che si raggiunga un'integrazione effettiva tra le attività.

L'aspetto Organizzativo

Spesso i processi di acquisizioni determinano, nel breve o nel lungo periodo, la sostituzione del management dell'azienda acquisita con quello dell'acquirente. Queste operazioni portano ad accentrare le funzioni di corporate nelle mani dei dirigenti dell'impresa acquirente, con la conseguenza di ridurre gli spazi decisionali

lasciati all'impresa acquisita, destinata ad assumere il ruolo di divisione operativa. Le scelte relative al livello di integrazione che si vogliono realizzare dipendono da due fattori: dal tipo di relazioni esistenti tra le attività svolte dalle due imprese e dal modello organizzativo che si vuole adottare una volta effettuata l'acquisizione. Un elemento centrale per il successo delle acquisizioni è la comprensione reciproca della cultura organizzativa. Molto spesso le organizzazioni hanno culture molto diverse, sistemi di valori condivisi e stili di direzione differenti e qualora si avvii un processo di concentrazione, i conflitti sono spesso inevitabili. La scarsa attenzione del management nei confronti di tali problemi nel corso del processo acquisitivo è una delle cause più frequenti dell'insuccesso delle operazioni di acquisizione.

Il processo di integrazione è la chiave per il buon funzionamento delle acquisizioni. A sua volta l'integrazione può riguardare diverse sfere: l'integrazione strategica, l'integrazione tecnologica, l'integrazione organizzativa e l'integrazione culturale.

I modelli di integrazione variano in base all'esigenza di interdipendenza strategica tra le due imprese e esigenza di autonomia dell'organizzazione.

Il modello di riferimento proposto da Haspeslagh e Jemison identifica tre fasi in cui si svolge il processo⁴³:

- Prima fase: avvio dell'integrazione;
- Seconda fase: la gestione dell'integrazione;
- Terza fase: l'interdipendenza strategica e l'autonomia organizzativa.

⁴³ HASPELAGH, P.C., JEMISON, D.B., 1992. La gestione delle acquisizioni. Successi e insuccessi nel rinnovamento delle imprese. Milano: Etas Libri.

Prima fase: avvio dell'integrazione

Ha la finalità di instaurare un'atmosfera adatta a gestire le integrazioni tra impresa acquirente e acquisita, perché l'integrazione rappresenta un processo interattivo in cui le organizzazioni e gli individui collaborano per realizzare i benefici ricercati attraverso l'acquisizione, piuttosto che un semplice scambio di risorse fisiche. Gli elementi determinanti per instaurare un'atmosfera adatta al trasferimento di capacità tra le imprese sono:

- la comprensione reciproca dell'organizzazione della cultura delle imprese,
- la volontà dei membri di collaborare dopo l'acquisizione,
- la capacità di trasferire e ricevere le risorse e le competenze,
- la comprensione delle cause e degli effetti collegati ai benefici attesi dall'acquisizione.

L'atmosfera necessaria al trasferimento delle capacità è il risultato di un complesso di interazioni fra i membri delle due organizzazioni. Le leve prioritarie per un'efficace integrazione sono l'integrazione culturale e organizzativa: è quella in cui ovviamente è facile trovare differenze culturali ed organizzative che si sono consolidate nel tempo e che possono costituire un ostacolo al processo di integrazione; la generazione di consenso: perché è importante stabilire un efficace piano di comunicazione per ottenere il consenso dell'azienda mantenendo un atteggiamento aperto ed evitando le imposizioni; la trasferibilità delle risorse e delle competenze: le risorse possono essere di tipo "hard" (macchinari, tecnologie, ecc) oppure "soft" (competenze, capacità, ecc), queste ultime sono quelle che presentano maggiori difficoltà; il contenimento dei tempi di adattamento e di risposta: può

essere ottenuto solo con una pianificazione attenta e cercando di prevedere anticipatamente i possibili rallentamenti.

Seconda fase: la gestione dell'integrazione

Durante questa fase è necessario prestare la massima attenzione alle sinergie conseguibili tra le due organizzazioni. I benefici identificati in sede di disegno strategico, iniziano a materializzarsi per realizzare il trasferimento delle risorse e delle competenze. Questo costituisce il cuore del processo di integrazione. Dipende dalle capacità del management il conciliare le esigenze di interdipendenza strategica tra le imprese coinvolte, con la necessità di autonomia organizzativa delle stesse. Si tratta di conservare e rafforzare i patrimoni di risorse e competenze e, contemporaneamente, di garantire il trasferimento delle capacità strategiche tra le stesse. La definizione dei confini consente di identificare due dimensioni chiave del processo di integrazione ovvero l'interdipendenza strategica e la gestione dell'autonomia organizzativa.

Terza fase: l'interdipendenza strategica e l'autonomia organizzativa

Questo concetto consente di assicurare il trasferimento delle capacità strategiche per la creazione di valore. La gestione dell'autonomia organizzativa costituisce uno dei problemi fondamentali dell'integrazione ed assume importanza cruciale soprattutto quando le capacità strategiche sono incorporate nell'organizzazione acquisita. Il rapporto tra queste due dimensioni chiave, identificate da Haspeslagh e Jemison, consente di individuare quattro tipi di approcci diversi di integrazione: per Conservazione, per Assorbimento, per Simbiosi, Holding.

Integrazione per Conservazione

Richiede una scarsa esigenza di interdipendenza strategica ed una grande necessità di autonomia organizzativa. In queste situazioni, la principale finalità del processo di integrazione è la salvaguardia della fonte dei benefici che si intendono realizzare.

Integrazione per Assorbimento

Presenta un'elevata esigenza di interdipendenza strategica ed una scarsa esigenza di autonomia organizzativa. Si tratta di acquisizioni che richiedono un'unificazione completa delle attività, dell'organizzazione e della cultura delle due imprese che esige l'eliminazione completa dei confini tra le due organizzazioni.

Integrazione per Simbiosi

Si caratterizza per un'esigenza elevata di interdipendenza strategica ed un grande bisogno di autonomia organizzativa. Si tratta dell'approccio all'integrazione più complesso e rappresenta la sfida più impegnativa per i manager che intendono realizzare il trasferimento di risorse e capacità.

Holding

In questo approccio, l'azienda acquirente non ha intenzione di procedere ad alcuna integrazione per la creazione di valore, se non sotto il profilo di trasferimenti finanziari e di condivisione del rischio.

Il Consolidamento dell'Integrazione

Il management deve garantire che l'acquisizione assicuri il cambiamento auspicato dall'impresa e consenta di conseguire il vantaggio competitivo atteso all'atto delle

acquisizioni, oltre ad incoraggiare una cultura d'impresa univoca che promuova processi di cambiamento per il futuro dell'organizzazione nel suo complesso. La vicinanza e la comunicazione con le diverse funzioni di business sono fondamentali per trasmettere le esigenze e i bisogni.

CAPITOLO 3: ANALISI DI UN CASO

Dopo aver approfonditamente analizzato l'operazione straordinaria di acquisizione a livello teorico, possiamo rapportare il tutto ad un caso concreto. Nei paragrafi successivi verrà, infatti, descritto il processo di acquisizione subito da una piccola impresa marchigiana, la Plastec srl, da parte del gruppo multinazionale Retal Industries LTD.

3.1 L'AZIENDA PLASTEC SRL

La Plastec nasce nel 2006 forte dell'esperienza di due degli allora cinque soci, che avevano lavorato per più di vent'anni per una delle sedi italiane di una multinazionale operante nel settore dei contenitori in PET (polietilene tereftalato) che, con la decisione di chiudere lo stabilimento, li aveva entrambi liquidati. I due, costruitisi un bel bagaglio di conoscenze che li motivava a pensare di mettersi in proprio, costituiscono una SRL (società a responsabilità limitata) con l'allora capitale sociale minimo consentito dalla legge (diecimila euro), assieme ad altri tre soci, e cominciano ad operarsi per cercare dei finanziatori. Il settore di cui si parla, in parole povere, quello della produzione di bottiglie in plastica alimentare.



Il processo di produzione della classica bottiglia che ci si è abituati a vedere ed utilizzare nella quotidianità, prevede l'utilizzo di una soffiatrice, ovvero un impianto che, dopo aver scaldato preliminarmente il semilavorato chiamato

Preforma (un corpo cilindrico simile ad una provetta da laboratorio che ha solo l'imboccatura e



il colore della bottiglia che formerà), la posiziona all'interno di uno stampo refrigerato e soffia aria compressa al suo interno, dandogli la forma desiderata.

Dopo l'ottenimento di un finanziamento a condizioni vantaggiose, i soci iniziano a contattare quelli che erano i fornitori della multinazionale e ad acquistare impianti, macchinari ed attrezzature. La prima soffiatrice

acquistata è capace di produrre ben 6000 pezzi all'ora.

Tra i soci, ognuno con particolari peculiarità, c'è anche il commerciale che comincia la ricerca dei potenziali clienti, mentre gli altri costruiscono l'impianto

totalmente in autonomia, senza sostenere i costi di una squadra di tecnici specializzati. Il primo prodotto che la



neo-azienda decide di proporre sul mercato è la classica bottiglia di plastica del latte fresco.



La scelta di entrare nel settore che in gergo viene definito “Milk”, scaturisce dal fatto che, all’epoca, era quello il settore che si stava spostando maggiormente verso l’utilizzo del PET, al contrario del settore acqua che risultava già saturo. Una volta costruito l’impianto di soffiaggio, è necessario acquistare lo stampo che darà la vera e propria forma alla bottiglia. Il costo di un set di stampi (che solitamente comprende 2 o 4 cavità) si aggira intorno ai diecimila euro. Per iniziare, i soci si affidano ad un solo prodotto con la domanda in continua crescita sul mercato. La risposta del mercato è molto buona. Parecchie centrali del latte in Italia si fidano della nuova arrivata, sia per la moderna tecnologia, ma anche perché non si presenta loro con dei prezzi stracciati, ma assicurando la qualità elevata dei suoi prodotti. I soci infatti, abituati a lavorare per una grandissima azienda, sanno quanto sia importante la qualità e non esitano ad organizzare, fin da subito, un processo di controllo prima, durante e dopo la produzione, ottenendo anche numerose certificazioni (ISO 9001, HACCP, ecc).



L’azienda cresce naturalmente e, in poco tempo, viene contattata da un noto imbottigliatore di olio di semi del Lazio che dà la spinta ad acquistare il secondo set di stampi per una produzione ben più grande di quella che si registrava fino ad allora.

Nel giro di pochissimo tempo il nome Plastec arriva anche  alle  orecchie delle note e che non esitano ad affidargli la loro produzione di bottiglie per il latte fresco. Gli impianti diventano 3 e

i prodotti crescono esponenzialmente.

Il lavoro commerciale prosegue e comincia ad interessare un settore diverso: il settore del vino in tanica (o dama).

Per questo tipo di produzione però è necessario un altro macchinario, in quanto la capacità produttiva degli altri 3 è praticamente satura.

Si opta quindi per l'acquisto di una quarta soffiatrice, in leasing, e di stampi delle

prime dame, da

3, 5 e 10 litri.

Le dame

vengono

prodotte in due

diverse versioni:

- a vite
- a pressione.



La differenza sta nella modalità di chiusura del contenitore.

Come si può facilmente evincere dal nome, la chiusura a vite prevede l'avvitamento del tappo. Nella chiusura a pressione, invece, il tappo viene premuto sul collo della bottiglia.

Gli anni passano ed è sempre più chiaro il messaggio che il cliente vuole scegliere.

È fondamentale, quindi, che il prodotto sia totalmente personalizzabile e così in poco tempo la mission aziendale viene riconosciuta nella semplice frase:

TU SCEGLI LA FORMA A SOFFIARE PENSIAMO NOI

L'idea reale è che, da quel momento, Plastec non fornirà solo contenitori, bensì un'assistenza a 360° dall'acquisto degli stampi (in base alla scelta personale del cliente) all'acquisto della preforma, alla realizzazione della bottiglia, fino all'assistenza post-vendita. Questo tipo di mentalità è ottima per tutti quei clienti che lavorano già con una bottiglia personalizzata ma con pochi, se non uno, fornitori che la producono.

Il primo interessato è  noto produttore del settore dolciario che, dopo essere stato rassicurato dai certificati per la qualità della produzione e aver effettuato numerosi audit, ordina gli stampi della sua bottiglia classica per le glasse.

Seguono  e .

Durante gli anni della crisi, come tutte le aziende italiane, anche Plastec fatica a sostenere la situazione, soprattutto per via dei grossi insoluti o ritardi nei pagamenti, che riceve. Passa quindi un periodo di stallo in cui tutto deve essere rivisto e ricalcolato. I costi devono essere contenuti e si devono evitare quanto più possibile le insolvenze, a costo di tagliare il fatturato. Nel 2013 avviene un bel cambiamento nell'area commerciale che porta clienti nuovi e progetti di crescita. La ripresa è lenta, ma mirata a settori praticamente inesplorati prima.

La classica bottiglia da latte con cui si è partiti non ha più quei margini che si registravano inizialmente, in quanto il mercato ha accolto nuovi produttori che hanno fatto crescere l'offerta e abbassare naturalmente il prezzo. Le dame e il settore vino e olio, in generale, sono molto più profittevoli.

Si spinge di più sui grandi formati e, grazie alle conoscenze del nuovo commerciale, si comincia a vendere nell'area della Puglia, dove le cantine sono molto più grandi e si scoprono interessate a sostituire il pesante vetro con la plastica, convinti dal fatto che, oltre al peso ridotto della tanica si risparmi sul trasporto, il materiale sia totalmente riciclabile e praticamente infrangibile.

I margini sono effettivamente molto più elevati di quelli del latte ed è conveniente vendere, anche se le condizioni di pagamento richieste sono meno rassicuranti. Nel 2015 uno dei grandi clienti del latte perde a sua volta un suo cliente ed è costretto a ridurre il volume di acquisti da Plastec, che ne risente notevolmente. Altri clienti, spinti dalla naturale maturità del mercato, acquistano direttamente l'impianto di soffiaggio su misura per le loro necessità interne e fanno perdere volumi all'azienda. In questi casi le scelte da fare devono essere ponderate al massimo, non si può sbagliare niente.

La scelta che viene presa è quella di investire. Sembra azzardato, nel momento in cui la situazione non è delle migliori, spendere ancora per un investimento che potrebbe risultare faticoso da ripagare, ma ormai il mercato su cui si faceva più affidamento è praticamente saturo e la decisione più giusta può essere solo quella di impiantare un altro tipo di produzione.

Una multinazionale dell'est-Europa, da cui Plastec acquista preforme, propone di impiantare *in-house* una pressa per lo stampaggio del semilavorato, sia per la vendita del prodotto stesso, che per l'utilizzo interno. La produzione in autonomo del semilavorato, in effetti, abbassa i costi, ma soprattutto rende possibile il riavvicinamento a quei clienti latte che avevano acquistato l'impianto di soffiaggio,

per proporsi nella vendita delle preforme, diventando così fornitori di quelli che una volta erano i propri clienti, e concorrenti di quelli che erano i propri fornitori.

3.2 IL GRUPPO RETAL

Retal è un gruppo multinazionale che offre soluzioni di imballaggio complete da oltre 20 anni. È presente a livello globale con 17 siti produttivi in 10 paesi. L'area di vendita comprende oltre 60 paesi in Europa, Asia, Africa e Americhe. Di proprietà del sig. Anatoly Martynov dal 2007, RETAL impiega oltre 1500 persone in tutto il mondo. La società madre è attualmente la Retal Industries LTD ha sede a Limassol, Cipro.

Di seguito si riepilogano gli eventi più importanti accaduti dalla fondazione ad oggi.

Tra il 1994 ed il 2000 viene fondata Retal con lo scopo di offrire servizi logistici, con particolare attenzione all'importazione di materiali di imballaggio e inizia la produzione interna di preforme in PET e la produzione di capsule polimeriche mono e bicomponenti.

Tra il 2001 ed il 2006 i siti di produzione regionali sono attivamente sviluppati e aperti in Europa orientale, Retal entra nel mercato dell'UE, vengono acquisite imprese in Lituania e Repubblica Ceca, inizia la produzione di preforme in PET multistrato con elevate proprietà barriera, vengono acquisiti i siti produttivi in Italia e Spagna, Retal Balkan viene fondata in Bulgaria

Tra il 2007 ed il 2011 Anatoly Martynov diventa proprietario di Retal (nel 2007), viene acquisizione del sito produttivo in Francia, inaugurazione dello stabilimento di produzione cinematografica APET in Lituania. in Russia viene aperto lo stabilimento di produzione di film BoPET, viene acquisito il sito produttivo in Germania.

Tra il 2012 ed il 2016 le preforme in PET iniziano a essere prodotte utilizzando macchine RF che iniziano a funzionare, inizia la produzione di contenitori in PET, viene aperto un impianto di produzione di preforme e container in PET a Cipro, viene inaugurato lo stabilimento di produzione di chiusure di preforme e polimeri in PET in Lussemburgo, Plastec S.R.L. viene acquisita, iniziano le operazioni di apertura negli Stati Uniti.

Grazie alla competenza e dedizione, combinate allo sviluppo e alla produzione responsabili, offrono valore affidabile ai clienti nei settori alimentari e delle bevande a livello globale. L'impegno principale, la mission del gruppo, è quella di fornire ai clienti prodotti, servizi e soluzioni per l'imballaggio, leader del settore. Attraverso la competenza combinata e dedizione all'eccellenza nello sviluppo e nella produzione, offrono valore ai clienti nei settori alimentare e non alimentare a livello globale. Ma perché acquisire imprese esistenti? È un vantaggio? La nostra realtà vista come il tessuto produttivo italiano, è caratterizzato dalla presenza di un rilevante numero di imprese di piccole e medie dimensioni. Sino a qualche anno fa, la ridotta dimensione delle imprese e la loro capacità di adattamento al mercato, poteva costituire un vero e proprio vantaggio competitivo. Tuttavia, le mutate condizioni dello scenario economico e le implicazioni derivanti dalla globalizzazione hanno mutato lo scenario. Queste prerogative oggi non sono più specifica garanzia né del mantenimento delle posizioni acquisite, né della crescita delle nostre imprese. Le imprese che possono disporre di una sufficiente riserva di risorse (finanziarie e manageriali) per adottare uno schema così premiante, ma anche così impegnativo, sono poche. Crescere è oggi un fattore fisiologico presente nel DNA di tutte le migliori imprese. Le acquisizioni possono essere un'eccellente

modalità per accelerare i tempi di tale crescita. Inoltre, vi sono anche casi in cui un'impresa ottiene le capacità e le risorse necessarie per implementare una determinata strategia di crescita, solo acquisendo un'altra impresa già avviata. Perché acquisire anziché costruire? Preferire le acquisizioni deriva dalla maggiore velocità con la quale diventa possibile conseguire l'obiettivo di crescita desiderato. Vi è, infatti, la possibilità di individuare sul mercato aziende "sottovalutate". Queste possono costituire la giusta scelta a fronte di un investimento spesso nettamente inferiore, rispetto a quello necessario per "costruire" la propria crescita. D'altro canto, è vero che le acquisizioni possono trasformarsi in un processo rischio: la storia è ricca di esempi in tal senso, ma questo accade poiché la scelta di acquisire è a volte spinta dal solo desiderio di crescere in termini dimensionali senza prestare la dovuta attenzione ai reali effetti sinergici o perché è mirata esclusivamente alla diversificazione del rischio o ancora perché si è scelto di approfittare di un'occasione all'apparenza conveniente, che poi però non si è rivelata tale. Altro errore che solitamente viene commesso, è quello di puntare alle società più redditizie.

Non sempre questo risulta conveniente, per due semplici ragioni:

- 1) perché le stesse hanno, solitamente, un prezzo di acquisizione molto elevato;
- 2) sarà più difficile per il compratore apportare valore aggiunto, incrementandone ulteriormente redditività e flussi di cassa.

3.3 IL PROCESSO DI ACQUISIZIONE APPLICATO AL CASO CONCRETO

A seguito dell'installazione dell'impianto per la produzione di preforme in house, il gruppo Retal comincia ad interessarsi maggiormente alla realtà Plastec. Il vero e proprio fattore scatenante, infatti, è proprio il momento in cui manager e tecnici del gruppo vengono a contatto con l'ambiente, le persone ed il know-how della piccola impresa marchigiana. Capire perché l'azienda può essere di interesse del gruppo non risulta complicato. Il settore di appartenenza della multinazionale, infatti, è molto vicino a quello di Plastec, ma non proprio il medesimo. Plastec è specializzata nella produzione di contenitori. Retal è specializzata nella produzione del semilavorato e, in Europa almeno, totalmente assente nell'ambito del soffiaggio. Retal inizia il processo di acquisizione, chiedendo ai soci della Plastec se sono disposti a vendere e a quale prezzo.

I soci si rivolgono a diversi consulenti per far valutare l'azienda e, alla fine, comunicano al negoziatore della multinazionale l'importo che richiedono per la vendita. Per valutare un'azienda possono essere utilizzati diversi metodi:

- metodo patrimoniale;
- metodo reddituale;
- metodo misto;
- metodo finanziario;
- metodo EVA.

Il metodo patrimoniale esprime il valore dell'azienda in funzione del valore del suo patrimonio, quantificandone il valore come valore di ricostituzione del patrimonio nella prospettiva di funzionamento aziendale. Il valore coincide con l'investimento netto che sarebbe astrattamente necessario per avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione.

Il metodo reddituale determina il valore dell'azienda sulla base della capacità della stessa di generare reddito. L'obiettivo del metodo è valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione:

$$\text{Redditività} = \text{Valore}$$

Il valore dell'azienda viene determinato mediante l'attualizzazione dei risultati economici attesi.

I metodi misti cercano di tener conto contemporaneamente dell'aspetto patrimoniale, che introduce nella valutazione elementi di obiettività e verificabilità, e dell'aspetto reddituale, essenziale ai fini della determinazione del capitale economico. Tali metodi apportano una "correzione reddituale" al valore risultante dall'applicazione dei metodi patrimoniali, così da tenere nella dovuta considerazione la capacità della società oggetto di stima di generare profitti in misura tale da garantire la remunerazione del capitale investito. In pratica, il confronto tra redditività prospettica e redditività giudicata "soddisfacente" per l'azienda da valutare consente la quantificazione di un goodwill (badwill) da portare ad incremento (decremento) del patrimonio netto rettificato.

I metodi finanziari sono generalmente ritenuti i più razionali ai fini della valutazione di una azienda, in quanto fanno propria la logica con cui vengono “prezzate” le attività finanziarie. La “Discounted Cash Flow Analysis” determina il valore di una azienda sulla base del valore attuale dei flussi di cassa che la medesima si presume possa generare negli esercizi futuri. Il pregio di tali metodi è quello di evidenziare la capacità dell’azienda oggetto di stima di mettere a disposizione degli investitori (i soli azionisti, nella valutazione equity side o levered, tutti i finanziatori, nella valutazione asset side o unlevered) quei flussi monetari che residuano dopo aver effettuato gli investimenti in capitale circolante e attività fisse necessari per garantire il perdurare della medesima in condizioni di economicità.

Il Metodo Eva è un particolare criterio di determinazione e misura del valore che si fonda su due principi:

1. Il capitale degli azionisti deve essere remunerato;
2. Un'azienda che produce utili contabili non necessariamente è in grado di creare valore economico per gli azionisti.

Il metodo utilizzato è quello misto.

Retal, dal suo canto, interessata all’acquisizione, invia una formale manifestazione di interesse e inizia con la fase della valutazione. Vengono inviate agli amministrativi dell’azienda diverse richieste di documentazione da raccogliere e inoltrare per poter effettuare la cosiddetta *due diligence*. In prima istanza, le richieste sono meno dettagliate e servono a farsi un’idea per capire se il prezzo richiesto dai soci è congruente o meno con quanto effettivamente l’azienda vale.

Vengono richiesti gli ultimi 5 bilanci, le ultime 5 dichiarazioni dei redditi, l'atto costitutivo con le eventuali variazioni, la visura camerale aggiornata.

Qualche settimana più tardi viene inviata una lista molto più approfondita. Il vero e proprio inizio della fase di *due diligence*. Le richieste vengono divise per parti:

La parte prima, è riferita alla struttura aziendale e alle quote.

Vengono poste domande inerenti gli articoli e lo statuto della società (o i documenti costitutivi simili), il certificato di costituzione e i certificati di onorabilità e di eventuali modifiche per quanto riguarda la costituzione della Società, i nomi in base al quale la società è registrata, e un elenco di denominazioni con le quali la società svolge la propria attività, un aggiornamento, passo per passo, della società in riferimento al registro di sistema imprenditoriale, un aggiornamento contabile fino a quel momento, della società, con i verbali di tutte le riunioni e le azioni da consenso scritto degli amministratori (inclusi i comitati amministratori), il consiglio di sorveglianza e azionisti della società per la costituzione, il capitale sociale della società, compresi i dettagli di capitale sociale sottoscritto e versato di azioni in base al valore nominale, la quantità e il tipo di azioni (includere la data, prezzo, e il numero di azioni di ciascuna emissione, indicare anche le preferenze dei dividendi, liquidazione preferenze, funzioni di conversione e contributi finanziari da conversione di note), la prova del pagamento del capitale sociale in contanti, il contributo in natura di altri mezzi, i documenti relativi a qualsiasi riorganizzazione aziendale, ristrutturazione del capitale o operazione analoga della società, l'elenco degli azionisti e le rispettive partecipazioni, con la descrizione del tempo e fondamenti giuridici della acquisizione del titolo di una particolare azione della

Società con indicazione del pegno, pegno o altro gravame da condividere se del caso, gli accordi tra azionisti ed eventuali altri accordi concernenti l'uso o la disposizione di azioni e l'esercizio tra la società e i suoi azionisti del diritto di voto tra i soci stessi e con terze parti, la descrizione delle aziende in possesso di partecipazioni in qualsiasi degli azionisti della società, compresa una descrizione della società madre di ogni azionista, gli accordi, programmi, opzioni, imprese e/o altri diritti relativi alle azioni o di qualsiasi altro titolo emesso dalla società, le restrizioni alla gestione degli affari e delle attività della società, la descrizione delle società controllate, collegate, joint venture e partnership in cui la società abbia un interesse, compresa una descrizione di ciascun ente di interesse della società, e copie degli azionisti/partenariato/accordi di joint venture, atto costitutivo, statuto, verbali di procedure e certificati di buona reputazione, una descrizione della politica della società di distribuzione dei dividendi e copie di qualsiasi accordo, o strumento che contiene restrizioni per quanto riguarda il pagamento di dividendi o altre distribuzioni in relazione alle azioni della società, i nomi e dettagli di appartenenza di tutti i membri del consiglio di sorveglianza, eventuali limature o altra corrispondenza con il registro delle imprese nel corso degli ultimi tre anni, eventuali relazioni e altre comunicazioni inviate ai soci, tra cui trimestrale, relazioni annuali, diritto di prelazione di deroghe prelazione e dichiarazioni del proxy, dalla data di costituzione, eventuali comunicati stampa emessi nel corso degli ultimi tre anni e copie di qualsiasi collocamento o di memorandum di offerta privata o documenti analoghi, se del caso, preparata da o per conto della Società.

La parte seconda è riferita a sinistri e contenziosi.

Vengono richiesti i dettagli di eventuali reclami legali esistenti o in corso nei confronti della società, le sue attività o affari (specificando le parti, la natura del procedimento, la data d'inizio, stato attuale, petitum, costo stimato di contenzioso, di esposizione potenziale e copertura assicurativa, se del caso), tra cui, senza limitazioni, le questioni che coinvolgono dipendenti della società, le questioni ambientali, questioni di licenza, controversie contrattuali, penali, questioni fiscali, misure amministrative, arbitrati, mediazioni e indagini, i dettagli di eventuali reclami non ancora depositate (compresi i crediti a rischio) contro la società, i suoi beni o di lavoro, ma che la società ritiene che vi sia una ragionevole possibilità di essere archiviato, i dettagli di eventuali reclami legali esistenti o in corso presentati dalla Società o reclami minacciati dalla società, i dettagli di eventuali violazioni di leggi o regolamenti da parte della società di governo nel corso degli ultimi dieci anni, eventuali rivendicazioni di brevetti, invenzioni, proprietà intellettuale, segreti commerciali e/o tecnologie di infrazione che sono state fatte in relazione a qualsiasi delle attività della società, le copie delle lettere ai sindaci della società da consulenti legali nel corso degli ultimi cinque anni rispetto alla corrente, pendenti o minacciate rivendicazioni, contenzioso, arbitrato o di atti normativi da parte o nei confronti della società, le copie di eventuali pareri giuridici nei confronti di qualsiasi passato, attuale, pendenti o minacciate rivendicazioni, contenzioso, arbitrato o di atti normativi da parte o nei confronti della società, le copie di tutti gli ordini dei tribunali, agenzie amministrative o di altri tribunali, o decisioni di arbitri o di accordi transattivi riguardanti la società e che impongono obblighi o restrizioni di natura materiale continue, le controversie di imprese fra la società e/o i suoi

proprietari, dipendenti, società controllate e altre società affiliate, che non sono inclusi nelle risposte alle domande riguardanti sinistri.

La parte terza è riferita a Regolamenti e Licenze.

Viene richiesto il riepilogo di tutte le forme di regolamentazione a cui la società è soggetta in relazione alle sue operazioni, tra cui un elenco della legislazione pertinente o politiche di regolamentazione, e tutta la corrispondenza, direttive o altre comunicazioni con o da un'autorità di governo che coinvolge potenziali violazioni di legge o regolamento, tutti i protocolli o altre comunicazioni da consiglio che riflettono l'esito delle indagini interne in materia di potenziali violazioni di legge o regolamento, i titoli governativi o di altri, autorizzazioni e permessi in possesso per lo svolgimento delle attività della società, tra cui il loro tipo, portata, durata di validità e l'identità degli emittenti, i titoli governativi o di altri, autorizzazioni e permessi necessari per lo svolgimento delle attività della Società non ancora in possesso della società e lo scritto di procedure e politiche aziendali.

La parte quarta è invece riferita agli Accordi

Viene chiesta una descrizione e le copie di tutti i contratti rilevanti e le clausole aggiuntive della società, tra cui royalty, licenze e accordi di tecnologia, accordi di riservatezza, patti di non concorrenza, garanzie, indennità, contratti di fornitura, contratti di distribuzione, contratti di buy-back, gli accordi di consulenza, contratti di agenzia, di sovvenzione del governo, accordi di prestito o di assistenza, accordi di vendita o locazione di beni immobili, manutenzione attrezzature o accordi di servizi di supporto, gli accordi relativi a significative spese in conto capitale o gli

impegni per aggiunte o migliorie su immobili, impianti e macchinari, gli accordi o gli impegni non stipulati nel normale svolgimento dell'attività, gli accordi con le autorità governative, l'accordo contenente "cambiamento di controllo" disposizioni o restrizioni o le clausole di accelerazione in relazione ad un cambiamento del controllo, i documenti relativi ad eventuali acquisizioni materiali o disposizioni da parte della società (anche con qualsiasi parte correlata) o tali acquisizioni o disposizioni proposte, l'acquisto di contratti superiori a 25.000 US \$ e tutti i contratti di acquisto con i fornitori con fonte esclusiva, gli accordi di teaming, memorandum strategico di accordi accordo/comprendimento, MoU, joint venture e di partenariato, gli accordi o le intese con parti correlate e collegate, gli accordi o le intese con dirigenti e amministratori della società, tra cui un investimento in contanti realizzati e gli interessi della società di proprietà di tali individui, la descrizione degli accordi con i residenti dei paesi black list (nome dell'azienda, paese di costituzione, oggetto del contratto, importo totale delle entrate, durata) concluso entro quattro anni e qualsiasi altro accordo significativo e/o materiale intrapreso dalla Società non contemplato nelle risposte alle altre domande.

La parte quinta è riferita alla Proprietà Intellettuale.

Si richiedono i brevetti, i diritti d'autore, i marchi di fabbrica, i nomi commerciali o gli affari, che siano essi registrati o in attesa di domande presentate a nome della società (o dei suoi dipendenti, che la società ha diritto d'uso), e copie di eventuali pareri giuridici nei confronti a quanto sopra, eventuali opposizioni o interferenze riguardanti la proprietà intellettuale, una descrizione e le copie delle bozze di tutti gli accordi riguardanti la proprietà intellettuale che sono attualmente in fase di negoziazione o proposta, una descrizione di tutti i reclami o le violazioni riguardanti

i dati dei clienti, i dati aziendali o le immagini, inclusa la vita privata, la raccolta di dati o reclami di protezione dei dati o violazioni, e la risposta della società stessa, la descrizione delle invenzioni, proprietà intellettuale, segreti commerciali e/o tecnologie di, o in uso, della società che non sono registrati a suo nome, le licenze di tecnologia necessaria per lo svolgimento delle attività della società che non sono in suo possesso, le informazioni sulle tecnologie, know-how, prodotti o linee di prodotto ottenuta tramite, scambio incrociato di licenze e altre affiliazioni, gli accordi di sostegno rispetto al computer di hardware e software della società, compresi i sistemi di gestione delle informazioni e accordi, la descrizione di tutte le spese e contratti con terzi per i sistemi operativi, compilatori, applicazioni, database, programmi di utilità, strumenti, e altri, i dettagli sul sito web della Società e il suo nome di dominio.

La parte sesta è riferita alle risorse umane.

Si chiedono informazioni a proposito del numero di dipendenti e ripartizione per categoria di lavoro, del formato che la società utilizza per i contratti di lavoro, le copie degli accordi che non sono coerenti con il formato dei contratti di lavoro, i nomi e le funzioni dei dirigenti della società e dei membri dello staff esecutivo, i Curriculum Vitae e copie dei contratti di lavoro dei dipendenti chiave della società, i contratti collettivi vincolanti la società e/o dei suoi dipendenti, i contratti di lavoro tra la società e i suoi dipendenti, i contratti di leasing personale, l'elenco di tutti i dipendenti (gestione o altri ruoli) che hanno lasciato l'azienda negli ultimi tre anni e le circostanze di partenza, gli accordi/programmi della società relativi ai benefici per i dipendenti compresa la concessione di premi, incentivi o qualsiasi altro tipo di retribuzione in aggiunta allo stipendio base, le pensioni, la partecipazione agli

utili, l'acquisto di azioni, fondi di previdenza, piani di opzioni, accordi per compensi differiti, fondi di studio, manager assicurazioni, benefici per la salute o l'odontoiatria, ecc., le informazioni concernenti le politiche e le prassi in materia di cessazione e le informazioni relative a cessazioni effettive dei dipendenti negli ultimi tre anni, le copie di tutti i manuali dei dipendenti o manuali rilevanti per le politiche o le pratiche di lavoro, la corrispondenza e altri documenti ricevuti o inviati nel corso degli ultimi tre anni in materia di regolamentazione del lavoro, compresa la salute sul lavoro e norme di sicurezza, le politiche per l'occupazione e le pratiche che non si riflettono negli accordi o politica scritta, la descrizione di scioperi, serrate, controversie di lavoro, lamentele, rallentamenti o interruzioni (compresi i crediti di pratiche di lavoro sleali) che si sono verificati nel corso degli ultimi dodici mesi, che sono attualmente in essere o sono suscettibili di verificarsi nel corso dei prossimi dodici mesi, le copie di eventuali sentenze del tribunale, tribunale del lavoro o pensione del lavoro nei confronti della società e, se del caso, stima di un qualsiasi indebitamento finanziario derivanti lì sotto e tutte le analisi che sono state effettuate dalla Società o dai suoi consulenti esterni in relazione ai potenziali cambiamenti di controllo dei pagamenti, compresi eventuali pagamenti ai sensi delle leggi vigenti.

La parte settima è riferita ai Consulenti.

Si richiede l'elenco dei contratti per servizi in outsourcing (contabilità, fiscale, consulenza legale, calcoli libro paga, controllo) compresa la descrizione del servizio, importo annuo e la durata del contratto, i contratti con i consulenti, i nomi dei consulenti e dei revisori legali della società, gli accordi con i rappresentanti di vendita, distributori, società di vendita e/o agenti di marketing, indicando se siano

annullabili su iniziativa della società e se hanno continuato gli obblighi dopo tale cessazione.

La parte ottava, riferita alle assicurazioni, ai vincoli, alle procure e alle garanzie.

Si chiedono copie delle polizze assicurative sui beni, personali e della società, e le indicazioni di tutti i crediti di assicurazione di materiali effettuate durante gli ultimi tre anni, l'elenco delle assicurazioni (importi, durata) e contratti assicurativi, le deleghe ad agire per conto della società, i suoi beni o la sua attività, le garanzie, comprese lettere di credito, garanzie bancarie e gli accordi di indennizzo previste dalla società e le eventuali passività potenziali relative al debito e altre obbligazioni di qualsiasi altra persona o entità, insieme ad una descrizione di eventuali comunicazioni di inadempienze della società, le garanzie rilasciate alla società e i vincoli e/o gravami sui beni della diversi da beni immobili.

La parte nona è riferita ai Beni immobili.

Si chiede la presentazione di documenti relativi i beni immobili di proprietà o in locazione dalla società e la prova del titolo di qualsiasi bene immobile, le loro descrizioni di utilizzo, i pegni e le copie delle locazioni immobiliari, le valutazioni di indagine, i mutui, gli atti, i pareri titolo, ingegneria o rapporti assicurativi, relativi a beni immobili, i dettagli di ogni ordine di lavoro, infrazioni di zonizzazione o avvisi simili ricevute in materia di beni immobili, i dettagli di eventuali contenziosi in essere o reclami rispetto beni immobili, i dettagli di eventuali danni materiali a beni immobili o di eventuali strutture ubicate al riguardo, la data di costruzione degli edifici originali e le eventuali modifiche o ulteriori proposte o apportate al regolamento in questione e le informazioni rispettando la condizione fisica delle

proprietà e la costruzione, la specifica se alcuni degli immobili sono oggetto di un piano controllato da legge, compresi i siti storici e le imposte immobiliari pagate o valutate nel corso degli ultimi tre anni.

La parte decima, che è riferita ai servizi e alle attrezzature.

Si chiedono i metri quadrati di superficie della location e la descrizione delle strutture con il loro funzionamento, l'elenco delle apparecchiature, il tipo, l'età, lo stato generale, il valore di acquisizione e valore contabile attuale (inclusi stampi e attrezzature specializzate), la descrizione di tutti gli impianti di produzione e la linea istituiti, qualsiasi rapporto tra imprenditori o dirigenti e proprietari delle strutture e le disponibilità di spazio.

La parte undicesima è riferita alla materia ambientale.

È richiesto un elenco di tutte le approvazioni ambientali, ordini, autorizzazioni, iscrizioni, licenze e permessi e le copie di materiale ambientale approvazioni, ordini, autorizzazioni, iscrizioni, licenze e permessi, gli avvisi, gli ordini, le spese, le indicazioni o materiali relativi ai sinistri o procedimenti (passati o in sospeso) contro la società o suoi funzionari o amministratori in relazione alle questioni ambientali come i dettagli per quanto riguarda eventuali violazioni passate o incidenti di leggi o regolamenti ambientali, i rapporti di eventuali audit ambientale, le valutazioni del sito, prove e campionamenti condotti per qualsiasi proprietà attualmente o precedentemente posseduti, affittati o gestiti dalla società, gli accordi con eventuali parti (compresi i terzi, le autorità di regolamentazione e governi) che si occupa di potenziale responsabilità ambientale in relazione a qualsiasi questione, le polizze assicurative ambientali per la società o suoi amministratori e funzionari,

un elenco di tutti i metodi di smaltimento e le posizioni per i rifiuti pericolosi memorizzati sia on-site o off-site, le stime di tutte le spese in conto capitale necessarie per conformarsi alle normative ambientali, un elenco di eventuali sversamenti, rilasci, perdite o scarichi di rifiuti pericolosi o inquinanti, un elenco di tutti i serbatoi di stoccaggio sotterranei, inclusi i dettagli per quanto riguarda la posizione, contenuto del serbatoio e la data di installazione e dei relativi documenti (comprese le relazioni di chiusura di eventuali rimozioni di serbatoi di stoccaggio sotterranei) e le copie di ogni politica ambientale o qualsiasi manuale ambientale procedure / pratiche attualmente utilizzati.

La parte dodicesima è relativa alle informazioni finanziarie.

Viene richiesta la presentazione del bilancio sottoposto a revisione per gli anni 2011-2013 e gli eventuali rendiconti finanziari non certificati attraverso il primo e il secondo trimestre del 2014, il bilancio annuale 2014, le vendite (in tonnellate, pezzi e euro) e COGS per gli anni 2011-2013 e 7 mesi del 2014 secondo i principali gruppi di prodotti e di tolling (produzione propria di tolling, soft tolling, hard tolling), le spese generali e amministrative, le spese in conto capitale secondo le linee di prodotto per gli anni 2011-2013 e il primo e il secondo trimestre del 2014, l'analisi delle rimanenze di materie prime e prodotti finiti al 31 07 2014 (che mostra i prodotti in quarantena, materiali macinati), l'analisi delle materie prime (comprese preforme rimacinate) per data di acquisto: meno di 30 giorni, 30-180 giorni, di età superiore a 180 giorni identificando le materie prime di proprietà di clienti o fornitori e delle materie ST. L'analisi dei prodotti finiti dalla data di produzione: meno di 30 giorni, 30-120 giorni, 120-360 giorni, con più di 360 giorni con raggruppamento dei prodotti finiti in base all'uso di additivi, l'analisi dell'età dei

crediti al 31/07/2014 raggruppando crediti in scadenza e scaduti e all'interno dei gruppi fino a 30 giorni, 31-60 giorni, 61-90 giorni, 91-180 giorni, 181-360 giorni, più di 360 giorni, la copertura assicurativa dei crediti (da clienti e crediti), gli accantonamenti per svalutazione crediti al 31/07/2014 debitori e status giuridico del debito (ad esempio, contenzioso, bancarotta, ecc), l'analisi dell'età dei debiti (commerciali e simili) al 30/06/2014 raggruppando importi da pagare in scadenza e scaduti e all'interno dei gruppi fino a 30 giorni, 31-60 giorni, 61-90 giorni, 91-180 giorni, 181-360 giorni, più di 360 giorni. Le informazioni su portafoglio (incluso il leasing finanziario e operativo, factoring (o equivalente)), le banche (o altri finanziatori), scadenze, sicurezza, tassi di interesse, accordi principali, i pagamenti di debiti finanziari (interessi del debito cuscinetto, incluso il leasing finanziario e operativo): nel 2014, nel 2015, nel 2016, nel 2017 e successivamente, i dettagli riguardanti qualsiasi foglio di finanziamento fuori bilancio, i rapporti tributari sul reddito (tra cui federali, statali e locali dichiarazioni dei redditi e tutti i relativi articoli e dichiarazioni fiscali estere, se del caso) per gli anni 2011-2013 e il primo e il secondo trimestre del 2014, i prezzi di trasferimento (se presente) tra la società e le sue controllate, i reclami/ricieste, relazioni e corrispondenza emessa nei confronti della Società da parte delle autorità fiscali sul reddito per gli anni 2011-2014 e il primo e il secondo trimestre del 2010 e la descrizione di eventuali contenziosi fiscali in corso con riguardo agli anni valutabili, i documenti riguardanti i debiti a lungo e breve termine, la data del rimborso, tassi di interesse, termini di rimborso, diritto al rimborso in precedenza, garanzie, impegni della società, tra cui gli eventuali accordi di prestito o linee di credito con le banche o altri istituti di credito, compresi quelli che sono garantiti da qualsiasi attività della società o quelli

che limitano la vendita di azioni della società o prevedono una clausola di “cambio di gestione”, le eventuali estensioni di credito o contratti di finanziamento con o che coinvolgono i soci o fornitori o clienti, gli eventuali prestiti da o verso, o garanzie di prestiti a favore di, o altre forme di assistenza finanziaria per gli azionisti o clienti o fornitori della società, tutti i prestiti, le garanzie di prestito o di altre forme di assistenza finanziaria passati o attuali agli amministratori, funzionari o dipendenti della società, gli eventuali prestiti governativi o altre forme di assistenza finanziaria da parte del governo. Un elenco di tutti i conti bancari, i saldi correnti e tutti gli aventi diritto di firma o di tali conti bancari della società, una recensione finanziaria per tutti i programmi esistenti nella società, comprese le relazioni di pianificazione, una stima dei costi per il completamento di ciascuno dei programmi della società, la descrizione di tutti i programmi finanziari esistenti, la relazione del revisore sull'esercizio, bilanci per gli anni 2007-2009 e le eventuali relazioni o sistemi di controllo della corrispondenza e nel rispetto di principi contabili, una panoramica delle procedure di controllo della Società, tra cui il nome della società di revisione, per quanto tempo tale azienda è stata al di fuori revisore, se ci sono stati cambiamenti nella revisione esterna durante gli ultimi tre anni, e se sì per quale motivo, una descrizione delle politiche chiave contabili della società, comprese le modalità di riconoscimento dei ricavi e dei costi, qualsiasi modifica di tali politiche nel corso degli ultimi tre anni, e per ogni, anticipare i cambiamenti, tutte le lettere del revisore e presentazioni alla gestione, il consiglio o un comitato del consiglio di amministrazione e risposte nel corso degli ultimi tre anni, le dichiarazioni di gestione o relazioni ai revisori relative ai bilanci per gli anni 2011-2013, la descrizione dei controlli e delle procedure aziendali volte a garantire che le

informazioni contabili e la divulgazione di materiale sia fatto conoscere al senior management in modo tempestivo (eventuali valutazioni scritte dei meriti e le debolezze di questi controlli e procedure) e le più recenti analisi, se del caso, della società predisposto da banche d'investimento, consulenti aziendali, commercialisti o altri, compresi gli studi di marketing, rapporti di credito e altri tipi di relazioni, finanziarie o di altro tipo.

La parte dodicesima è relativa alla Business Information.

È richiesta una descrizione della natura e la posizione di ogni attività svolta dalla società, la descrizione della organizzazione aziendale (compresi un organigramma della società e di ciascuna controllata), i termini e le condizioni di vendita generali, l'elenco clienti e la ripartizione delle vendite da parte dei clienti FY 2013 e 7M 2014, i fornitori di materie prime FY 2013, 7M 2014 (acquisti divisi dai fornitori) che dei fornitori è l'unica fonte o ha un monopolio sui suoi prodotti, l'elenco e la descrizione di tutti i noleggi di attrezzature, locazioni o contratti di finanziamento e dettagli di ogni interesse di sicurezza concesse rispetto al materiale di beni personali, le copie di tutte le relazioni di valutazione o di altri esperti preparati per quanto riguarda le attrezzature della società, i costi annuali di manutenzione e altre spese, tra cui utilità ed eventuali costi di sostituzione o riparazione proposti nel prossimo futuro, i dettagli nel rispetto delle politiche e delle prassi della società per quanto riguarda la manutenzione, ricostruzione e sostituzione delle proprie immobilizzazioni materiali, l'elenco dei concorrenti per ogni prodotto o attività della società, le imprese di rilievo che non appaiono nel bilancio della società, gli accordi o impegni assunti dalla società, che sono suscettibili di avere un impatto negativo sulla sua attività, altri documenti o informazioni che sono significativi per

quanto riguarda la proprietà o qualsiasi parte del business della società, o che dovrebbe essere considerato e recensito a rendere informativa per quanto riguarda la situazione finanziaria della società a potenziali acquirenti di business.

Tutta la documentazione necessaria e richiesta viene inviata parallelamente: allo studio che si sta occupando della Due Diligence e ad alcuni responsabili del gruppo che cominciano a prendere familiarità con i numeri e la struttura dell'azienda, al fine di poter decidere se procedere con l'acquisizione sia vantaggioso o meno. Diversi esponenti del gruppo multinazionale si premurano anche di visitare l'azienda, toccare con mano la realtà, conoscere le persone e farsi un'idea ben precisa di quali sono quei punti di forza e di debolezza che non possono essere estrapolati semplicemente dai numeri.

La realtà risulta essere interessante.

Le prospettive sono buone e sembra anche che l'investimento si ripaghi in pochi anni. Per capire se l'investimento sia buono o meno, è necessario calcolarne il ROI ovvero il *return on investment*. Questo è un indice di bilancio che indica la redditività e l'efficienza economica della gestione caratteristica, a prescindere dalle fonti utilizzate. Esso esprime, cioè, quanto rende il capitale investito in quell'azienda.

$$\text{ROI} = \frac{\text{risultato operativo}}{\text{capitale investito netto operativo}}$$

Dove:

- risultato operativo: si intende il risultato economico della sola gestione caratteristica,

- capitale investito netto operativo: si intende il totale degli impieghi caratteristici, al netto degli ammortamenti e degli accantonamenti, ossia l'Attivo Totale Netto meno gli Investimenti Extra-caratteristici (investimenti non direttamente afferenti all'attività aziendale, ad esempio immobili civili)

In sintesi, si tratta di un rapporto tra il risultato operativo globale dell'azienda e il capitale (calcolato in media) investito nell'esercizio economico, nel corso di uno stesso anno d'esercizio. I maggiori difetti di tale indice riguardano il fatto che il ROI aumenta con il semplice susseguirsi degli esercizi. Questo perché l'ammortamento cresce di anno in anno riducendo la base contabile; anche se ci si aspetta che l'azienda attui Capex necessari a reintegrare l'obsolescenza fisiologica degli asset. Al denominatore abbiamo un fondo, mentre al numeratore c'è un flusso: per rendere le due componenti omogenee è consigliabile utilizzare la semisomma del capitale investito all'inizio del periodo considerato e quello alla fine. Per poter giudicare questo indice bisogna confrontarlo con il costo medio del denaro: se il ROI è inferiore al tasso medio di interesse sui prestiti (il debito), la remunerazione del capitale di terzi farebbe diminuire il ROE, *return on equity*, si avrebbe cioè una leva finanziaria negativa: farsi prestare capitali porterebbe a peggiorare i conti dell'azienda. Viceversa, se il ROI dell'azienda è maggiore del costo del denaro preso a prestito (il debito), farsi prestare denaro e usarlo nell'attività produttiva porterebbe ad aumentare i profitti e migliorare i conti.

Valutata finanziariamente l'azienda, si passa alla fase di negoziazione. In questa fase, gli allora soci dell'azienda si fanno supportare da un consulente che si occupa di redigere la documentazione necessaria a procedere formalmente con la richiesta

del prezzo che, secondo loro, rispecchia di più il valore dell'azienda. La contrattazione si svolge prevalentemente tra il commerciale della Plastec e il Sales Manager di gruppo della Retal Industries LTD. In qualche mese si arriva ad un accordo definitivo. L'accordo prevede che l'azienda sarà acquisita dalla sede italiana del gruppo, la Retal Italia srl di San Donà di Piave, che diventerà il socio unico della Plastec srl, acquistandone l'intero capitale.

Il 30 Giugno 2016, i quattro soci e l'amministratore delegato della Retal Italia srl si recano dal notaio ad assistere alla lettura dell'atto di compravendita e a firmare la cessione delle proprie quote. Dal 01 Luglio 2016 quindi, la Plastec srl è ufficialmente parte del gruppo Retal. Inizia quindi lentamente la delicatissima fase dell'integrazione. Il gruppo ha regole rigide da rispettare, soprattutto per quanto riguarda l'immagine dell'azienda e la sua mission. L'amministratore delegato della Retal Italia srl diventa anche l'amministratore unico di Plastec srl. Il suo primo compito è quello di capire se i rigidi standard imposti dal gruppo sono rispettati. È infatti necessario che il personale che ricopre determinate funzioni abbia effettivamente le competenze richieste per poter svolgere il ruolo o meno. In pochi giorni un responsabile dell'area IT si reca ad Ascoli Piceno per cominciare ad uniformare, per quanto possibile, l'hardware e il software all'epoca presente in Plastec, a quanto richiesto dal gruppo. Vengono innanzitutto create le email agli amministrativi e ai commerciali, con il dominio del gruppo. Questo passaggio è importante anche a livello di immagine. È vero infatti che il cliente, abituato a ricevere mail da un certo indirizzo, vedendosi arrivare della posta da un indirizzo diverso, comincia già a capire cosa sta cambiando e in quale direzione.

Viene sottolineata spesso l'importanza di mostrare tutti la stessa firma al termine delle email. Secondo l'area comunicazioni e relazioni del gruppo, infatti, oltre a mostrare un'idea di ordine, è un modo per dare sempre e tutti allo stesso modo, le informazioni di contatto necessarie. Un esempio di quanto impostato di seguito:

Name Surname

Working Position

Office: + 39 0736 306266

Internal: 404

E-mail: name.surname@retalgroup.com

www.plastec-srl.com

www.retalgroup.com

PLASTEC SRL

Registered in Italy

Registration number (fiscal code): 01871150445

VAT number: 01871150445

Zona Ind.le Campolungo n. 21

63100 Ascoli Piceno

Italy



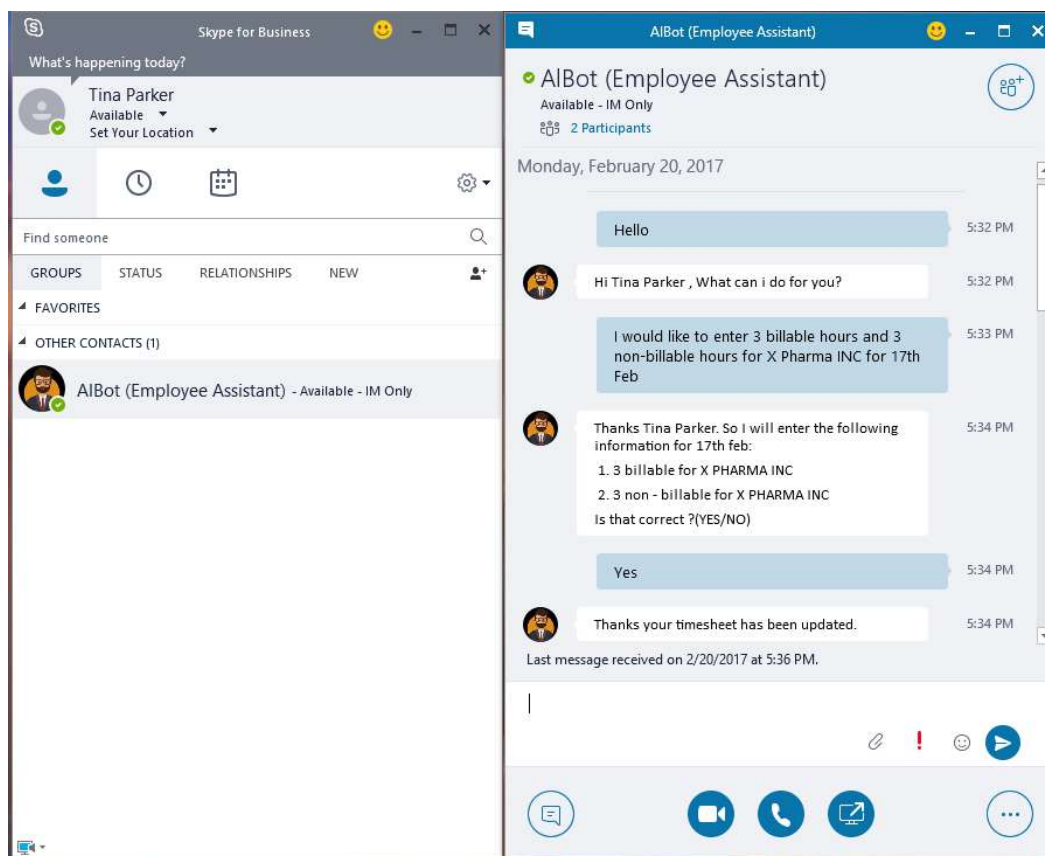
DISCLAIMER: Questo messaggio e i suoi allegati sono indirizzati esclusivamente alle persone indicate. La diffusione, copia o qualsiasi altra azione derivante dalla conoscenza di queste informazioni sono rigorosamente vietate. Qualora abbiate ricevuto questo documento per errore siete cortesemente pregati di darne immediata comunicazione al mittente e di provvedere alla sua distruzione. Grazie.

This e-mail and any attachments is confidential and may contain privileged information intended for the addressee(s) only. Dissemination, copying, printing or use by anybody else is unauthorised. If you are not the intended recipient, please delete this message and any attachments and advise the sender by return e-mail, Thanks.



Please consider the environment before printing this email.

Ogni dipendente avente una mail con il dominio di gruppo viene dotato di un account Microsoft Office compreso dei programmi base (Word, Power Point, Excel, One Note, ecc...) e dell'accesso ad un sistema di messaggistica istantanea personalizzato da Microsoft per il gruppo, chiamato Skype for Business. Questo particolare sistema permette di cercare rapidamente in una directory tutti, e soltanto, i contatti del gruppo, ovvero tutti i dipendenti dotati della mail con quel particolare dominio.



Nelle settimane successive vengono ridefinite alcune posizioni chiave dell'organigramma per permettere a ognuno di svolgere il proprio lavoro correttamente, e al gruppo di ottenere i dati e le informazioni nel modo più puntuale e valido possibile. Molte delle figure presenti in Retal Italia srl, la controllante di Plastec srl, organizzano viaggi di lavoro per formare il personale a cosa il gruppo si aspetta di ricevere, con quali scadenze e con quali *templates*. Cambiano tantissimi aspetti della routine di Plastec srl. L'azienda a conduzione familiare, infatti, spesso, non ha necessità di effettuare una reportistica approfondita, di redigere budget o ancora analizzare gli scostamenti tra quanto era stato previsto e quanto effettivamente si è registrato. Il gruppo invece, giustamente, lavora sull'analisi tempestiva e puntuale dei risultati. La motivazione alla base di questa differenza di approccio fondamentale è che, l'azienda a conduzione familiare, nella

stragrande maggioranza dei casi, vede il titolare o proprietario delle quote, all'interno dell'organigramma, spesso anche impiegato nella produzione (o nell'organizzazione della stessa). Il gruppo multinazionale, invece, prevede la presenza di diversi *shareholders*, totalmente estranei alle dinamiche aziendali e spesso ignari di quale sia il *core business* delle aziende in cui decidono di investire.

Tendenzialmente quindi, per far sì che questi investitori sappiano quale andamento stia prendendo il loro investimento e quali risultati si stiano raggiungendo, è necessario avere dati aggiornati da consegnare loro. Questi dati devono essere preparati dai diversi stabilimenti del gruppo e consolidati per regione (Europa, Russia, America) per poi essere rielaborati e consegnati periodicamente agli *shareholders*. Oltre agli investitori, i dati devono essere inviati al *Top Management* che li analizzerà e li utilizzerà come fondamento per impostare le strategie di massima che saranno poi attuate singolarmente dai diversi stabilimenti.

Il *Top Management*, infatti, si occupa principalmente della Pianificazione Strategica. La pianificazione strategica può essere definita come quel documento attraverso il quale l'azienda definisce i suoi obiettivi, analizzando prima ciò che è necessario fare, se il processo è fattibile, le azioni che sarà indispensabile eseguire, le risorse necessarie a mettere in atto queste azioni e infine i vantaggi che ne dovrebbero derivare. In altre parole, la pianificazione strategica, è quel processo attraverso cui il management cerca di definire gli scenari futuri della propria azienda e comprendere quale sarà il piano d'azione, i mezzi e il denaro necessario affinché gli obiettivi si realizzino. Gli obiettivi devono essere quantificabili e misurabili.

Vi sono vari tipi di processo. Nello specifico:

- pianificazione aziendale strategica, che traduce la missione aziendale in obiettivi strategici da conseguire a lungo termine, ovvero che preparano la strada a quello che sarà il futuro vero e proprio dell'azienda;
- pianificazione aziendale tattica, quando obiettivi e azioni sono riferiti a un periodo di medio termine, indicativamente da uno a cinque anni;
- pianificazione aziendale operativa, quando obiettivi e azioni sono riferiti a un periodo breve, solitamente non superiore a un anno.

La pianificazione aziendale strategica è dunque quella a lungo termine e non è una semplice estrapolazione di dati e statistiche sulle performance passate dell'azienda, ma si avvale anche di queste informazioni – come base – per pianificare obiettivi e strategie future. È un processo chiave per ogni management che dovrà preparare un piano strategico adatto, in cui formalizzare la strategia aziendale e in cui inserire varie informazioni utili sul mercato, tendenze, andamento previsto e strategie su come l'azienda si muoverà negli anni successivi. Deve chiaramente esserci coerenza tra il piano strategico e il budget a disposizione dell'azienda, poiché se vi è un dislivello non si riuscirà a soddisfare gli obiettivi prefissati.

Il secondo livello della pianificazione strategica è quindi la pianificazione tattica, in cui le aree, i dipartimenti o le unità di business si separano per definire i loro livelli individuali di contributo agli obiettivi globali.

Sebbene esistano diverse definizioni del livello tattico di pianificazione, sono tutte d'accordo su due caratteristiche fondamentali, ma non per questo meno primordiali: prestazioni al livello di aree funzionali delle organizzazioni, e orizzonte d'azione a medio termine. Le implicazioni di queste due caratteristiche nel processo di

pianificazione macro prevedono che la pianificazione tattica sia il mezzo che trasforma le definizioni di livello strategico in realtà per l'azienda come organizzazione.

È la pianificazione tattica che trasforma gli obiettivi strategici in obiettivi che saranno perseguiti da tutte le aree e le strutture dell'organizzazione. Questo giustifica il suo carattere a medio termine perché, avendo un orizzonte meno lungo dello stadio strategico, diventa più realistico il raggiungimento di quegli obiettivi di lungo termine, una volta che essi sono stratificati in azioni più piccole e più settoriali. Pertanto, il livello tattico della pianificazione è principalmente responsabile del successo nel raggiungimento degli obiettivi strategici. Per quanto riguarda la Pianificazione tattica, il *Middle Management* del gruppo in questione pianifica, per scelta, gli obiettivi da qui a tre anni. Alla luce di questi obiettivi di medio termine, il responsabile di ogni *plant* si occupa della pianificazione operativa o programmazione.

La pianificazione operativa è uno strumento di gestione che facilita il coordinamento delle risorse dell'organizzazione (umane, finanziarie e fisiche) in modo che sia possibile raggiungere gli obiettivi e gli obiettivi contenuti nei piani strategici e tattici. Supponendo che il *Top Management* abbia preparato un piano strategico e il *Middle Management* un piano tattico, la bassa gestione deve avere un'idea chiara di ciò che si sta cercando. È necessario stilare un piano operativo dettagliato per far accadere quanto pianificato. L'obiettivo principale della pianificazione operativa è fornire al personale dell'organizzazione una chiara visione dei propri compiti e responsabilità, coerentemente con gli obiettivi e gli obiettivi contenuti nel piano strategico. Ci si concentra sui servizi e prodotti

(produzione, attrezzature, personale, inventari e processi) di un'azienda. Lo scopo è quello di implementare piani al fine di sviluppare proiezioni finanziarie e massimizzare la partecipazione dell'azienda al mercato. Il piano operativo utilizza i rapporti finanziari di un'organizzazione per analizzare la sua redditività. Il piano può includere un'analisi del contributo per determinare quali processi sono necessari per aumentare i profitti. Ciò potrebbe comportare la concentrazione sulla vendita di prodotti premium o la riduzione dei costi variabili. Il piano operativo è limitato a una singola parte dell'organizzazione. Ciò significa che comprende piani specifici per le attività e i processi di basso livello e giorno per giorno che supporteranno e abiliteranno il piano tattico. È estremamente dettagliato (chi, cosa, dove e quando). È necessario stabilire le attività e i budget per ciascuna area dell'organizzazione durante i prossimi 1-3 anni. Essi collegano il piano tattico con le attività che l'organizzazione svolgerà e le risorse necessarie per eseguirle. La pianificazione operativa descrive le pietre miliari, le condizioni per il successo e spiega come (o quale parte di) un piano tattico verrà messo in funzione durante un determinato periodo operativo. Il piano operativo deve essere preparato dalle persone che parteciperanno alla sua attuazione. Spesso è necessaria una comunicazione interdipartimentale significativa, poiché i piani creati da una parte dell'organizzazione hanno inevitabilmente implicazioni per altre parti. Il piano operativo sfocia nella produzione del cosiddetto *Budget*.

Il Budget è basato e giustificato dal requisito di essere annuale. Pertanto, un piano strategico quinquennale richiederebbe in genere cinque piani operativi, basati su cinque budget.

Il piano operativo è sia il primo che l'ultimo passo nella preparazione del budget operativo. Come primo passo, fornire un piano per l'allocazione delle risorse; Come ultimo passaggio, il piano operativo può essere modificato per riflettere le decisioni politiche o le modifiche finanziarie apportate durante il processo di sviluppo del budget. Questi piani e budget dovrebbero essere considerati documenti viventi e dovrebbero essere rivisti per riflettere i cambiamenti. La sua verifica periodica è la chiave della sua sostenibilità. Un piano operativo si basa direttamente sui piani tattici che descrivono missioni, obiettivi, obiettivi e attività.

Un piano operativo affronta quattro domande:

1. dove siamo ora?
2. Dove vogliamo essere?
3. Come ci arriveremo? e
4. Come misuriamo i nostri progressi?

La pianificazione operativa deve contenere: Obiettivi chiari; Attività da consegnare; Standard di qualità; Risultati desiderati; Requisiti di personale e risorse; Calendari di implementazione; Un processo per monitorare i progressi. Il piano operativo presenta informazioni altamente dettagliate rivolte alle persone che svolgeranno le attività quotidiane richieste nell'amministrazione dell'organizzazione.

La direzione e il personale dovrebbero consultare frequentemente il piano operativo per svolgere il loro lavoro quotidiano. La pianificazione operativa indica cosa, chi, quando e quanto, ovvero:

- Le attività e le attività che devono essere svolte.
- Le persone che hanno responsabilità per ognuna delle attività.

- I periodi in cui le attività devono essere completate.
- La quantità di risorse finanziarie fornite per completare ogni attività.

Il piano operativo può essere suddiviso in due categorie: piani monouso e piani continui. I **piani monouso** affrontano solo il periodo corrente o un problema specifico. Eseguono una linea di condotta che non è probabile ripresentarsi in futuro. Questi piani vengono utilizzati una sola volta per raggiungere obiettivi unici per l'azienda. Un esempio di questo è quando una società ha un evento unico speciale incombente. Possono avere un piano una tantum per coprire tutto ciò che riguarda questo evento, come la riduzione dei costi nel corso del prossimo anno. I **piani continui**, invece, sono trasferiti a periodi futuri e modificati secondo necessità. Sono sviluppati per attività che si verificano ripetutamente in un periodo di tempo per aiutare l'azienda a risolvere problemi ripetitivi. Un esempio di ciò sarebbe una grande azienda che ha attività ripetute e deve avere una struttura che consenta a tutti di sapere cosa succede sempre. Un altro esempio potrebbe essere un piano a lungo termine per trattenere i lavoratori anziché licenziarli. Un piano operativo è importante perché aiuta il team di lavoro ad essere chiari su dove verranno ottenute le risorse necessarie, usare queste risorse in modo efficiente, definire chiaramente i requisiti delle risorse più critiche, ridurre i rischi ove possibile e preparare piani di emergenza quando necessario e pensare al futuro a lungo termine del progetto, compresa la sua sostenibilità.

Un vantaggio della pianificazione operativa è che un'azienda può analizzare le prestazioni delle proprie operazioni in termini di redditività. La pianificazione operativa analizza la posizione finanziaria di un'azienda, stabilisce i suoi punti deboli e sviluppa modi per aumentare i profitti. I piani operativi di un'azienda hanno

un'influenza positiva in diverse aree dell'azienda. Il piano implementato aiuta a stabilire gli obiettivi aziendali e a raggiungere determinati obiettivi. Ha un impatto positivo sugli aspetti sia operativi sia fisici, in termini di personale, aspetto del business e procedure quotidiane. È un modo eccellente per garantire che tutte le aree aziendali vengano affrontate in modo costruttivo.

Il budget annuale si costruisce a partire dalle vendite. Il Sales Department presenta, a Luglio dell'anno precedente, le vendite che prevede si effettueranno nell'anno successivo, divise per cliente e articolo. Il budget delle vendite viene approvato a Vienna ad Agosto dell'anno precedente a quello di riferimento, dal BOD (*Board Of Directors*). Le vendite vengono, per convenzione e semplicità di analisi, suddivise in base all'item a cui si riferiscono, in:

- *Preforms Own Production* (preforme la cui materia prima viene acquistata direttamente dall'azienda)
- *Preforms Hard Tooling* (preforme la cui materia prima viene acquistata direttamente dal cliente)
- *Caps*
- *Bottles Own Production* (bottiglie per cui il semilavorato viene acquistato o prodotto direttamente dall'azienda)
- *Bottles Hard Tooling* (bottiglie per cui il semilavorato viene acquistato direttamente dal cliente).

Sulla base del budget delle vendite, il *Controlling Center* di Gruppo costruisce il conto economico dei costi variabili (materie prime, coloranti, additivi, packaging,

energia e trasporto), il piano di produzione (e la relativa fattibilità delle vendite), il piano degli investimenti, il piano di movimentazione del magazzino, ecc...

I costi variabili, come i ricavi, vengono distinti in base all'item a cui si riferiscono. Lo step successivo prevede la preparazione, da parte dei *Finance Controller* dei singoli stabilimenti, dei piani riguardanti i costi fissi (che vengono suddivisi per area: Produzione (PE) Commerciale (CE) e Amministrazione (AE) e riguardano il personale, e tutte le spese non direttamente imputabili ad una determinata categoria di prodotto).

Il budget dei costi fissi deve essere consegnato entro Ottobre dell'anno precedente a quello di riferimento e approvato a Novembre dal BOD. Per ottenere l'approvazione dei costi fissi proposti dal Finance Department dello stabilimento, vengono analizzati gli scostamenti tra i valori registrati negli anni precedenti, e i valori proposti per il Budget. L'obiettivo che va perseguito è quello della minimizzazione dei costi, quindi, nella gran parte dei casi, si dovrebbe mirare a diminuire il livello di costo, o comunque a non aumentarlo.

Una volta approvati i costi fissi, si ottiene il valore dell'EBITDA obiettivo, si aggiungono gli ammortamenti, le svalutazioni, gli interessi e le imposte, fino a calcolare il Profitto obiettivo che si dovrà tentare di raggiungere dell'anno successivo. Una volta compilato il conto economico previsionale, vengono stilati degli obiettivi accessori da raggiungere. Gli obiettivi vengono fissati a 360°. Dalle vendite, alla produzione, alla logistica, alla qualità fino all'amministrazione. Ogni area ha diversi KPI da tenere sotto osservazione mensilmente. I KPI sono indicatori chiave di prestazione ovvero indici dell'andamento di un processo aziendale.

I principali indicatori sono di quattro tipi:

- **indicatori generali:** misurano il volume del lavoro del processo;
- **indicatori di qualità:** valutano la qualità dell'output di processo, in base a determinati standard (ad esempio, rapporto con un modello di output, o soddisfazione del cliente);
- **indicatori di costo;**
- **indicatori di servizio, o di tempo:** misurano il tempo di risposta, a partire dall'avvio del processo fino alla sua conclusione

Solitamente i KPI vengono determinati da un analista che esegue un'analisi dei processi, a partire quindi dall'esigenza dei vertici (analisi top-down) oppure dai fattori elementari del processo (analisi bottom-up). Non tutti i processi si prestano ad essere analizzati con i KPI e in generale si valuta questa opportunità con una scala di robustezza, che prende in considerazione, tra gli altri, la facilità di comprensione, il costo dell'informazione, la significatività, la strutturazione e la frequenza di cambiamento del dato. Un altro modello di verifica della robustezza è dato dalla strutturazione di una particolare tabella, che mette in relazione i KPI con i fattori critici di successo (o CSF, dall'inglese Critical Success Factor), aree di particolare rilevanza nel business.

Una volta compilato il budget annuale, spetta ai *Finance Controller* dei singoli stabilimenti l'invio delle principali informazioni sugli obiettivi da raggiungere, alle varie aree interessate. Conclusa la fase di informazione delle diverse aree, sul principio che la pianificazione strategica deve essere, tra le altre cose, flessibile, i *Finance Controller* si occupano mensilmente di costruire dei mini-budget che

traspongono il budget annuale, sul mese. La motivazione alla base di questa operazione è che, quando si costruisce il Budget lo si fa sulla base delle informazioni disponibili al momento della, appunto, costruzione del Budget che deve essere concluso entro l'inizio dell'anno a cui si riferisce. Il mercato, com'è facilmente intuibile, nel frattempo si muove e subisce cambiamenti continui. Stilare dei mini-budget mensilmente serve a rivedere costantemente la direzione verso cui sta andando l'azienda, mentre si è in corsa.

Riassumendo quindi, una volta approvato il budget dell'anno, che per convenzione il gruppo chiama "AP20XX", dove AP sta per Annual Plan, e 20XX è l'anno a cui si riferisce il Budget, si comincia (già da Gennaio) a preparare i budget mensili, che per convenzione il gruppo chiama "OP20XX", dove OP sta per Operative Plan, e 20XX è il mese dell'anno 2020 (in questo caso) a cui si riferisce. Ogni OP viene presentato entro il giorno 27 del mese precedente quello a cui è riferito e deve essere approvato dal *Controlling Center* di regione, poi dal *Controlling Center* di gruppo. Per ricevere l'approvazione è necessario che si commentino gli scostamenti che eventualmente esisteranno tra l'AP e l'OP. Le aree di maggiore interesse in questa fase riguardano soprattutto le vendite, i costi fissi e di conseguenza l'EBITDA.

I KPI a cui si fa particolarmente caso riguardano invece i costi variabili. Viene infatti elaborato un report, chiamato MER (*Monthly Entity Report*), in cui ogni costo variabile viene rapportato in €/ton, ovvero euro per tonnellata, e deve essere commentato in base a quanto si scosta da ciò che era stato inserito in AP. In questo MER, i *Finance Controller* di ogni plant, inseriscono i commenti agli scostamenti, motivando le differenze, così che il *Controlling Center* possa approvarlo. Concluso il mese, inizia il momento della *Fast Closing*, ovvero della chiusura provvisoria del

bilancio. Questo deve essere consegnato al gruppo entro il quarto giorno lavorativo del mese successivo a quello di riferimento.

La *Fast Closing* prevede la consegna di:

- Conto Economico provvisorio
- Stato Patrimoniale provvisorio
- Inventario
- Movimentazioni di magazzino (arrivi, produzioni, vendite, scarti, ecc...)
- Stato dei crediti
- Analisi e allocazione dei costi variabili.

La *Fast Closing* è stata per Plastec il vero e proprio motore che ha spinto al cambiamento e all'adattamento ai principi e alle richieste del gruppo. Consegnare così tanti dati in così poco tempo, infatti, ha spinto ogni dipendente a variare il proprio modus operandi per poter presentare quanto richiesto, nei tempi e nei modi corretti. L'integrazione al sistema di gruppo è, in conclusione, stata sensibilizzata notevolmente da questa operazione lunga e macchinosa che è la chiusura.

Bibliografia

CAMPOBASSO G., *Manuale di diritto commerciale*, UTET GIURIDICA, Torino, 2010

DEZZANI F., *Operazioni straordinarie: disciplina civilistica, trattamento fiscale, tecnica contabile*, EGEA, Milano, 2005

FRATTINI G., *Il valore di acquisizione delle imprese in funzionamento*, GIUFFRÈ, Milano, 1983

NAPOLITANO M.R., *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*, F. ANGELI, Milano, 2003

PETTATIN G., *Acquisizione, fusione e scissione di società*, GIUFFRÈ, Milano, 1992

POTITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, G. GIAPPICHELLI, Torino, 2009

ROSSI C., *Le operazioni straordinarie nelle società. Trasformazione, fusione, scissione, conferimento, cessione, liquidazione*, GIUFFRÈ, Milano, 2018

COTTA A., *Cessione, conferimento, affitto e donazione di azienda*, IPSOA, Milano, 2007

CORTESI A., *Le acquisizioni di imprese: strutture e processi per la creazione di valore*, EGEA, Milano, 2000.

VERMEULEN F., BARKEMA R., *Learning through acquisition. Academy of management journal*, vol 44, 2001

CONCA V., *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, EGEA, Milano, 2010.

HASPESLAGH P.C., JEMISON D.B., *La gestione delle acquisizioni. Successi e insuccessi nel rinnovamento delle imprese*. ETAS LIBRI, Milano, 1992.

Sitografia

Rose Johnson (2018). Pianificazione tattica e operativa. Piccola impresa - Chron.com. Tratto da: smallbusiness.chron.com.

Wikipedia, l'enciclopedia libera (2018). Pianificazione operativa Tratto da: en.wikipedia.org.

Leo Isaac (2018). Scopo di un piano operativo. Apprendimento online per la gestione dello sport. Tratto da: leoisaac.com

Rodney Michael (2018). Quali sono i piani operativi per un'azienda? - Definizione, tipi ed esempi. Study.com. Tratto da: study.com.

Alison Job (2018). Creare un piano operativo. Rivista Entrepreneur. Tratto da: entrepreneurmag.co.za.

Leo Isaac (2018). Esempio di piano operativo. Apprendimento online per la gestione dello sport. Tratto da: leoisaac.com.

Federico Migliorini (2018). Conferimento di ramo d'azienda: disciplina. Tratto da: fiscomainia.com

Giovanni Cugnasca (2014). La relazione di stima ai fini di un conferimento. Tratto da: theseusconsulting.it