



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra : Strategie d' Impresa

LA VALUTAZIONE DEL BRAND NEI PROCESSI DI M&A: IL CASO
FINMECCANICA-AGUSTAWESTLAND

RELATORE

Prof. Franco Fontana

CANDIDATO

Pier Paolo Graziani

Matr. 638951

CORRELATORE

Prof. Enzo Peruffo

ANNO ACCADEMICO 2012/2013

A mia madre

Indice

Introduzione	4
1.La crescita aziendale	8
1.1.Considerazioni preliminari e modalita' di attuazione.....	8
1.2.Crescita interna e crescita esterna.....	11
1.3. La crescita esterna come strumento di gestione strategica.....	23
2. Le operazioni di M&A	32
2.1. Aspetti generali.....	32
2.2. Tipologie di M&A.....	39
2.3. La valutazione delle aziende partecipanti.....	49
2.4. Ragioni e conseguenze dei processi di M&A.....	56
2.4.1 .Motivazioni strategiche principali e secondarie alla base di tali operazioni.....	56
2.4.2. Le cause aziendali ed extra-aziendali.....	63
2.4.3. I fini mediati o indiretti perseguibili con le operazioni di concentrazione aziendale.....	67
2.4.4. I fini immediati o diretti perseguibili con le operazioni di concentrazione aziendale.....	73
2.4.5 La creazione di valore nelle operazioni di M&A.....	85
2.5. Il processo di acquisizione.....	101
2.5.1. Le caratteristiche generali e gli aspetti critici del processo.....	101
2.5.2. L'analisi e la valutazione strategica preventiva.....	114
2.5.3. La fase della negoziazione.....	123
2.5.4. L'integrazione post acquisizione.....	138

3. La valutazione del brand	152
3.1. Cenni introduttivi ed evoluzione storica.....	152
3.2. Assegnare un valore ad un brand: per chi e perché.....	160
3.3. I metodi di valutazione.....	166
3.3.1. Modelli basati sul costo.....	166
3.3.2. Modelli basati sull'attualizzazione dei flussi futuri.....	178
3.3.3. Modelli basati sul confronto con aziende unbranded.....	186
3.3.4. Modelli basati sul reddito residuale.....	197
3.3.5. Metodi misti della consulenza.....	200
4. Il caso Finmeccanica-Agustawestland	209
4.1. La storia del gruppo Finmeccanica.....	209
4.2. La storia di Agusta e la nascita di Agustawestland.....	216
4.3. Finmeccanica acquista interamente Agustawestland.....	221
4.4. Il calcolo del valore del brand pre e post acquisizione.....	223
Conclusioni	237
Bibliografia	241

Introduzione

La crescita dimensionale è un aspetto che ogni impresa che intende sopravvivere e assicurarsi una continuità dell'attività nel lungo termine deve prendere in seria considerazione.

È importante specificare, però, che con il termine "crescita" non si intende fare riferimento solo ed esclusivamente a quella dimensionale, ma spesso ci si riferisce anche ad una crescita qualitativa, una crescita, quindi, che vada a comportare un miglioramento in molteplici aspetti dell'impresa, dalla qualità del personale, passando per la qualità dei luoghi di lavoro, fino ad arrivare a quella dei prodotti/servizi offerti ai clienti.

Questo processo di crescita può essere realizzato principalmente in due modi: 1) la crescita interna, basata sulle risorse a disposizione e sullo sfruttando dei propri punti di forza. 2) la crescita esterna, la più utilizzata, che si basa sostanzialmente sui processi di M&A.

Tali operazioni hanno una capacità straordinaria di trasformare le azienda e di contribuire al loro rinnovamento. Esse possono aiutare a conquistare posizioni di mercato con una rapidità che il semplice sviluppo interno non potrebbe consentire. Garantiscono la possibilità di realizzare tutti i vantaggi potenziali di una combinazione delle capacità e delle attività in modi non consentiti da altre forme di partnership. A fronte di tali vantaggi si contrappongono anche dei rischi, tra cui in particolare i costi e i tempi necessari alla realizzazione del processo acquisitivo e della successiva integrazione.

Nel presente lavoro ho cercato di legare tali operazioni di M&A ad un altro argomento la cui importanza è cresciuta notevolmente negli ultimi anni: il brand.

Il brand ha un valore estremamente importante per le aziende essendo considerato uno degli asset intangibili più importanti, e sicuramente quello che riveste un ruolo di fondamentale importanza per la crescita e la competitività aziendale. I consumatori si confrontano con un'ampia gamma di prodotti e servizi, le cui diversità funzionali e qualitative si stanno sempre più assottigliando. Il brand diventa quindi lo strumento principe per differenziare in maniera rilevante la singola offerta, determinandone il successo e la sostenibilità economica nel tempo.

Fino agli anni Ottanta il valore degli intangibili veniva praticamente ignorato nella redazione del bilancio delle aziende. Si assumeva implicitamente che, per quanto riguarda per esempio le aziende quotate, investitori e analisti avrebbero saputo cogliere il valore di un brand o di un portafoglio di brand e rifletterlo nella stima del valore finale della società analizzata. Il primo slancio verso la valutazione monetaria del brand si ebbe in occasione delle grandi acquisizioni e *spin-offs* avvenuti alla fine degli anni Ottanta e per tutto il decennio successivo. Fu il periodo della corsa all'acquisto di grosse società, o divisioni delle stesse con brand noti. In tali operazioni il valore del *godwill* raggiunse livelli tali da superare significativamente il valore dei beni tangibili.

Secondo Vicari¹ «le acquisizioni motivate dalla volontà di controllare determinati marchi hanno avuto notevole diffusione», anzi «le operazioni più interessanti si concentrano proprio sulle imprese a elevata intensità di risorse immateriali la cui presenza

¹ S.VICARI, *Brand equity, il potenziale generativo della fiducia*, Milano, Egea, 1995.

conduce frequentemente al formarsi di prezzi di scambio notevolmente superiori rispetto ai valori fondati sulle stime patrimoniali», soprattutto perché le regole contabili in vigore nel decennio passato non consentivano di capitalizzare e ammortizzare come investimenti le spese relative agli *intangibles* e al brand².

È proprio analizzando le parole di Vicari che ci si rende conto di quanto possa essere stretto il legame tra questi due argomenti (M&A e Brand), ed è proprio su questo legame che ho cercato di concentrare il mio lavoro.

Una delle motivazioni principali alla base delle acquisizioni di aziende con marchio forte, o addirittura solamente di marchi noti, è la volontà, più o meno consapevole, di entrare in possesso delle risorse immateriali connesse con il brand, il cui valore, nei casi più estremi, può arrivare a rappresentare anche fino all' 80 % del valore totale di un'azienda.

Una valutazione monetaria del brand può essere necessaria in una moltitudine di situazioni, una delle quali, forse la più importante, è quella legata alle operazioni di M&A. Come ho detto, tali operazioni straordinarie possono avere diversi obiettivi. Uno di questi è sicuramente quello di entrare in possesso della gestione di un brand già forte e che sia già dotato di un suo valore consolidato nel tempo. Spesso si effettua un'operazione di M&A per impossessarsi di tutti gli assets, tangibili e intangibili, della società acquisita, ma non sono rari i casi in cui l'unico obiettivo dell'impresa acquirente è quello di entrare in possesso di un asset che è per definizione un generatore potenziale di valore.

² Vedasi per un approfondimento L.GUATRI, M.BINI, *Impairment. Il valore potenziale controllabile*, Milano, Università Bocconi Editore, 2003.

L'acquisizione di un brand forte genera numerosi vantaggi alla società acquirente, uno dei quali è sicuramente quello di poter aumentare anche il valore del proprio marchio.

E' proprio questo l'obiettivo che mi sono posto durante lo svolgimento del mio lavoro. Dimostrare che il valore di un brand possa aumentare in seguito ad un'operazione di M&A.

Tra i vari metodi di valutazione del brand, esposti nel terzo capitolo, ho deciso di prenderne in considerazione uno nello specifico (il metodo delle Royalties), e sulla base di questo sviluppare un case study che mi consentisse di dimostrare la mia tesi.

Il gruppo che ho scelto di prendere in considerazione è il gruppo Finmeccanica, il quale nel 2004 ha acquisito totalmente la società AgustaWestland, che fino ad allora era partecipata al 50%.

Ho concluso, quindi, questo mio percorso, con l'applicazione del suddetto metodo a quest' operazione di straordinaria rilevanza ed importanza, con l'obiettivo di effettuare una valutazione monetaria del brand Finmeccanica prima e dopo l'acquisizione di AgustaWestland, e di dimostrare come tale valore possa crescere in seguito a tale operazione.

1. LA CRESCITA AZIENDALE

1.1. Considerazioni preliminari e modalità di attuazione

Qualsiasi impresa intenda assicurarsi una sopravvivenza e una continuità a lungo termine e garantirsi un equilibrio che duri nel tempo, deve porsi obiettivi di crescita intesi sia in senso qualitativo che dimensionale. Obiettivi che presuppongono una preliminare analisi di ciò che si è e della posizione competitiva occupata nell'ambiente in cui si agisce; tenendo conto, pertanto, da un lato delle proprie forze e debolezze, delle potenzialità di cui si dispone (tecnologie, prodotti, capacità manageriali, risorse intangibili) e, dall'altro, delle tendenze evolutive che si avvertono presenti nel settore o nei settori in cui si opera.

Le condizioni per poter crescere sono dunque, in primo luogo, l'elevata sensibilità del management ad intuire l'esigenza, i tempi e i modi di crescere, ricercando soluzioni che assicurino la coerenza tra la qualità e il tipo di risorse di cui si dispone e ciò che richiedono gli andamenti e i fattori esterni, e, poi, capacità organizzative idonee a gestire processi espansivi, mezzi finanziari adeguati, cultura e professionalità dei soggetti preposti alle varie funzioni aziendali .

Conviene a questo punto ricordare che la crescita è un momento estremamente critico nella vita di una società, e se non gestito con pazienza e attenzione, ma soprattutto se mal vissuto, può portare all'estremo caso in cui tale processo vada a distruggere valore invece di crearlo. Le diverse direttrici lungo le quali si muovono i

processi di crescita, riferendoci ad una nota classificazione³, possono descriversi come segue.

1. Si tende ad espandere i volumi di vendita, senza modificare i prodotti offerti e operando nei medesimi segmenti di mercato, nel momento in cui si intravedono spazi non ancora sfruttati ed eventuali potenzialità nella domanda di mercato. L'aumento delle quantità prodotte porta al conseguimento di economie di scala, e inoltre si creano le condizioni per conseguire economie di apprendimento. Un possibile ulteriore vantaggio deriva poi dalla possibilità di incrementare la propria quota di mercato nel momento in cui non ci si limita a stimolare solo nuovi segmenti di potenziali compratori, nè semplicemente a spingere il consumo dei propri clienti, ma si tenta anche di catturare quelli dei concorrenti.

2. Sempre operando nei medesimi mercati, si procede verso l'allargamento e il rinnovo della gamma della propria offerta. In questo caso, anziché seguire politiche tese ad approfondire la penetrazione sul mercato dei prodotti esistenti, si agisce proprio su questi ultimi allo scopo di sollecitare la domanda ad espandersi. I prodotti vengono modificati, con differente intensità, in modo da riuscire a differenziarli dalla concorrenza; ad essi si apportano miglioramenti per renderli più attrattivi e funzionali; si prospettano ai medesimi clienti nuove funzioni d'uso dei tradizionali prodotti; si introducono nuovi prodotti.

3. Con gli attuali prodotti si va alla conquista di nuovi mercati. In questo caso l'azione è diretta sia ad entrare e ad espandersi in nuovi territori, sia a prospettare ulteriori utilizzazioni dei propri prodotti, mostrandone la capacità di soddisfare nuovi bisogni. Si opera in tal modo un allargamento del raggio d'azione dell'impresa, riuscendo a

³ Si fa riferimento all'analisi di ANSOFF, *Strategia aziendale*.

conseguire le relative economie nel momento in cui le risorse di cui già si dispone possono essere condivise tra più mercati.

4. Si rinnova e si sviluppa la gamma dei prodotti e, insieme, si cerca l'inserimento in nuovi mercati, attuando programmi di diversificazione di vario tipo, e conseguendo, economie di raggio d'azione (o di scopo). Le diverse modalità di diversificazione sono distinguibili a seconda delle più o meno strette connessioni, tecnologiche e di mercato, che si creano tra le nuove attività e quelle precedentemente svolte: se permangono legami consistenti, per quanto concerne le tecnologie o il marketing, si ha una diversificazione correlata⁴; se c'è un'espansione orientata verso aree di affari completamente diverse rispetto alle preesistenti, si realizza una diversificazione conglomerata⁵. L'attività, infine, può essere estesa a stadi precedenti o successivi di quella già svolta, attuando un'espansione di tipo verticale⁶. In quest'ultima i vantaggi cui si tende riguardano la riduzione dei costi, l'abbassamento del rischio e il rafforzamento del potere di mercato.

Seguendo una o più delle indicate direttrici, le imprese promuovono, dunque, il proprio sviluppo realizzando gli obiettivi strategici ritenuti più opportuni, tentando di catturare tutti i benefici connessi a ciascuna direttrice e di contenere i costi e i rischi che pur le contraddistinguono.

⁴ Sono soprattutto le diversificazioni correlate a generare economie di scopo. Tali economie sono anche dette "di raggio d'azione" o "di gamma" o "di portata". Tutte espressioni che rappresentano una traduzione di quella inglese *scope economies*.

⁵ Sulle strategie di diversificazione e sulla gestione strategica delle imprese diversificate v. SICCA, *Gestione strategica*, §3.3.1 e cap 10. Il ruolo delle strutture di corporate nell'attuare strategie di diversificazione e l'integrazione verticale sono criticamente esposte in FONTANA-CAROLI, *Economia e gestione delle imprese*, §§ 6.4 e 6.5.

⁶ SCIARELLI esclude l'integrazione verticale dalle strategie di diversificazione produttiva e la comprende nel tipo di sviluppo monosettoriale, pur avvertendo che potrebbe anche essere vista come una forma di diversificazione in senso lato. SCIARELLI, *Economia e gestione*, I; p.282, nonché cap. 14, per un'ampia trattazione delle strategie di sviluppo aziendale.

1.2. Crescita interna e crescita esterna

Si è detto che le acquisizioni di aziende rappresentano uno strumento di realizzazione di obiettivi di crescita.

Ma è altresì evidente che tali obiettivi potrebbero anche essere raggiunti per via interna, cioè con le forze, i mezzi e le capacità di cui si dispone, portando a compimento appropriati programmi d'investimento nell'area produttiva e/o in quella commerciale, facendo leva sull'autofinanziamento, o ricorrendo ad aumenti di capitale ed altre idonee fonti di finanziamento esterno.

Ma la condizione preliminare per crescere in questo modo è che si sia in possesso delle risorse necessarie. Com'è chiaro, le varie direttrici di crescita precedentemente ricordate richiedono, a parte la disponibilità di sufficienti mezzi liquidi, conoscenze di tecnologia e capacità di marketing, e in alcuni casi ulteriori competenze in termini di ricerca, logistica e progettazione. Non è difficile capire che una singola impresa spesso non possiede, né può agevolmente creare tutte queste competenze che le occorrono. Peraltro, in uno sforzo, spesso inutile e destinato all'insuccesso, di dotarsene al suo interno, potrebbe essere indotta a distogliere l'attenzione dalla possibilità di estrarre invece ulteriore valore dalle risorse di cui già si dispone, cioè di dare evidenza a nuove potenziali capacità in quelle funzioni o attività fondamentali (*core business*) che le appartengono, e nelle quali già possiede una indiscussa specializzata esperienza, se non un vantaggio competitivo. Ricorrendo, invece, alle acquisizioni, si può riuscire a combinare i punti di forza di cui rispettivamente dispongono l'acquirente e l'acquisita, ottimizzando le risorse complessive e realizzando vantaggi di efficienza.

In secondo luogo, la crescita ottenuta per via esterna consente di centrare determinati obiettivi strategici in tempo assai più rapidi.

L'impresa, attuando acquisizioni, si pone in grado di disporre di *know-how*, di nuovi processi produttivi, di risorse tecnologiche varie, di capacità strategicamente rilevanti nella comunicazione, nella politica dei prezzi e nella commercializzazione, nella ricerca e sviluppo, senza attendere l'esito di lunghi e onerosi programmi d'investimento. L'immediatezza è spesso un fattore particolarmente decisivo di successo; si pensi, per esempio, ai casi di prodotti dal breve ciclo di vita, o a quelle situazioni congiunturali di straordinario favore presenti in alcuni segmenti o settori, che occorre cogliere tempestivamente. La rapidità con cui si conducono molte operazioni di sviluppo produce anche l'effetto di sorprendere i concorrenti, cogliendoli impreparati o indisponibili a reazioni adeguate, o anche di sopravanzarli in breve tempo, ottenendo così un effetto rafforzativo sul piano della competitività.

In terzo luogo, le vie di crescita attraverso acquisizioni sono in taluni casi le uniche che consentono l'ingresso in settori o in mercati nei quali le barriere all'ingresso risultano insuperabili, o che richiedono la disponibilità di requisiti di legge o di fatto, ovvero di altre condizioni specifiche, che siano estremamente difficili da procurare, se non a prezzo di investimenti eccessivamente onerosi, o addirittura insostenibili. Lo stesso si verifica quando si ritiene strategicamente vincente l'ingresso in mercati di altri paesi, o che sono comunque contraddistinti da un contesto socio-economico o culturale assai diverso, e per i quali si riscontra necessario essere dotati di profili e caratteristiche tali che solo un'impresa locale è in grado di possedere.

Inoltre, e in stretto collegamento con quanto ora detto, le acquisizioni hanno il vantaggio di consentire obiettivi di crescita, non solo evitando lunghi e costosi processi di apprendimento, ma anche eliminando i rischi normalmente connessi ad ogni iniziativa o

attività che s'intende per la prima volta intraprendere; rischi connessi, sia alla fase della formulazione dei relativi progetti e piani, sia al momento attuativo. È questo, per esempio, il motivo per cui decisioni strategiche di diversificazione conglomerata si attuano di regola con l'acquisto di altre imprese, specialmente quando ci si trova in settori in cui la tecnologia ha raggiunto elevati livelli di complessità o quando l'investimento si presenta di notevole entità.

Operare a mezzo di acquisizioni e fusioni appare l'unica via percorribile anche in altre ipotesi. Talvolta, un'espansione interna, accrescendo l'offerta globale, potrebbe turbare in alcuni settori o comparti, e in certe fasi, l'equilibrio del mercato, con effetti autolesionistici per la stessa impresa che ritiene strategicamente opportuno un proprio rafforzamento e si adopera per realizzarlo. Certi settori, per esempio, sono saturi o si presentano caratterizzati da una domanda debole e non tollerano una crescita della capacità produttiva complessiva: note sono le situazioni di crisi profonda che ha comportato in alcuni casi l'averlo trascurato.

Infine solo facendo ricorso ad acquisizioni e fusioni si può rapidamente accrescere la propria quota di mercato; entrare in possesso di nuovi marchi, tecnologie e altre risorse specifiche, nicchie di mercato, particolari competenze distintive; o eliminare concorrenti.

Certo è anche vero che la crescita per via esterna porta a rinunciare ad almeno due vantaggi che lo sviluppo internamente conseguito consente di regola di conseguire⁷.

In primo luogo, se è facile ammettere che l'acquisizione rende possibile la disponibilità in tempi brevi di capacità distintive già

⁷ L.POTITO, *Le Operazioni Straordinarie nell'Economia delle Imprese*, Torino, Giappichelli Editore, 2004, p. 15 e ss.

presenti in altre aziende, e delle quali si avverte la forte utilità, non si può nel contempo ignorare che essa potrebbe anche essere apportatrice di risorse non sfruttabili utilmente, o costituenti duplicazione di altre già possedute, oppure di realtà potenzialmente in grado di provocare situazioni problematiche non facilmente risolvibili. Sotto questo aspetto, la crescita interna offre indubbiamente il vantaggio di conseguire la disponibilità soltanto delle risorse e delle competenze ritenute davvero necessarie, e, inoltre, consente di destinare ai programmi di espansione soltanto le disponibilità finanziarie effettivamente necessarie, graduandone dunque l'importo, nonché i tempi di esborso.

In secondo luogo, non si può disconoscere che un processo di crescita attuato per via interna meglio consente all'impresa di percorrere il cammino dell'aumento delle proprie dimensioni nei modi e nei tempi più congeniali alla propria origine e alla propria storia. In altri termini, questa modalità di crescita si presta meglio ad essere attuata con una gradualità compatibile con le caratteristiche dell'organizzazione, con le sue competenze e anche con le sue insufficienze, e può meglio orientarsi secondo i modi più coerenti con i processi di apprendimento che sono stati realizzati e con i valori e i principi accumulati nel corso degli anni. Essa insomma consente di ridurre il rischio di mettere in gioco l'identità profonda dell'impresa⁸.

Talvolta appare non secondaria la circostanza che la crescita interna consente di non modificare in via permanente la compagine sociale. Ciò che invece è più facile che avvenga o si manifesti opportuno se si procede ad acquisti di aziende o di partecipazioni, soprattutto se di elevato valore, mentre è inevitabile in caso di fusione.

⁸ Su una concezione corretta dello sviluppo dimensionale nel senso ricordato nel testo, cfr. CODA, *Orientamento strategico*, p. 154 e ss.

Al fine di rilevare uniformità e caratteristiche differenziali connesse alle due forme di crescita, non si può prescindere dalla comprensione e dallo studio delle motivazioni che spingono i diversi attori in scena a muoversi nell'una o nell'altra direzione; e gli aspetti fondamentali non potranno che emergere per gradi.

L'analisi comparata dei vantaggi e degli svantaggi connesse alle due diverse tipologie di crescita, pur se necessaria, denuncia un limite evidente: essa si forma, infatti, dal solo punto di vista dell'impresa che si sviluppa, ed ignora totalmente il punto di vista dell'impresa che viene acquisita: gli attori delle combinazioni, invece, sono sempre almeno due (o più). Ciò implica l'esigenza dell'analisi delle cause per le quali un'impresa diviene cedibile (nelle combinazioni volontarie) oppure aggredibile (in quelle involontarie).

L'opzione della crescita esterna si pone dunque in contrapposizione alle decisioni di investimento interno, e con esse deve essere confrontata per un'analisi di convenienza e di fattibilità; è anche vero, d'altra parte, che si è assistito con maggiore frequenza a strategie di sviluppo (interne ed esterne) convergenti, nel senso che le seconde appaiono sempre più complementari alle prime.

Come qualsiasi altra decisione di *make or buy*, anche l'alternativa tra l'investimento interno e l'acquisizione esterna segue i principi della classica analisi costi-benefici: la decisione finale non può prescindere da una valutazione che metta a confronto i pro e i contro di entrambe le alternative. In questo caso, però, il confronto tra i costi differenziali delle due alternative e i conseguenti benefici appare particolarmente difficile.

Le ragioni di ordine pratico che giustificano la complessità della decisione sono riconducibili a cinque fattori:

1. la numerosità delle variabili in campo
2. l'estensione degli effetti indotti da ogni alternativa

3. la diversa numerosità delle alternative poste in essere
4. l'accertamento del profilo di rischio
5. il grado di reversibilità della scelta

Oltre a tali aspetti, esistono poi situazioni specifiche che inducono a prendere decisioni sulla base di elementi del tutto peculiari, non facilmente riconducibili a principi ispiratori di uso comune.

Il primo e il secondo fattore sono strettamente interconnessi, in quanto l'elevato numero di variabili da considerare produce effetti in vari punti del sistema aziendale (basti pensare alle ricadute in chiave tecnologica, commerciale, organizzativa), con caratteristiche assai differenti da caso a caso.

La scelta interna da luogo ad una molteplicità di alternative, ognuna delle quali incorpora specifiche soluzioni operative: ci si trova di fronte ad un ampio spettro di opzioni perseguibili e, conseguentemente, il processo di scelta non risulta vincolato dalla scarsità o dall'unicità delle soluzioni possibili, come spesso accade per la crescita di tipo esterno.

Un'altro profilo importante da considerare è quello relativo al grado di rischio. La decisione pone non facili problemi di confrontabilità, trattandosi di progetti aventi per loro natura un grado di rischio completamente diverso.

L'ultima ragione di ordine pratico riguarda la reversibilità della scelta. Ci si riferisce al fatto che l'alternativa interna denota condizioni di maggiore flessibilità in quanto è caratterizzata dalla possibilità di essere reversibile ed inoltre comporta costi d'uscita decisamente sopportabili. Al contrario l'alternativa esterna implica l'avvio di un'iniziativa irreversibile, almeno nel breve periodo, con costi d'uscita talvolta così elevati da sconsigliarne la decisione; per questi motivi la scelta si considera altamente vincolante.

Per meglio comprendere ciò che viene valutato prima di effettuare le decisioni di *make or buy*, nella tabella sottostante si propongono una serie di elementi che successivamente potranno condizionarne l'esito.

Crescita interna:

- Corretto dimensionamento degli investimenti (accertamento della compatibilità finanziaria)
- Efficienza localizzativa (riflessi sul lay-out interno)
- Ricorso a tecnologie d'avanguardia
- Immediata integrabilità nella struttura preesistente (assenza di costi e tempi di transazione)
- Processo decisionale agevole e semplice
- Riflessi sul sistema competitivo causati dall'incremento della capacità produttiva settoriale

Crescita esterna:

- Obiettivi conseguibili in tempi rapidi
- Superamento di barriere all' ingresso
- Possibilità di acquisire competenze scarse
- Risparmio di costi e tempi nell'acquisizione di quote di mercato
- Ampie potenzialità sinergiche (riduzione dei costi, sinergie distributive)
- Riduzioni dei rischi sul fronte dell'innovazione tecnologica
- Apertura di finestre strategiche
- Effetti positivi sull'immagine
- Sfruttamento di vantaggi finanziari e fiscali
- Criticità dell'integrazione post acquisizione

Per un ottimale utilizzo dello schema proposto, è opportuno considerare non solo l'individuazione dei singoli fattori, ma soprattutto l'analisi degli effetti che essi comportano nelle due alternative; alla semplice individuazione degli effetti sia positivi sia negativi, dovrà poi seguire un giudizio quali-quantitativo che ne misuri l'entità nel caso specifico⁹.

Un primo punto di comparazione degno di interesse riguarda le aree aziendali dove si manifestano le principali ricadute. Pur con impatti diversi da caso a caso, i principali effetti si manifestano

⁹ V.CONCA, *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, Milano, Egea, 2010, p. 13 e ss.

essenzialmente su tre fronti: 1) sul fronte finanziario 2) sul fronte tecnologico 3) sul fronte organizzativo.

Sul fronte finanziario si rileva che la scelta interna, consentendo la possibilità di stabilire il livello ottimale dell'investimento, risponde alle esigenze, spesso vincolanti, di accertamento della compatibilità finanziaria dell'operazione.

Il vantaggio è dovuto alla possibilità di utilizzare esclusivamente le risorse necessarie alla realizzazione del progetto, rientrando tra l'altro nei limiti del budget destinato all'iniziativa. Per queste ragioni la scelta interna si può considerare un'alternativa assai flessibile. Al contrario, la crescita esterna rappresenta una scelta totalizzante, nell'ambito della quale l'esborso finanziario è una variabile su cui il management può intervenire in modo assai limitato.

Ad aggravare ulteriormente la situazione, accade spesso che l'operazione comporti l'acquisizione di attività e beni strumentali non funzionali o di scarso interesse per l'acquirente, dai quali tuttavia non si può prescindere, sia per vincoli di scorporabilità, sia per vincoli contrattuali. Questa limitazione ha influenza anche sul prezzo, lasciando in molti casi modesti margini di manovra sul fronte della negoziazione finanziaria, e determinando una situazione di dipendenza dalle richieste del venditore.

Di fatto l'alternativa esterna è considerata altamente rigida, e costituisce sotto il profilo finanziario un elemento a favore dell'investimento interno.

Anche sul fronte tecnologico e organizzativo la scelta interna comporta vantaggi di maggiore flessibilità, poiché consente al management di scegliere quel particolare livello di tecnologia più funzionale all'iniziativa che si vuole realizzare. È facile comprendere che i medesimi vantaggi non sono propri della

soluzione esterna. Imprese già funzionanti possono rappresentare scelte sub ottimali, poiché potrebbero disporre di condizioni tecnologiche non adeguate alle esigenze del compratore.

Anche i riflessi sul *lay-out* assumono talvolta un ruolo determinante. In taluni casi gli effetti della scelta dipendono dall'impatto dell'investimento sul *lay-out* interno e dalla facilità con cui, di norma, vengono risolti i problemi di integrazione dell'investimento nella struttura aziendale preesistente.

Generalmente la soluzione interna non crea problemi di razionalizzazione produttiva, anche perché gli effetti sono facilmente prevedibili e programmabili; al contrario, la soluzione esterna genera frequenti problemi di riorganizzazione produttiva, obbligando a ristrutturazioni necessarie per rendere compatibili le due unità produttive.

Un ulteriore vantaggio dell'alternativa interna è collegato alle economie realizzabili nei costi e nei tempi di transazione, decisamente irrilevanti nel primo caso.

Non meno importanti sono i riflessi delle due alternative sul processo decisionale. In particolare, la differenza è degna di attenzione quando il fattore temporale gioca un ruolo prioritario.

Il percorso decisionale classico dell'investimento interno, a cui l'impresa è abituata, non comporta, infatti, rischi che ne possano ostacolare l'iter, fatto salvo il rispetto delle normali procedure aziendali per l'approvazione dei progetti di *capital budgeting*. Nel caso opposto, invece, il percorso decisionale è complesso e delicato, essendo l'approvazione definitiva condizionata dall'assenso dei vari organi aziendali ai quali viene sottoposta la decisione¹⁰.

¹⁰ Sul piano formale le decisioni di acquisizione, anche se valutate preventivamente a livello operativo, devono essere approvate dall'assemblea ordinaria; i tempi si allungano ulteriormente nel caso in cui la società acquirente sia quotata in borsa, per effetto della

Nell'analisi del processo di assenso, la sequenza normale delle aree interessate vede la componente tecnico-produttiva in prima battuta, l'area commerciale e il marketing in seconda, la finanziaria in terza, quelle legali e fiscali in quarta e l'imprenditore o gli azionisti a livello conclusivo.

Una particolare attenzione deve anche essere data a eventuali ricadute sul fronte competitivo, poiché la decisione, oltre a provocare impatti organizzativi all'interno dell'impresa, produce conseguenza nell'ambiente esterno.

Per esempio, una politica di sviluppo degli investimenti interni, aumentando il livello dei volumi produttivi, tende a provocare un'automatica dilatazione dell'offerta complessiva, generando in alcuni casi effetti destabilizzanti sull'equilibrio del settore stesso. Tipico è l'effetto sui prezzi e sulla dilatazione delle condizioni di pagamento, che si modificano quando si incrementa la capacità produttiva aggregata.

La soluzione esterna, invece, non comporta alcuna variazione dei volumi produttivi, trasferendo solo quote di produzione da un soggetto economico a un altro, e quindi risulta, almeno nel breve periodo, neutrale rispetto alla situazione *ex ante*. Tuttavia anche la crescita esterna può provocare effetti destabilizzanti sul sistema economico; il problema si pone quando la crescita conduce a posizioni di tipo monopolistico, che alterano il normale gioco competitivo.

In realtà le imprese fanno ricorso anche a una terza opzione, per certi versi simile alla crescita esterna, ma non perfettamente

normativa di controllo esercitata dalla Consob e dell'eventuale parere di congruità richiesto alla società di revisione. Un caso diverso, ma comunque frequente, riguarda poi le acquisizioni effettuate da società multinazionali estere, dove l'iter del processo è ulteriormente complicato da fattori macroeconomici e sociali, come, per esempio, la valutazione del rischio paese.

coincidente; si tratta della cosiddetta “crescita di tipo contrattuale”. Questa soluzione si può considerare come una situazione intermedia, poiché accomuna alcune caratteristiche tipiche delle due opzioni originarie; nonostante la varietà delle forme organizzative che si possono concretamente presentare, essa viene comunemente definita come un’ alleanza strategica. Secondo quest’ ottica, le acquisizioni potrebbero essere interpretate come forma più rigida e meno reversibile di accordo tra imprese. È interessante notare che frequentemente l’alleanza strategica è considerata alla stregua di una soluzione anticipativa della successiva acquisizione, sotto questo profilo essa rappresenta un utilissimo banco di prova per verificare la bontà dei presupposti che motivano la strategia acquisitiva. Per alcuni manager l’alleanza strategica rappresenta proprio il passo indispensabile per diminuire i rischi di insuccesso tipici dell’ acquisizione. Non ultimo, l’alleanza strategica ha il pregio di rappresentare una scelta di grande flessibilità, dal momento che, salvo casi particolari, l’opzione è facilmente reversibile. Per esempio, in una ricerca¹¹ sulle acquisizioni internazionali (Colombo e Conca, 2002) si dimostra come l’impatto di precedenti alleanze produca un effetto positivo e maggiore nei primi due anni dopo la stipulazione del contratto di acquisizione rispetto alle acquisizioni effettuate senza una precedente alleanza. Inoltre si dimostra anche che l’effetto aumenta con il passare del tempo, mentre in assenza di relazioni collaborative pregresse la situazione positiva non solo è inferiore dopo un anno, ma tende anche a decrescere.

Un’ ulteriore conferma sull’ opportunità di utilizzare lo strumento dell’ alleanza strategica proviene dall’ analisi dei dati effettuali in

¹¹ Osservatorio M&A Findustria, *Le alleanze strategiche: processi, motivazioni, risultati*, 2002.

una ricerca svolta nell' ambito dell'Osservatorio M&A dell' Università Bocconi su un campione di 368 imprese operanti nei principali settori economici che hanno stretto alleanze strategiche nel periodo 1994-2001.

Quasi un terzo delle alleanze osservate hanno portato alla successiva acquisizione, mentre solo il 7 per cento hanno fallito l'obiettivo iniziale determinando la rottura del rapporto iniziale.

Considerando che ben il 57 per cento delle alleanze sono proseguite, si può dedurre che tale opzione si è rivelata uno strumento di notevole interesse e di grande portata strategica per le imprese che l'hanno attuata, indipendentemente dalla possibile acquisizione successiva.

Pertanto, alla luce dei dati esposti, si può trarre la conclusione che le alleanze strategiche stipulate antecedentemente l'acquisizione determinino una concreta spinta verso la successiva acquisizione e provochino nel contempo un influsso positivo sulle performance dell'acquisizione, a conferma della tesi precedentemente esposta.

1.3 La crescita esterna come strumento di gestione strategica

Le imprese sono organizzazioni spinte da obiettivi di sviluppo che perseguono con circosanza e determinazione lungo tutto il loro ciclo vitale, denotando un atteggiamento di istintivo orientamento alla crescita. Le ragioni che spiegano questa inclinazione hanno una duplice natura: coesistono infatti spiegazioni del fenomeno sia in

una sfera soggettiva sia in una oggettiva. La sfera soggettiva riflette le componenti di natura psicologica che influenzano i processi decisionali, mentre quella oggettiva attiene al lato razionale e aziendale del problema.

La crescita rappresenta un fattore presente nel DNA delle imprese e del management, non fosse altro per il semplice motivo che l'individuo (e le istituzioni che egli governa) si sente realizzato principalmente quando affronta progetti sfidanti, che incorporano interessanti prospettive future, progetti a elevato rischio ma di potenziale successo. In questo processo le componenti di natura psicologica giocano un ruolo primario.

Il meccanismo dell'orientamento alla crescita comporta una forma di edonismo nei confronti delle proprie capacità, alle quali vengono posti limiti sempre più spinti e avanzati¹²: il desiderio e l'ambizione di raggiungere posizioni di successo rappresentano una leva fondamentale in molti individui.

Il tema della crescita non può essere affrontato in modo disgiunto da quello degli obiettivi, dal momento che tra i due fenomeni esiste una correlazione molto stretta. È raro osservare imprese che, sen non per motivi prettamente contingenti o di breve periodo, si pongono obiettivi di sviluppo limitati, oppure obiettivi di mera sopravvivenza inerziale.

Se da un lato la pressione competitiva conduce a ricercare con costanza nuove opportunità di sviluppo per aumentare la distanza dai principali *competitors*, dall'altro la struttura stessa del mercato spinge a dimensioni sempre crescenti, in assenza delle quali

¹² Interessante è la ricostruzione del comportamento dei manager statunitensi negli anni Sessanta, nella quale vengono messi in rilievo gli aspetti psicologici relativi alla grande fiducia in se stessi e alla convinzione di essere elemento di unicità e indispensabilità nel contesto aziendale: G.DONALDSON, *Corporate Restructuring*, Boston, Harvard Business School Press, 1994.

risulterebbe difficile raggiungere posizioni dominanti e risultati significativi.

Ovviamente l'orientamento alla crescita non rappresenta un modello di comportamento di validità generale, anche se a lungo termine è difficile pensare a situazioni aziendali nelle quali il successo possa essere raggiunto senza rispondere a stimoli di crescita. È anche vero che le imprese non sono costantemente sottoposte a uno stress da crescita.

Lungo il ciclo di vita di ogni impresa si susseguono, infatti, fasi di evoluzione e di rivoluzione¹³ con cadenze varie e discontinue; esistono momenti nei quali ci si trova a operare in contesti di difficoltà e di crisi, affrontabili con interventi di ristrutturazione, e talvolta di revisione complessiva dell'assetto strategico di fondo.

Anche in questi momenti, nonostante l'obiettivo prevalente sia volto al recupero di una situazione problematica, le decisioni sono prese in funzione di obiettivi di crescita e di sviluppo successivo¹⁴.

Sono situazioni aziendali ricorrenti: la ristrutturazione organizzativa necessaria per fronteggiare i salti dimensionali critici o per affrontare processi di sviluppo internazionale, le dismissioni di attività non strategiche per potenziare il *core business*, il risanamento finanziario per la crescita¹⁵.

In un certo senso è come se la crescita diventasse una normale condizione di esistenza dell'impresa stessa, perdendo quasi il

¹³ L.GRENIER, *Evolutione and Revolution as Organisations Growth*, Harvard Business Review, July- August 1972.

¹⁴ Anche se il processo evolutivo delle imprese è influenzato da fattori che si combinano tra loro in modo talvolta casuale e difficilmente prevedibile, molti studiosi hanno cercato di individuare leggi o comportamenti in grado di spiegare il funzionamento delle imprese lungo il percorso di crescita; un'analisi convincente sulle difficoltà legate a questo filone di studi, con particolare riferimento ai motivi per cui lo sviluppo delle imprese deve necessariamente procedere per cicli, è proposta da C.DEMATTE', *Modello di gestione e ciclo di vita delle imprese. Economia e Management*, n. 3, maggio- giugno, 2001, pp. 5-7.

¹⁵ Sulla necessità e sulle modalità operative di gestione della fase di ristrutturazione per il recupero della crescita si veda R. CENCIARINI, *Ristrutturazione e crescita. Le strategie adottate dalle imprese di successo*, Milano; Giuffrè, 1998, p.55 e ss.

connotato di obiettivo a cui tendere, e trasformandosi in un vincolo interno¹⁶.

La spinta alla crescita è correlata al mutamento dello scenario economico di riferimento, che in alcuni momenti impone la necessità di una revisione dei modelli strategici, obbligando talvolta le imprese a un difficile e repentino sforzo di cambiamento.

In questi ultimi anni sono radicalmente cambiati i criteri ritenuti basilari per competere con successo: basti pensare alla sostituzione del modello dell'impresa materiale (impresa-fabbrica) con il modello dell'impresa de materializzata (impresa che progetta), passaggio che valorizza l'imperativo delle competenze rispetto a quello, in parte superato, del valore aggiunto produttivo. Peraltro, non vi sono dubbi sul fatto che il successo dell'impresa sia sempre più condizionato da fattori di natura immateriale. In questo contesto assume grande rilevanza non solo la capacità di sapersi muovere in coerenza con il dinamismo del mercato (orientamento proattivo)¹⁷, ma anche la capacità di allocare dinamicamente le risorse, secondo schemi nuovi e direzioni talvolta poco esplorate.

La crescita comporta pertanto la necessità di riorientare l'organizzazione dell'impresa verso nuovi obiettivi: sviluppo di nuovi prodotti/servizi, gestione della relazione con il cliente e il mercato, introduzione di logiche distributive alternative, utilizzo di competenze operative e logistiche, presidio e sfruttamento della

¹⁶ Come afferma Gardi «...l'impresa si rivela essere prima di tutto un sistema preordinato alla crescita»; F.GARDI, *Fusioni e altre combinazioni di imprese*; Milano; Egea, 1990, p.4.

¹⁷ Alcune riflessioni finalizzate a definire un modello di rappresentazione della realtà di tipo proattivo sono presenti nel lavoro di V.CONCA, «Management intelligence e pianificazione», n. 20, aprile- maggio 1991; per un' approfondita analisi sulle modalità di sviluppo dell'impresa proattiva si veda il lavoro di E.VALDANI, *Marketing strategico. Un' impresa proattiva per sviluppare capacità market driving e valore*, Milano, Etas, 1995.

variabile tecnologica e, infine, ampliamento del raggio d'azione a livello internazionale.

La sensibilità e l'attenzione del management verso questi problemi rappresentano le condizioni fondamentali per la crescita.

A questi motivi di necessità strategica si aggiungono anche considerazioni di altra natura, che rinforzano le spinte alla crescita; è infatti facile dimostrare che in momenti di crisi e di difficoltà proprio le imprese di maggiori dimensioni denotano una capacità di sopravvivenza maggiore rispetto alle imprese minori. Anche se gli obiettivi di crescita possono essere raggiunti attraverso un intenso sforzo di investimento interno, può accadere che le imprese non abbiano né il tempo né le competenze necessarie per raggiungerli nelle modalità desiderate. In questo caso all'investimento interno si affianca l'opzione alternativa della crescita esterna, disponibile o come soluzione complementare oppure totalmente sostitutiva.

A questo punto sembra doveroso ricordare che la crescita di per sé non è utilmente perseguibile se non accompagnata dalla possibilità di creare nuovo valore; il tema del valore diventa pertanto elemento centrale nell'analisi delle strategie di crescita, anche perché le alternative disponibili comportano differenti effetti sul valore.

Ampio è stato il dibattito accademico sui principi di fondo che hanno introdotto e diffuso la teoria della creazione del valore, a partire dalle fondamentali riflessioni di Rappaport¹⁸, che per primo ha individuato le premesse di un nuovo orientamento aziendale, fino alla sintesi estrema contenuta nel Manifesto dell'impresa-valore¹⁹, dove si riflette sulla ricerca di un nuovo modello di

¹⁸ La logica del metodo del valore azionario e le conseguenze pratiche per la sua ottimizzazione sono ampiamente descritte da A. RAPPAPORT, *La strategia del valore*, Milano, Angeli, 1989, p.64 e ss.

¹⁹ L. GUATRI, «Manifesto dell'impresa valore. Appello a un comune impegno per la definizione dell'impresa moderna», introduzione al convegno *Valori di capitale*

impresa, che sappia in qualche modo collegare le esigenze di una rivisitazione teorica dell' impresa moderna con il necessario pragmatismo che la deve accompagnare.

L'obiettivo principale di molti studiosi, è stato quello di contribuire agli sforzi di ricerca nell' ambito specifico degli strumenti di gestione per la creazione di valore, proprio in relazione a quanto Guatri osserva allorchè sottolinea la necessità di una ricerca sistematica e continua di tutte le opportunità per accrescere il valore dell' impresa²⁰. Per rispondere a questa esigenza ci si può ricondurre in prima istanza al modello delle "leve del valore"²¹, nel quale si individuano sei aree specifiche di possibile intervento, in ognuna delle quali si pone attenzione a specifiche iniziative operative, che rappresentano in concreto le soluzioni percorribili (le leve) per creare valore.

Il modello è molto articolato, in quanto affronta il problema sotto tutte le prospettive dalle quali possono sprigionarsi positivi effetti sul valore: dalla prima area di riferimento, ovvero quella degli obiettivi, si giunge all' ultima, quella relativa alle iniziative operative nel campo della relazione con il mercato finanziario.

Lo spettro delle iniziative disponibili in ogni area specifica delinea una traccia operativa di riferimento; la possibilità di ricorrere all' utilizzo di più opzioni contemporanee, a parità di condizioni, aumenta la probabilità di generare valore. Il modello dimostra la sua razionalità proprio attraverso la sequenzialità dell' approccio; infatti obbliga inizialmente a uno *screening* più strategico (le aree aggregabili), per passare successivamente alle scelte di livello più

economico e valori di mercato delle imprese: quali strumenti per attuare i divari?, Milano, Università Bocconi, novembre 1992.

²⁰ L. GUATRI, «La creazione di valore per vie esterne», in *Strategie e organizzazione delle aziende. Scritti in onore di C. Masini*, tomo II, Milano, Egea, 1993.

²¹ G.BRUGGER, «L'analisi delle strategie di creazione di valore delle imprese» *Italia Oggi*, n. 20, 1994.

operativo. In sintesi, a ogni impresa è lasciato il compito di valutare in base alla propria capacità di interpretazione del contesto di riferimento:

- Quali aree incorporano il migliore potenziale di successo;
- Quali leve sono concretamente manovrabili all' interno di ogni area;
- Quale livello di risultato è associabile a ogni leva;
- Quali sono i tempi di risposta in funzione di ogni specifica manovra.

Esistono tuttavia altri modelli di approccio al problema, meno articolati rispetto al precedente ma altrettanto utili per la loro sinteticità e chiarezza logica.

Particolarmente significativi sono i modelli sviluppati da primarie società di consulenza internazionali, alcuni dei quali affrontano il tema del valore con prospettive particolari; la validità di questi approcci proviene dalle esperienze di successo ottenute nell' applicazione dei modelli in differenti progetti e in specifici contesti aziendali.

A titolo esemplificativo ricordiamo il famoso pentagono ideato dalla società statunitense di consulenza McKinsey per la valutazione dei differenziali di valore e il più recente contributo di Bennett Stewart con l'introduzione del modello dell' *Economic Value Added* (EVA)²².

Ogni approccio ha contribuito a fornire una spinta decisiva alla diffusione della cultura del valore, vuoi per la capacità di rafforzare i principi di base, vuoi per l'esigenza, derivante dalla pratica professionale e della consulenza manageriale, di indirizzare le

²² G. BENNET STEWART III, *La ricerca del valore. Una guida per il management e gli azionisti*, Milano, Egea, 1998.

imprese alla ricerca di concrete soluzioni di attuazione delle strategie più opportune.

Il modello del pentagono McKinsey²³ è stato senza dubbio innovatore, in quanto per primo ha posto l'enfasi sul concetto di differenziale progressivo di valore (per giungere sino al massimo valore potenziale di mercato dell'impresa), sulla base dell'intuizione che il differenziale dipende dalla capacità di percepire l'esistenza di spazi di miglioramento e di intervenire conseguentemente con particolari iniziative di ristrutturazione.

Il modello ha suscitato un notevole interesse non solo scientifico ma anche applicativo (soprattutto in relazione ai *takeovers* ostili), ponendo in evidenza l'esistenza di diversi soggetti economici, ognuno dei quali può avere differenti percezioni sul valore della medesima impresa, in relazione alle specifiche sinergie che egli stesso è in grado di individuare e realizzare.

In questa prospettiva il valore dell'impresa tende ad assumere livelli crescenti, sulla base delle concrete capacità di intervenire sfruttando le sinergie percepite, sino a una determinata soglia, individuata come il valore massimo per un potenziale scalatore.

Tale modello è un valido supporto per il management in quanto aiuta a razionalizzare in che modo le diverse opportunità di ristrutturazione possano condurre a un incremento di valore dell'impresa.

Effettuata tale analisi, è possibile scegliere l'opzione che garantisce meglio il conseguimento degli obiettivi aziendali. Infatti preso atto del corrente valore di mercato, si deve calcolare il valore della società allo stato attuale (*company value as is*), quindi il valore

²³ T.COPELAND, T.KOLLER, J.MURRIN, *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*, New York, Wiley, 1990, p.35.

potenziale con miglioramenti interni, con miglioramenti esterni e, infine, a seguito di un ‘ eventuale ristrutturazione.

Va da sé che il valore di mercato deve essere continuamente comparato con il valore dell’impresa allo stato attuale (per capire se esiste un gap di percezione tra mercato e management), con i valori potenziali (per percepire le opportunità di crescita interna o esterna) e, infine, anche con il valore ottimale dopo la ristrutturazione (per calcolare il massimo valore potenziale per uno scalatore).

Il passaggio da una fase all’ altra evidenzia lo sforzo aziendale alla ricerca dei «gap di valore» da colmare attraverso interventi di riassetto operativo, di riassetto di portafoglio, di riassetto finanziario.

Potendo idealmente sommare tutte le opportunità identificate si giunge a determinare il massimo valore che l’azienda può conseguire e, quindi, a confrontarlo con la situazione di partenza.

L’utilità del processo è evidente, soprattutto nel caso in cui venga coordinato con opportuni sistemi di pianificazione e controllo.

Infatti, anche il management può identificare e monitorare costantemente i *value drivers*, può misurare l’ impatto di ciascuno di essi e, infine, dopo aver assegnato le relative priorità, può lanciare una serie di piani di azione per realizzare effettivamente le opportunità percepite. Questo approccio al problema ha consentito di comprendere l’esistenza di differenti livelli di sinergie, associabili a categorie specifiche di potenziali investitori.

2. LE OPERAZIONI DI M&A

2.1 Aspetti generali

Per una migliore comprensione dell' ottica secondo la quale verranno affrontate in questo lavoro le operazioni di crescita esterna, è opportuno fare chiarezza sulle definizioni e sulla terminologia che verranno adottate.

Per crescita esterna in senso stretto si intendono le operazioni realizzate mediante l'acquisizione di quote azionarie o di attività di altre imprese, il cui controllo passa quindi a un nuovo soggetto economico (impresa acquirente).

Osservando il fenomeno dal punto di vista degli effetti, appare logico operare una prima distinzione tra le acquisizioni che sottendono un obiettivo di integrazione rispetto a quelle che lasciano immutata l'autonomia gestionale dell' impresa acquisita.

La distinzione è fondamentale per comprendere il rapporto di complementarietà esistente nella terminologia di uso corrente, che separa le operazioni da quelle di fusione. Infatti, l'unicità dell' assetto proprietario non rappresenta la condizione fondamentale per un' attività di collaborazione e di eventuale integrazione.

Dove l'acquisizione configura un' operazione di trasferimento del controllo di un' attività mediante un passaggio di proprietà, la fusione può essere considerata come lo strumento tecnico che sancisce a livello formale l'integrazione tra le società.

L'acquisizione anticipa la fusione, mentre quest' ultima spiega, di fatto, come le imprese intendono operare a livello organizzativo.

I termini in questione possono assumere significati differenti in relazione al contesto ambientale di riferimento. Nei paesi

anglosassoni i termini *merger and acquisition* sono complementari, al punto tale che la società acquirente e quella acquisita vengono rispettivamente chiamate *incorporante e incorporata*²⁴. Al contrario nel contesto italiano i termini sono ben distinti e non sembrano legati da un rapporto di complementarità. Pertanto, a prescindere da ogni indicazione giuridica e di assetto societario delle imprese coinvolte, i termini acquisizione e fusione possono essere utilizzati come sinonimi.

Con l'espressione «acquisizioni d'aziende» s'intende fare riferimento, in via generale, ad ogni modalità con cui si riesce a conseguire il possesso totale o il controllo di un'azienda. Pertanto, essa si intende a comprendere: gli acquisti e gli apporti (derivanti da conferimenti o scissioni) di aziende o di rami aziendali; le fusioni.

È evidente che in tutte queste operazioni è riscontrabile un obiettivo comune, sostanzialmente individuabile nella volontà di ottenere un aumento significativo delle dimensioni dell'attività, di procurarsi nuove risorse e competenze e valorizzare quelle di cui già si dispone, di catturare nuovi valori, quindi di conquistare, di conservare o di potenziare un vantaggio competitivo.

Le acquisizioni rappresentano una categoria eterogenea, in quanto in esse confluiscono operazioni molteplici e talvolta parzialmente diverse; esse comunque rientrano nelle operazioni di finanza straordinaria²⁵.

In linea generale, il termine acquisizione è usato in occasione di negoziazioni afferenti:

²⁴ P.A.GAUGHAN, *Merger and Acquisition*, New York, Harper & Collins, 1991.

²⁵ Per un'analisi ragionata sul tema si veda P. JOVENETTI, «Le operazioni di finanza straordinaria», in L. GUATRI. (a cura di), *Trattato di economia delle aziende industriali*, Milano, Egea, 1988.

- le quote(o parti di esse) rappresentative il capitale;
- la totalità delle attività aziendali (acquisizione di azienda);
- i rami aziendali;
- alcune specifiche attività.

A ben vedere, per quest' ultima categoria si tratta di operazioni *sui generis* del tutto assimilabili alle classiche operazioni di investimento, anche se lo stato di funzionamento dell' attività acquisita in una realtà esterna le fa rientrare nella fattispecie delle acquisizioni.

Le operazioni più frequenti riguardano lo scambio di quote societarie, tuttavia sono sempre più diffuse le acquisizioni di rami aziendali o di specifiche attività.

A questo punto, ricollegandoci con quanto detto in precedenza, possiamo considerare la fusione aziendale come un'operazione straordinaria con la quale si realizza una concentrazione aziendale tra due o più società che assumono lo stesso soggetto giuridico. L'operazione di fusione è quasi sempre un'operazione di acquisizione, perché vi è sempre una parte che prevale rispetto all'altra. Però vi è una sostanziale differenza fra le due, poiché con l'operazione di acquisizione una società acquista un'altra, la quale resta giuridicamente autonoma; nella fusione, invece, la società che viene incorporata perde autonomia giuridica. In particolare in molti casi la fusione è seguente ad un'operazione di acquisto di un'altra società e successivamente si procede alla sua incorporazione, al fine di realizzare una integrazione con l'impresa di cui si è acquisito il controllo. La fusione rientra nel più vasto fenomeno della concentrazione ed integrazione fra più aziende, rappresentando la forma d'aggregazione aziendale più completa con l'unificazione sia giuridica che economica dei soggetti che vi partecipano. A seconda della tipologia prescelta, il risultato della fusione potrà essere il

complesso aziendale dell'incorporante, ristrutturato a seguito dell'unificazione del proprio patrimonio con quelli delle società incorporate, oppure, nella "fusione propria", un nuovo complesso produttivo, creato dalla compenetrazione dei patrimoni delle società coinvolte, con la nascita di una nuova "entità".

Per mezzo delle fusioni e delle acquisizioni, alle imprese si consente di entrare con tempestività in nuovi settori, quindi raggiungere una posizione di mercato in tempi brevi, riducendo la pressione della concorrenza e riducendo le difficoltà tecniche e organizzative connesse all'aumento delle operazioni nei settori in cui si è già presenti²⁶. La maggior parte delle fusioni e acquisizioni trovano la loro ragion d'essere nell'obiettivo di ottenere sinergie: in particolar modo, le concentrazioni aziendali attuate mediante fusione, possono generare integrazioni di tipo orizzontale, verticale o conglomerale²⁷. Il concetto centrale di "sinergia", che sostiene la realizzazione di acquisizioni e fusioni, persegue la condivisione delle condizioni produttive che permette una riduzione del livello di risorse da impiegare rispetto al caso di gestione separata, o comunque un miglioramento quantitativo e qualitativo a livello del risultato a parità di impiego di risorse²⁸.

La fusione comporta sempre, in modo più o meno accentuato, crescita dimensionale dei soggetti coinvolti, modifiche di natura organizzativa, patrimoniale/finanziaria e cambiamenti nelle caratteristiche e modalità di svolgimento della gestione, influenzando i piani e programmi aziendali sia a breve che a medio-lungo termine. Le motivazioni che inducono le aziende ad operare

²⁶ K.RHODES, S.MATTHEW, S.VISWANATHAN, «Market valuation and merger waves», *Journal of Finance*, 2004, p. 2685-2718.

²⁷ A.CORTESI, *La crescita delle piccole imprese. Fusioni, acquisizioni, accordi*, Torino, Giappichelli Editore, 2001. P.11 e ss

²⁸ L.POTITO, *Le Operazioni Straordinarie nell'Economia delle Imprese*, Torino, Giappichelli Editore, 2004, p. 82 e ss.

una fusione possono essere determinate dal miglioramento degli aspetti operativi e di gestione (tecnologici, commerciali, produttivi, logistici, amministrativi) o di quelli finanziari. La fusione può, in base alla natura economica, essere considerata:

a) un'acquisizione d'azienda, assimilabile ad un'operazione di compravendita, di permuta o di conferimento d'azienda, con l'individuazione di una parte "dominante" che funge da acquirente e consegue il controllo sull'azienda unificata. In tale ottica, la fusione comporta sempre il trasferimento del controllo delle società incorporate o fuse ed una negoziazione dei termini dell'operazione fra parti indipendenti appartenenti a gruppi diversi, portatrici di interessi fra loro in contrasto. In questa ipotesi, nasce un negoziato incentrato sui valori economici delle aziende che partecipano all'operazione e, dunque, sul rapporto di cambio che può essere attribuito alle azioni o quote delle società che con la fusione vengono acquisite²⁹. Con una operazione di questo tipo si possono raggiungere ad esempio obiettivi in tema di sfruttamento di risorse immateriali di cui è provvista l'incorporata (brevetti, marchi, licenze know how, ecc.) o di utilizzazione di impianti o attrezzature specializzati non facilmente disponibili sul mercato o di sfruttamento di una rete commerciale capillare e particolarmente

²⁹ La letteratura sul controllo contrattuale esterno è vastissima: v. ex multis MUSSO, *Il controllo societario mediante "particolari vincoli contrattuali"*, in *Contratto e impr.*, 1995, p.19 e ss.; LAMANDINI, *Il "controllo". Nozioni e "tipo" nella legislazione economica*, Giuffrè, Milano, 1995, passim; TONELLO, *Il contratto di dominio nei gruppi di società: e se ne ritentassimo l'esame di meritevolezza?*, in *Contratto e impr.*, 1995, p. 1078 e ss.; NOTARI, *La nozione di "controllo" nella disciplina antitrust*, Giuffrè, Milano, 1996, p. 367 e ss.; PAVONE LA ROSA, *Divagazioni in tema di «controllo» e «gruppo» nelle aggregazioni societarie*, in *Contratto e impr.*, 1997, p. 508 e ss.; SBISÀ, *Società controllate e società collegate*, in *Contratto e impr.*, 1997, p. 339 e ss.; MUSSO, *Licenze di proprietà industriale e clausole di dominazione: alcuni recenti sviluppi del controllo contrattuale*, in *Contratto e impr.*, 1999, p. 351 e ss.; RIMINI, *Il controllo contrattuale*, Giuffrè, Milano, 2002, passim; e BOGGIO, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi. Ricostruzione di una disciplina*, Giuffrè, Milano, 2007, passim.

efficiente, o, ancora, di eliminazione di concorrenti per assicurarsi rapidamente il controllo della maggior possibile quota di mercato. La fusione configurabile come un'acquisizione d'azienda può non comportare alcuna modifica nella composizione degli organi amministrativi e di controllo dell'incorporante, nel suo oggetto sociale e nella composizione del suo management ma, nella maggior parte dei casi, genera effetti di natura organizzativa (in ambito commerciale, produttivo, finanziario) nonché rilevanti modifiche nelle modalità di svolgimento della gestione;

b) un'operazione di riorganizzazione o ristrutturazione di aziende esistenti, senza che si abbia il trasferimento del controllo delle aziende incorporate e senza che possa ravvisarsi una operazione economica di scambio come nel caso precedente. Si tratta pertanto di operazioni svolte nell'ambito del medesimo gruppo di imprese, programmate ed eseguite in base ad un disegno organizzativo concepito dalla capogruppo, che coinvolge solo aziende del gruppo, per cui non si ha un trasferimento del controllo e non si determina una negoziazione economica fra gruppi portatori di interessi contrastanti. L'operazione, in quest'ipotesi, riguarda due o più soggetti controllati, anche indirettamente, da un solo socio e può comportare la creazione di nuove entità (fusione propria) anch'esse assoggettate al controllo del medesimo. Appartiene a questa categoria anche l'operazione di incorporazione di una controllata al 100% da parte della controllante-capogruppo;

c) un'unione fra aziende di dimensioni e valori economici sostanzialmente uguali, attraverso la quale si ottiene una partecipazione ed una gestione paritetica dell'azienda unificata, senza nessuna figura "dominante".

Dal punto di vista economico-aziendale la fusione rappresenta, insieme ad acquisizioni e ad apporti di complessi aziendali, uno

strumento per perseguire strategie di crescita dimensionale. Tale crescita può riguardare l'espansione in settori diversi, oppure il rafforzamento nel settore in cui l'azienda opera³⁰. Nel primo caso gli aziendalisti sono soliti parlare di strategia di diversificazione, mentre nel secondo caso si parla di concentrazione. Mediante la fusione, l'azienda riesce a rafforzare la propria capacità competitiva sul mercato e ad aumentare il proprio potere contrattuale. Appare evidente che tali strategie rivolte alla crescita dimensionale potrebbero essere perseguite attraverso mezzi diversi dalla fusione. In particolare l'azienda potrebbe raggiungerli per via interna, come si suol dire, ossia facendo ricorso alle risorse di cui dispone o realizzando appropriati investimenti; la condizione per crescere in tal modo, è il possesso delle risorse necessarie. Nella realtà accade raramente che singole imprese siano dotate di tali risorse; ciò spinge le aziende a fare ricorso a risorse esterne, ossia ad integrazioni con altre aziende³¹. A far pressione verso tale soluzione sono anche i, sempre più repentini, mutamenti economico-sociali ed il continuo aumento della complessità dell'ambiente in cui le aziende, oggi, si trovano ad operare. Fare ricorso a politiche di integrazione, magari attraverso una fusione con un'altra società, garantisce, quindi, il vantaggio di un risparmio di risorse cui si affianca quello di un miglioramento dimensionale in tempi brevi. Tuttavia a dispetto di tali vantaggi le fusioni comportano rischi notevoli. In primo luogo le aziende che partecipano alla fusione potrebbero non riuscire a modificare le loro strutture organizzative o le loro politiche di governo per introdurre un comune modo di pensare. In secondo

³⁰ L. BOONE, J. HAROLD MULHERIN, "How are firms sold?" *Journal of Finance* 62, 2007, p. 847-875.

³¹ O. WILLIAMSON, *Economies as an antitrust defense: the welfare trade-offs*, in "American Economic Review", vol. 58, n° 1, 1968, March, pp. 18-36.

luogo una fusione, specie se realizzata da aziende operanti nello stesso settore, può comportare una duplicazione di risorse provocando l'incapacità di sfruttare le stesse. E', dunque, necessario avvertire che, dal punto di vista economico-aziendale, una fusione è idonea al perseguimento degli obiettivi di crescita se e solo se le aziende che vi prendono parte riescono a realizzare un coordinamento organizzativo e ad evitare i possibili effetti di burocratizzazione e di scollamento.

2.2. Tipologie di M&A

La normativa civilistica non fornisce la definizione di fusione ma specifica, nella formulazione dell'art. 2501 del Codice Civile, che la fusione "può eseguirsi mediante la costituzione di una nuova società o mediante l'incorporazione in una società di una o più altre", limitandosi quindi ad indicare le diverse forme con cui si può realizzare.

Dalla lettura della norma e dalla prassi operativa si possono identificare le seguenti tipologie di fusione:

a) fusione propria o per unione o pura, nella quale le società partecipanti all'operazione si "estinguono" e danno origine ad una nuova entità giuridica; in tale situazione, i soci delle società partecipanti, a fronte dell'annullamento delle azioni o quote di partecipazione nelle stesse, ottengono azioni o quote della nuova

entità sulla base del rapporto di cambio tra nuove e vecchie azioni o quote.

In genere, questa tipologia di fusione, viene posta in atto nei casi in cui esiste una uguaglianza di fatto, sul piano economico-tecnico, tra le società partecipanti e s'intende dare rilievo a tale uguaglianza.

È chiaro che l'utilizzo di tale forma comporterà maggiori problemi, di natura organizzativa soprattutto, dovendo tutte le società subire un rallentamento, talora significativo, nel loro corrente funzionamento.

b) fusione per incorporazione, nella quale viene ad “estinguersi” la sola società incorporata mentre la incorporante effettua un aumento di capitale sociale con conseguente attribuzione ai soci della società incorporata delle relative azioni o quote, sulla base del rapporto di cambio tra nuove azioni o quote emesse e azioni o quote della incorporata che vengono contestualmente annullate³².

La fusione per incorporazione è il tipo di fusione che più frequentemente viene utilizzato data la sua minore onerosità rispetto alla fusione per unione, in termini di costi legali e amministrativi, in quanto con essa non è necessario procedere all'estinzione di tutte le società partecipanti, e sostenere i costi relativi alla creazione di una società nuova (fusa) in sostituzione delle due preesistenti, ma semplicemente integrare una o più entità in un'altra già esistente.

Questa forma di fusione è la più utilizzata anche perché in genere, in queste operazioni, c'è sempre una delle società partecipanti che per effetto del proprio assetto patrimoniale, per volume di attività, per storia, per posizione occupata sul mercato o per immagine, ha di

³² In entrambe le forme di fusione avviene un concambio, perché i soci della società fusa o incorporata si vedono sostituire le azioni o quote possedute in essa con quelle della società risultante dalla fusione o incorporante. Tuttavia nella fusione per incorporazione può anche non verificarsi il concambio qualora la società incorporante detenga già la partecipazione totalitaria nella società incorporata e provveda, a seguito della fusione, ad annullare tale partecipazione.

fatto un ruolo di preminenza, ed è essa ad assumere l'iniziativa dell'operazione e che si occupa poi di integrare e amalgamare i sistemi aziendali partecipanti alla fusione.

La fusione per incorporazione viene preferita soprattutto perché consente la retrodatazione degli effetti contabili e fiscali, circostanza non realizzabile nella fusione per unione, per evidenti ragioni tecnico-giuridiche. Peraltro la fusione per unione potrebbe essere dettata da esigenze di "brand", ovvero di far nascere un nuovo soggetto contraddistinto da un nuovo marchio e da una nuova denominazione sociale: detto ostacolo può ben essere superato procedendo al cambiamento della ragione sociale di una delle società partecipanti alla fusione, ed assegnandole il ruolo di incorporante nella fusione, in questo modo si può procedere all'incorporazione sfruttando una "struttura giuridica" già esistente.

In questa stessa categoria della fusione per incorporazione possiamo poi ulteriormente distinguere altri tipi di fusione:

b1) fusione per incorporazione di società fra le quali esiste un rapporto di partecipazione e ove sono incluse le seguenti principali sotto-tipologie:

- fusione per incorporazione di una società posseduta al 100% (c.d. fusione anomala)
- fusione per incorporazione di una società posseduta almeno al 90%
- fusione per incorporazione inversa nella quale la società controllata incorpora la controllante (c.d. fusione inversa)
- fusione per incorporazione a seguito di acquisizione con indebitamento (c.d. leverage buy-out) ; tale operazione, nella sua forma più semplice prevede la costituzione di una nuova società (destinata a fungere poi da incorporante) la quale, con i mezzi finanziari ottenuti concedendo in garanzia i beni della società

incorporanda, procede all'acquisto della stessa ed alla sua successiva fusione per incorporazione.

b2) fusione per incorporazione di società fra le quali non esiste un rapporto di partecipazione (ad esempio nel caso in cui la società A - posseduta dal socio X - fonde per incorporazione la società B - posseduta dai soci Y e Z - e la società risultante dalla fusione A+B avrà come soci X, Y e Z)³³.

Questa divisione delle varie tipologie di fusione si basa sull' OIC n.4 il quale afferma che in base all' ordinamento giuridico esistente una fusione aziendale può essere eseguita tramite le due modalità precedentemente enunciate.

Possiamo però considerare un' ulteriore suddivisione riferendoci ai settori/mercato di appartenenza delle imprese coinvolte.

- Le fusioni orizzontali, costituenti la maggior parte delle fusioni, tendono soprattutto al rafforzamento competitivo sotto la spinta di un macroambiente che muta e si amplia.

Tali fusioni avvengono quando l'acquisizione riguarda un'impresa operante nello stesso settore/mercato; per sua natura, questo tipo di operazione porta ad un aumento del tasso di concentrazione del mercato nonché ad una conseguente riduzione del tasso di competitività del medesimo. L'effetto immediato di una acquisizione orizzontale è quello di aumentare la quota di mercato dell'impresa acquirente dal momento che, come è facilmente intuibile, essa andrà ad assorbire la quota dell'impresa acquisita.

Questa tipologia di M&A è tra le più comuni poiché si ritiene che quando due imprese operano in uno stesso settore, è relativamente più semplice realizzare un'integrazione tra le due strutture.

³³ Fusione e Scissione, Organismo Italiano di Contabilità, OIC n.4., Gennaio 2007.

In mercati che dilatano le proprie dimensioni anche abbattendo, e comunque modificando, i tradizionali confini, dove l'accesa concorrenza pone continuamente in gioco il ruolo e gli spazi operativi delle aziende esistenti e i rischi di essere oggetto di conquista diventano più evidenti, l'integrazione con altre aziende operanti nei medesimi o in contigui segmenti di mercato assicura, anche attraverso l'allargamento della quota di mercato, il consolidamento delle posizioni raggiunte e pone le premesse per sviluppi futuri.

Le maggiori capacità di produzione/vendita realizzabili con questo tipo di fusione consentono altresì di raggiungere incrementi di fatturato proporzionalmente superiori agli incrementi dei costi fissi, determinati inevitabilmente dal rafforzamento degli assetti tecnici e commerciali e delle strutture richiesto dai nuovi contesti competitivi, rendendo così possibile il conseguimento di economie di scala. Le quali, tuttavia, restano anche dipendenti dal modo con cui si realizza l'integrazione tra le aziende, nel senso che occorre riuscire a impedire che essa produca perdite di efficienza .

Un' accresciuta redditività è altresì conseguibile dalla possibilità di innalzare i prezzi di vendita, grazie al maggiore potere di mercato acquisito, e dalla riducibilità dei costi variabili, effetto delle probabili economie dimensionali, sia nella fase degli acquisti dei fattori produttivi, sia in quella della vendita di prodotti e servizi.

In fusioni di tipo orizzontale potremmo considerare rientranti anche quelle che si prefiggono come obiettivo non solo il rafforzamento, ma anche l'estensione dell' ambito competitivo, quando sono indirizzate verso aziende che agendo nello stesso o in settori strettamente contigui dispongono però di competenze e di risorse tecniche o di marketing differenti e complementari e capaci di generare relazioni sinergiche. Queste aggregazioni, definibili più

propriamente *concentriche*, consentono non solo di accrescere l'offerta ma di migliorarla, di apprestare nuovi servizi, di proporre nuovi prodotti o nuove funzioni d'uso dei precedenti, di penetrare in nuovi mercati, oltre che sviluppare quelli tradizionali.

Le fusioni con aziende operanti nel medesimo settore possono anche servire allo scopo di pervenire all'eliminazione di concorrenti.

Infine, c'è da osservare che quando coinvolgono grosse imprese, tali fusioni possono apportare profonde modifiche al settore, con la conseguenza che le imprese che vi operano devono mutare il proprio modo di competere.

- Le fusioni verticali riguardano l'acquisizione di un'impresa che, invece, opera ad un livello differente della medesima filiera produttiva (per esempio l'acquisizione di un cliente o di un fornitore), o che produce prodotti complementari, è chiamata acquisizione verticale.

Questa tipologia di operazioni permette all'acquirente di avere un maggior controllo di alcune delle variabili e degli elementi presenti nella filiera produttiva, internalizzando le esternalità, riducendo gli sprechi e i rischi e aumentando il suo potere di mercato.

A differenza della tipologia precedente, questa risulta meno diffusa a causa delle maggiori difficoltà che connotano la sua realizzazione.

Le fusioni verticali consentono di espandere l'attività a stadi contigui dei processi produttivi nei quali si agisce: sia in senso ascendente (imprese che si fondono con le fornitrici dei propri fattori produttivi), sia in senso discendente (imprese che si fondono con le utilizzatrici o con le distributrici dei propri prodotti).

L'obiettivo principale in questi casi è l'assunzione del diretto controllo delle forniture dei materiali (o dei semilavorati) occorrenti, ovvero del collocamento dei propri prodotti; un modo per rendere coerenti con la propria impostazione imprenditoriale l'attività di

altre imprese rappresentanti le abituali fornitrici o le proprie naturali clienti.

L'integrazione può essere completa oppure parziale: in questo secondo caso naturalmente la fusione solo in parte elimina la necessità di continuare a operare con terzi (a monte o a valle).

Acquistare il controllo delle forniture o degli sbocchi implica:

- l'ottenimento di maggiore potere di mercato;
- il rafforzamento dell'autonomia nei settori in cui agisce;
- una più elevata capacità di contrastare in questo modo l'ingresso o l'azione di altre imprese.

Con una fusione ascendente, per esempio, è possibile assicurarsi in modo duraturo ed esclusivo le produzioni di imprese in possesso di competenze distintive, grazie alle quali acquisire nuovi vantaggi concorrenziali. In una fusione discendente, un'impresa di produzione potrebbe garantirsi la permanente disponibilità di imprese commerciali dotate di reti di vendita particolarmente efficienti ed esperte, in grado di valorizzare al massimo la qualità e le caratteristiche distintive dei propri prodotti. La fusione con imprese a valle ha di frequente l'obiettivo di entrare in contatto con il mercato, di poterlo controllare al meglio, di poterne conoscere meglio i bisogni e le esigenze e coglierne tempestivamente i mutamenti.

Il conseguimento di una coerenza con i propri modi di operare significa in particolare riuscire, in una integrazione ascendente, ad ottenere materiali che meglio rispondono per qualità, caratteristiche, tempi di preparazione e consegna, ai propri tradizionali standard produttivi e di marketing e, in una integrazione discendente, a commercializzare e distribuire i prodotti in modo più rispondente alle politiche e agli orientamenti perseguiti, e a utilizzare al meglio le capacità produttive e le risorse di cui si ha la disponibilità. Si

ottiene dunque una più efficace protezione della qualità dei propri prodotti e servizi.

Le fusioni verticali possono dunque consentire vantaggi di notevole regolarità, sia delle forniture, sia degli sbocchi, nonché l'eliminazione di una serie di oneri che comunque sono legati al negoziare con altre imprese. Favoriscono, inoltre, economie di costo, nella misura in cui è possibile unificare alcune funzioni generatrici di costi fissi e tenendo conto che si ottiene la possibilità di controllare un più elevato differenziale tra ricavi e costi complessivi; accrescono i rendimenti nell'utilizzazione delle risorse disponibili; aumentano la forza contrattuale; contribuiscono a raggiungere una più ampia e approfondita conoscenza dei mercati.

Ma tali fusioni possono anche presentare effetti negativi legati alla perdita di flessibilità operativa, specie se l'integrazione è totale, giacché si rinuncia alla eventuale diversificazione dei mercati di collocamento o alla possibilità di modificare volumi, tempi e fonti degli acquisti. Specialmente l'integrazione a monte può impedire in alcuni momenti di fare acquisti all'esterno che si presentano più convenienti o presso aziende che più repentinamente si sono adeguate ai cambiamenti in atto nel settore, offrendo processi e prodotti più aggiornati.

Non è da trascurare, inoltre, un aumento del rischio, in generale, dovendosi subire le conseguenze di congiunture sfavorevoli che possono colpire più stadi dei cicli produttivi. Infine potrebbero verificarsi aumenti nei costi generali e amministrativi.

- Le fusioni conglomerali (*unrelated acquisition*) si attuano integrando aziende che operano in aree di affari del tutto differenti sul piano tecnologico produttivo o per quanto riguarda i mercati.

In altre parole, si tratta della fusione tra imprese non provenienti dal medesimo settore³⁴.

Esse dunque si collocano all' estremo opposto delle integrazioni di tipo orizzontale che interessano invece aziende svolgenti la medesima attività. Nella realtà, si attuano integrazioni di vario grado tra questi due estremi, coinvolgenti aziende impegnate in aree che possono presentare correlazioni più o meno ampie o del tutto inesistenti.

In generale la fusione è la via preferita per l'ingresso in nuovi settori, la cui ragione può rinvenirsi nell'esigenza di trovare alternative allo sviluppo aziendale, posto che il settore nel quale si opera, per le caratteristiche della domanda o per la sua prevedibile evoluzione futura, o per il poco spazio operativo che comunque offre in relazione ai concorrenti presenti, non lascia presagire la possibilità di una crescita o non fa ritenere conveniente investire ulteriori risorse.

Spesso l'intento è di ridurre il rischio complessivo. La diversificazione delle attività svolte e dei mercati nei quali si opera conduce, come si comprende, a diversificare anche i rischi, mettendosi in condizione di sopportare più facilmente, compensandone gli effetti, congiunture che sfavorevolmente possono colpire uno dei settori nei quali si è impegnati e non tutti gli altri.

Altre volte la spinta a queste fusioni viene dal verificarsi di una significativa disponibilità di capacità e di risorse, di natura finanziaria, manageriali, nel campo della ricerca o nelle reti distributive e nel marketing, per le quali si tende a trovare opportunità di più vantaggiosa utilizzazione.

³⁴ G.ANDRADE, E. STAFFORD, "New evidence and perspectives on mergers," *Journal of Economic Perspectives* 15, 2001,103-120.

Un caso particolare si ha quando, avendo operato con successo in un certo campo di attività, un *management* vuole cimentarsi in nuove attività.

Se operazioni di questo tipo hanno successo, si possono conseguire, oltre ad economie di scala legate alla grande dimensione, rilevanti economie di scopo, attraverso l'utilizzazione in più ambiti di una stessa risorsa, sia fra quelle materiali sia fra le intangibili (per esempio, impianti, canali distributivi, conoscenze dovute a programmi di ricerca e sviluppo), non interamente utilizzata e quindi disponibile per l'uso in altri processi produttivi.

Attraverso questo tipo di fusione, l'impresa acquirente ha la possibilità di diversificare sia produzione che mercato. La mancanza di esperienza e familiarità dell'acquirente, rispetto al portafoglio di attività dell'acquisita, rende questo tipo di operazione più rischiosa e anche meno diffusa.

La diversificazione conglomerale, infatti, non è priva di rischi per i seguenti principali motivi:

- le unità produttive che si aggregano spesso continuano a godere di rilevante autonomia creando possibili problemi di coordinamento, quando carenze organizzative o di controllo impediscono di porre in atto tutti i necessari collegamenti.;
- le strutture possono crescere troppo dando luogo ad appesantimenti e rigidità;
- aumento eccessivo dei costi: a) il coordinamento può anche riuscire ma a costi troppo elevati; b) le dimensioni accresciute delle strutture possono rivelarsi troppo onerose;
- talora le conoscenze richieste dalle nuove attività non sono alla portata del vecchio *management*.

2.3. La valutazione delle aziende partecipanti

Nella maggior parte dei casi si pone il problema della determinazione del rapporto di cambio. Ossia del numero delle azioni o quote della società risultante dalla fusione che deve essere attribuito ai titolari delle azioni o quote delle società fuse. Il rapporto di cambio non va calcolato, naturalmente, se l'incorporante già possiede il capitale dell'incorporanda e nei limiti di tale processo (non essendoci in questo caso soci terzi che devono scambiare le proprie azioni o quote con quelle della incorporante)³⁵. Il calcolo del rapporto di cambio è fondamentalmente basato sulla valutazione del capitale economico delle società partecipanti all'operazione.

In primo luogo, è facile osservare che in questo caso non si tratta di valutare semplicemente un prezzo di cessione, così come avviene quando l'azienda è oggetto di compravendita. Ciò che prevale è l'importanza del reciproco rapporto esistente tra i valori delle aziende partecipanti all'operazione: non si vuole in definitiva sapere quanto effettivamente valgono le aziende in sé, ma piuttosto quanto ciascuna di esse vale in rapporto all'altra. Questo conduce a ricordare un secondo connotato che a queste valutazioni va assicurato, cioè l'omogeneità dei criteri che si adottano per la valutazione delle diverse aziende. A differenza di una cessione, si potrebbe per esempio procedere nelle valutazioni facendo riferimento a parametri determinati con criteri estremamente

³⁵ In giurisprudenza si ammette che il rapporto di cambio manchi anche quando i soci della incorporante e della incorporata sono gli stessi e partecipano nella stessa misura al capitale sociale delle due società (v. per esempio tribunale di Trieste 3 febbraio 1995, in *Le Società* n° 7/1995, con commento di PERUGGIA). Tale tipo di fusione, cosiddetta «a specchio», è molto frequente nella prassi.

prudenziali, perfettamente legittimi nel caso della fusione, se adottati con le stesse modalità e quindi in modo analogo per le diverse aziende, e così può dirsi per ogni altra variabile che la stima richieda: misure dei tassi, periodi di tempo considerati, e così via.

In proposito, tuttavia, si osserva che pur adottando criteri omogenei, e forse proprio grazie ad essi, si può dar risalto e valore a talune specifiche caratteristiche di una delle aziende partecipanti, scegliendo quei metodi, e le variabili da essi previsti, che meglio esaltino tali caratteristiche. In tal modo, peraltro, è anche possibile premiare, nella determinazione del concambio, quella azienda, cui si attribuisce il merito di recare il maggior contributo al sistema aziendale integrato che si sta per realizzare.

In ogni caso, come è evidente, l'esigenza della omogeneità non deve essere interpretata in modo irrazionale e acritico, giungendo ad adottare l'identico metodo di valutazione per esprimere i valori di due aziende di natura affatto diversa, nei quali le determinanti specifiche del valore sono differenti, come, per esempio, accade in una fusione tra un'impresa finanziaria e un'impresa industriale³⁶.

Nelle valutazioni di fusione potrebbero in astratto essere utilizzati tutti i metodi che si ritengono più opportuni, anche quelli con cui si perviene solo all'espressione sintetica del valore finale attribuito, essendo rilevante, la conoscenza di quanto ciascuna azienda vale rispetto all'altra (o alle altre) piuttosto che la grandezza stimabile in assoluto per ciascuna di esse.

Anche in questo caso, così come per altre operazioni straordinarie, occorre che il rapporto di cambio trovi ampia giustificazione in

³⁶ È quanto giustamente nota A. MIGLIETTA, *Valutazione nelle operazioni di Fusione*, Etas, 1991, p. 44. Precisa in proposito L. GUATRI, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2005, p.373: «La vera omogeneità non si gioca tanto sull'aspetto formale dell'identità delle formule, quanto sulle modalità con le quali esse vengono applicate».

metodi forniti di molta cautela e utilizzati con dati ottenuti e utilizzati con modalità dimostrabili; che affondino le loro radici nel passato delle aziende da valutare e che non siano esclusivamente basati su stime e previsioni soggettive. Inoltre, nei casi in cui è possibile, occorre la conoscenza dei valori correnti attribuibili alle attività dell'azienda da incorporare, allo scopo di poterle rivalutare. È per questo motivo, pertanto, che evitando l'uso esclusivo dei metodi basati solo su proiezioni orientate al futuro, è opportuno utilizzare più metodi, per dimostrare che la valutazione è accuratamente eseguita e ampiamente informata, e comprendendo tra essi un metodo (appare preferibile quello misto con il calcolo autonomo del *goodwill*) che fornisca l'indicazione di natura patrimoniale, cioè i valori assegnabili alle singole componenti attive e passive del capitale³⁷.

Una fusione validamente progettata e condotta dovrebbe di regola apportare un beneficio economico, consistente nella creazione di un sistema produttivo in possesso di un valore economico superiore alla somma dei valori economici assegnabili alle due o più aziende che si sono aggregate ipotizzando che fossero restate indipendenti. Logica vorrebbe, allora, che i valori di queste aziende ai fini del calcolo del rapporto di cambio fossero determinati sulla base del contributo che ciascuna di esse è in grado di apportare al nuovo sistema costituendo. Sicchè, la misura del valore assegnabile alle singole aziende dovrebbe partire dalla stima del valore economico di tale nuovo sistema, che andrebbe poi suddiviso tra le partecipanti all'operazione, in proporzione al loro rispettivo contributo.

³⁷ Su questo punto v L.GUATRI- M.BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2009, § 20.5, nonché L. BIANCHI, *Il giudizio di Congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il sole 24 Ore, 2002. Fra i giuristi, fa un ampio esame delle valutazioni nelle fusioni, C. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, 7**1, diretto da G. E. Colombo – G.B. Portale, Utet, Torino, 2004, p. 331 e ss.

Tale ripartizione non è affatto semplicemente ripartibile sulla base dei rispettivi valori economici determinabili in via separata. Ciò perché le variabili dei singoli sistemi risultano fortemente influenzate dal processo aggregante e vanno a configurarsi e a interagire diversamente: i prevedibili flussi reddituali e finanziari possono subire modificazioni, in senso positivo o negativo, sia nei tempi, sia nella loro misura; taluni elementi patrimoniali materiali o intangibili (come le competenze possedute) possono assumere maggiore rilevanza per effetto delle sinergie sviluppabili, mentre per altri può venire a mancare o ridursi l'utilità relativa.

E tutto questo accade in ogni caso, anche se per ipotesi le aziende fuse dovessero conservare una larga autonomia gestionale, continuando ad operare, per esempio, come aree strategiche dotate di autonomia o in separati stabilimenti. Sempre, i nuovi modi di competere, l'accentramento inevitabile di alcune funzioni, l'inserimento e il coordinamento nell'ambito dei piani globali aziendali, comporterebbero influenze e condizionamenti rilevanti sull'attività e sui risultati rispettivi.

Tutto questo serve a segnalare che occorrerebbe, nell'ambito del valore complessivo del nuovo sistema produttivo creato, riuscire a distinguere il concorso di ciascuna azienda partecipante, individuando quanta parte del valore dei patrimoni e dei flussi futuri sia dovuto a ciascuna di esse. Ma, come si capisce, questa possibilità, pur attraente, e pur convincente sul piano logico, trattandosi appunto di un'operazione di fusione, in pratica non riesce perseguibile, per molteplici difficoltà concrete che renderebbero privi di reale attendibilità i dati finali cui si perverrebbe. E, d'altra parte, tale ipotesi incontra ostacoli anche di principio, non essendo possibile accettare sul piano teorico che flussi futuri e patrimoniali, espressione unitarie di elementi

congiunti e complementari, e quindi inscindibili, possano essere osservati e misurati in modo frazionato, attribuendo le diverse parti a distinte origini³⁸.

Anche l'idea, autorevolmente avanzata, di attribuire in un'incorporazione tutto il maggiore valore generato dalla fusione alla incorporata, alla cui valutazione, quindi, di porrebbe per differenza tra il valore riconosciuto alla nuova combinazione e quello determinabile per la incorporante autonomamente considerata, potrebbe ammettersi solo nell'ipotesi in cui tutto il beneficio economico dell'operazione fosse giustificatamente assegnabile alla stessa incorporata, per i vantaggi, le competenze, le caratteristiche distintive, il patrimonio, che essa possiede e che le conferiscono una maggiore valenza rispetto alla incorporante.

In definitiva, nella prassi si rinuncia, nell'effettuare la stima dei valori delle aziende partecipanti alla fusione, al tentativo di ripartire il beneficio dell'operazione sulla base del presunto concorso a tale beneficio di ciascuna azienda, e il loro valore si determina dunque facendo l'ipotesi della continuità del loro esistere come soggetti autonomi (cosiddetta ipotesi di *stand alone*). In questo modo, si finisce per stimare le singole aziende tenendo più che altro conto del valore che ciascuna di esse mette in gioco nell'operazione cui va a partecipare.

Una certa considerazione, peraltro, del maggior contributo che una di esse si ritiene possa offrire all'operazione, può recuperarsi attraverso un'apposita scelta dei metodi di valutazione, con i quali si può, come già osservato, dare maggior rilievo a talune delle

³⁸ Tale problema nel quale ci si imbatte riflettendo sulle valutazioni di fusione è sempre stato fra quelli più intriganti di questo argomento. Si segnala, in particolare, quanto osservano: F.PEPE, *Studio sulle Fusioni di imprese di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1965, pp.79-82; R.PEROTTA, *Le Valutazioni di scissione*, Giuffrè, 2006, cap. terzo.

caratteristiche che contraddistinguono una delle aziende. Per esempio, dando un maggior peso a quei metodi che meglio si adattano ad esprimere gli andamenti e i risultati dell'azienda, il cui rilievo, ai fini della creazione del valore del nuovo sistema aziendale, si considera maggiore.

Probabilmente questa è la via più ragionevole per dare soluzione al problema. Perché indubbiamente l'ipotesi di *stand alone* lascia inappagato chi riflette sul senso dell'operazione di fusione.

È pertanto nella determinazione del rapporto di cambio che si può dare un peso all'apporto differenziato che si ritiene offrano le singole aziende alla fusione. Ovviamente, si tratta di un peso soggettivamente valutato e che quindi va spiegato in piena trasparenza, comunicando ogni informazione e ogni altro fattore su cui risulta fondato.

Si capisce bene che stime e giudizi di questo tipo non possono venire espressi se non si dispone delle strategie e dei piani formulati per il nuovo sistema aziendale che si va a creare.

Non è dunque pensabile che si attui una fusione senza disporre di tali elementi, nei quali trova in genere riflesso e quantificazione ciò che si intende fare e ciò che si attende dal futuro. Non è possibile determinare i rapporti di cambio prescindendo dalle future prospettive disegnate o attese concernenti il sistema aziendale che si sta decidendo di realizzare.

Alla luce di queste considerazioni, appare giusto allora che la Consob, in aggiunta alle informazioni dovute da ogni altra società, richieda in particolare alle società quotate che intendono procedere ad una fusione di dichiarare anche i programmi elaborati e di descrivere gli eventuali significativi effetti derivanti dell'

operazione sui fattori chiave che influenzano e caratterizzano l'attività svolta³⁹.

Il rapporto di cambio, però, non è solo il risultato del puro valore economico delle singole aziende. Spesso altri fattori, sia di natura economica (specie dei titoli rappresentativi del capitale, eventuale quotazione in borsa, e così via), sia di altra origine (interessi particolari del soggetto economico di una delle aziende, maggiore capacità negoziale, eventuali esigenze di concludere rapidamente l'operazione, eccetera) possono concorrere a modificare un rapporto di cambio espressione esclusiva dei valori economici.

L'importanza di questi ultimi, tuttavia, tende a rivalutarsi in quelle prassi, sempre più diffuse peraltro, che tendono ad affidare a consulenti esterni le valutazioni di fusione, e in ordinamenti, come il nostro, che prevedono la nomina di esperti indipendenti ai fini del controllo della congruità del rapporto di cambio fissato. In ogni modo, anche l'esistenza di altri fattori di diversa natura che possono influenzare il rapporto di cambio può alla fine indirettamente essere tenuta presente nella scelta del metodo di valutazione e nella determinazione delle variabili che esso prevede.

È chiaro che nell'ipotesi in cui ci sia effettivamente un confronto negoziale tra le parti, che siano indipendenti e dotate di un equilibrato potere contrattuale, le valutazioni dell'esperto in genere costituiscono un punto di partenza importante, cioè di cui tenere molto conto.

Se l'operazione, invece, consiste, come di frequente avviene in Italia, nell'incorporazione di una controllata da parte della sua controllante, le valutazioni sono il frutto di decisioni assunte da quest'ultima, piuttosto che il prodotto di una negoziazione.

³⁹ V. regolamento Consob di attuazione del d. lgs. 24.2.1998 n° 58 e relativi allegati 3A e 3B.

Nondimeno, proprio in questi casi, se la presenza di soci di minoranza è significativa e non si vuole dar luogo a sospetti di sorta, proprio i valori determinati da periti esterni indipendenti dovrebbero rappresentare il riferimento prioritario per il calcolo del rapporto di cambio.

2.4. Ragioni e conseguenze dei processi di M&A.

2.4.1. Motivazioni strategiche principali e secondarie alla base di tali operazioni.

In tutte le operazioni di finanza straordinaria è riscontrabile un obiettivo comune, sostanzialmente individuabile nella volontà di ottenere un aumento significativo delle dimensioni dell'attività, di procurarsi nuove risorse e competenze e valorizzare quelle di cui già si dispone, di catturare nuovi valori, quindi di conquistare, conservare o di potenziare un vantaggio competitivo.

Le acquisizioni d'azienda sono sostanzialmente spinte dalle medesime motivazioni che si riscontrano di regola nei vari tipi di accordi instaurabili tra le imprese, solo che le diverse forme di interdipendenza e/o di integrazione che questi implicano o determinano, risultano, con le acquisizioni, portate al loro grado estremo di realizzazione e rese stabili nel tempo. Le acquisizioni rappresentano, dunque, scelte definitive compiute tra le alternative che si prospettano percorribili alle imprese che intendono realizzare

processi di crescita, che conducano al miglioramento e al rafforzamento della propria posizione competitiva.

Conviene ricordare, a questo punto, che la creazione di valore per un'azienda si genera allorchè i rendimenti che essa è in grado di esprimere sono superiori alla remunerazione dei capitali ottenuti (mezzi propri e di terzi) e di cui essa ha potuto disporre per ottenere quei rendimenti⁴⁰.

In vista di un tale obiettivo, pertanto, le acquisizioni di compiono per due ragioni fondamentali: per accrescere il potere di mercato e per conseguire incrementi di efficienza.

Il maggiore potere di mercato è presupposto per conservare le posizioni raggiunte, potenziarle, accrescere il controllo sul mercato stesso, impedire nuovi ingressi nel settore, sconfiggere i concorrenti, ed è mezzo per incrementare i ricavi (maggiori volumi, prezzi più elevati).

Gli incrementi di efficienza inducono riduzioni di costo. Questi si collegano a tutte le economie che le maggiori dimensioni consentono, in ogni area e in ogni funzione aziendale. Anche l'area finanziaria trae giovamento dallo sviluppo dimensionale: ne risulta ampliata la capacità di ottenere credito, e di ottenerlo più facilmente e a condizioni migliori.

Le acquisizioni concorrono alla crescita del valore anche grazie all'abbassamento del livello del rischio aziendale, che tendono a determinare. Tale abbassamento, difatti, riduce il tasso di remunerazione dei capitali procurati all'impresa, sia di quelli forniti dai terzi, sia dei mezzi propri.

Giova avvertire che il portare a compimento un'acquisizione di azienda non realizza di per sé l'obiettivo di crescita che s'intendeva

⁴⁰ Qui ovviamente si prescinde, giacchè non è il luogo opportuno per farlo, da come intendere e come misurare, sia i rendimenti, sia il costo del capitale proprio e di terzi.

raggiungere, ma esso ne realizza semplicemente la condizione preliminare. L'obiettivo viene raggiunto solo se la complessa fase post-acquisizione riesce a concludersi con la effettiva creazione di un maggiore valore⁴¹.

In termini diversi, l'operazione potrebbe anche rivelarsi un insuccesso, se fosse male concepita, male attuata, e soprattutto male portata a compimento. Gli stessi rischi che s'intendevano evitare acquisendo competenze già disponibili potrebbero, invece, presentarsi in tutta la loro gravità. Soprattutto le operazioni che si risolvono nell'integrazione di più complessi aziendali potrebbero non addurre al prospettato aumento di valore, se non si riesce a modificare adeguatamente le strutture, a cambiare le politiche di governo aziendale, ad introdurre un comune modo di pensare, a realizzare un coordinamento organizzativo, ad evitare di provocare i noti effetti negativi di burocratizzazione e di scollamento.

Come già detto, le acquisizioni sono una conseguenza delle decisioni strategiche di crescita e che necessariamente comportano una più o meno spinta integrazione con l'azienda dell'acquirente, allo scopo di conseguire sinergie ed altri benefici, che consentano di creare nuovo valore. Nell'ambito di tale finalità generale, le singole imprese si muovono seguendo modalità diverse, conseguendo di volta in volta obiettivi collegati alle singole modalità di crescita.

A questo punto, occorre però fare due precisazioni. La prima, è che non tutte le acquisizioni di aziende sono poi seguite da una integrazione, almeno nel senso di una completa unificazione delle rispettive attività. La seconda, è che non tutte le acquisizioni sono

⁴¹ Lo sviluppo esterno e l'evoluzione delle sue modalità di realizzazione è oggetto di indagine in M. MUSTILLI, *Strategie di sviluppo esterno dell'impresa aziendale* (in particolare, cap. terzo), Cedam, 1990.

ispirate da una motivazione che direttamente tende a realizzare una effettiva crescita aziendale e di creare nuovo valore. Analizziamo brevemente i due punti.

Acquisizione senza integrazione. Le acquisizioni che consistono nel passaggio di partecipazioni, rappresentanti la totalità del capitale della cedente o quote di maggioranza, sono quelle nelle quali il processo successivo di integrazione può avvenire o meno.

In alcuni casi, la finalità dell'acquisto non è quella di procedere ad accorpamenti per generare sinergie, ma è proprio e soltanto quella di conseguire la proprietà totale o il controllo di un'impresa cui s'intende lasciare ampia autonomia. Questo di regola avviene da parte di una *holding*, che con l'operazione intende arricchire e migliorare (sul piano reddituale, finanziario o del rischio complessivo) il proprio portafoglio di partecipazioni. Se vogliamo, l'operazione dovrebbe accrescere il valore della capogruppo, se il mercato interpreta in senso positivo la scelta effettuata.

Altre volte, l'acquisto è già in partenza finalizzato a conservare l'autonomia dell'impresa acquisita, indipendentemente dal fatto che l'acquirente sia o non sia una holding, in quanto si perviene al convincimento che i vantaggi competitivi (in particolare, di focalizzazione), le risorse intangibili e i valori diffusi nelle prassi organizzative e nelle persone, di cui l'acquisita dispone, possono essere danneggiati, se non perduti, per effetto dell'integrazione. In stretta relazione con quanto ora osservato, il mantenimento dell'autonomia può anche decidersi, giacché s'intende salvaguardare meglio il patrimonio genetico, l'identità, l'immagine delle singole aziende, naturalmente quando a tali elementi si riconosce una decisiva rilevanza.

Si osserva pure che la mancata integrazione può mirare ad allargare la sfera degli interessi e degli investimenti, ma salvaguardando la

flessibilità complessiva e assegnando specifiche responsabilità strategiche e gestionali alle singole imprese. O, infine, perché il mantenimento delle diverse aziende sotto soggetti giuridici distinti può favorire accordi con altre imprese, senza che tali accordi si estendano all'intero complesso di attività gestite.

Il preordinato mantenimento dell'autonomia si nota altresì nei casi in cui l'acquisto è attuato con intenti puramente finanziari e speculativi. Si tratta, in genere, di acquisti di aziende che sul mercato risultano sottovalutate, sia perché il loro effettivo valore non riesce ad essere riconosciuto dal mercato stesso, sia perché si trovano ad aver subito l'effetto negativo di congiunture di settore sfavorevoli o di scelte e di politiche manageriali sbagliate. Potrebbe anche trattarsi di imprese per le quali viene richiesto un prezzo assai vantaggioso, semplicemente perché il loro soggetto economico è fortemente intenzionato a disfarsene. In tutti questi casi, dunque, la finalità dell'acquisto è quella di procedere ad una successiva rivendita, anche per parti, delle imprese acquisite, al fine di realizzare il differenziale di valore. L'operazione potrebbe anche richiedere idonei processi di ristrutturazione, per i quali naturalmente l'impresa che realizza l'iniziativa deve possedere adeguate risorse finanziarie e specifiche competenze.

Le altre ragioni degli acquisti. Fuori dall'ipotesi che si tratti di un acquisto di partecipazioni, cui non segue poi un processo di integrazione, e quindi generalizzando il discorso, si osserva che molte volte non è la finalità strategica di creare valore attraverso la crescita della dimensione aziendale ad ispirare la decisione di comperare un'azienda. La ragione immediata può trarre origine da casuali circostanze o essere di altra natura, mentre la finalità strategica ricordata potrebbe solo in un secondo tempo

effettivamente configurarsi o addirittura restare soltanto supposta, al fine di giustificare la decisione di acquisto.

Si pensi all'ipotesi di acquisti effettuati perché in alcune fasi di andamento particolarmente favorevole degli affari, o in occasione di eventi straordinari (per esempio, una dismissione di un certo rilievo) si sono create liquidità eccedenti le correnti necessità, che non si è ritenuto conveniente tenere disinvestite né conservare per destinarle poi allo sviluppo dell'attività fino ad allora condotta, giudicata in prospettiva non più interessante. E si consideri pure la già segnalata possibilità che in alcuni momenti sul mercato si presentino allettanti occasioni di acquisto che si ritiene insensato lasciar perdere. In tutti questi e altri analoghi casi non è il bisogno di un processo di crescita che spinge all'acquisto, quanto piuttosto sono la particolare convenienza o facilità di compiere un acquisto che spingono a prospettare un 'opportunità di crescita.

Soprattutto imprese dotate di medio-grandi dimensioni e di consolidata posizione sul mercato possono spesso imbattersi in occasioni di acquisto, a condizioni particolarmente convenienti, di aziende più piccole e giovani dotate di competenze innovative, ma dalle strutture fragili e prive della necessaria organizzazione produttiva o commerciale, oppure di altre aziende che pur avendo molto investito in specifiche e apprezzabili risorse intangibili, non riescono tuttavia a pervenire a volumi operativi di dimensione tale da consentire un loro conveniente sfruttamento, o comunque a raggiungere e conservare condizioni che assicurino uno stabile equilibrio nel tempo.

Altre volte le acquisizioni sono decise dal *management* semplicemente perché la crescita delle dimensioni aziendali è apportatrice di maggior prestigio e di più elevati compensi, o per la presunzione di voler gestire sistemi aziendali di più ampia

dimensione. Può anche essere presente, nell' animo dei dirigenti, il proposito di rendere con l'acquisizione più difficile l'eventualità che si pongano in atto scalate delle proprie imprese, con la probabile conseguenza di perderne il controllo.

Non è poi così raro che l'acquisizione sia decisa solo per evitare che un'impresa finisca preda di un concorrente.

Ancora, alcuni imprenditori, o dirigenti aziendali potrebbero decidere di acquistare aziende, al di fuori di appropriate strategie di crescita e senza un' avveduta e razionale valutazione della convenienza e soprattutto degli esiti dell' operazione, solo perché soggiacciono a sollecitazioni da parte di intermediari presenti sul mercato (banche d'affari, per esempio). I quali, in definitiva, sono poi i soli soggetti che creano valore, ma per se stessi.

Anche ulteriori spinte emotive possono spiegare talvolta gli acquisti di aziende. Alcuni responsabili di imprese giungono a drammatizzare nel loro animo il timore di essere superati dai concorrenti nelle dimensioni delle strutture gestite o nell' offerta dei prodotti. Altri intendono semplicemente conformarsi ad un diffuso comportamento orientato verso le acquisizioni, che si va affermando nel settore in certi periodi, insomma perché va di moda o viene ritenuto un modo di migliorare la propria immagine.

Le ragioni emotive ora ricordate, e gli obiettivi di semplice prestigio, nonché di puro tornaconto o di potere personale, anch' essi pure presenti in alcune decisioni d'acquisto, se di queste costituiscono l'unica motivazione o semplicemente finiscono per prevalere sugli interessi dell' azienda e sulle finalità di preservarne o di accrescerne il valore, conducono presto o tardi a rivelare tutte le conseguenze negative tipiche di uno sviluppo patologico e perseguito in modo distorto. E lo stesso può affermarsi per gli acquisti che vengono attuati senza alcuna prospettiva

strategicamente vincente, ma soltanto per assicurare una temporanea sopravvivenza ad imprese non più in grado di competere efficacemente sul mercato⁴².

2.4.2. Le cause aziendali ed extra-aziendali

Le operazioni di fusione , come tutti i fenomeni della vita economica e sociale, sono studiate nelle cause, da cui vengono originate, nelle finalità che con esse s'intendono raggiungere, negli effetti derivati.

La causa rappresenta l'elemento scatenante delle fusioni e costituisce, in linea di principio, l'elemento oggettivo delle stesse operazioni. La causa determina, in via di generale, un ostacolo o un vantaggio, alle condizioni di equilibrio dell' impresa, che l'imprenditore vuole rimuovere o rispettivamente conseguire.

La fusione rappresenta invece il mezzo, lo strumento, per la rimozione dell'ostacolo o per il conseguimento delle facilitazioni offerte all'impresa in un dato momento e contesto economico.

La fusione rappresenta, in altre parole, la risposta alla causa della stessa fusione.

Il fine delle fusione costituisce, invece, l'elemento soggettivo della stessa fusione, nel senso che esso viene stabilito dal soggetto economico d'impresa, nell'ambito dei fini istituzionali assegnati ad essa da questo soggetto. Si può anche dire che il fine della fusione

⁴² L.POTITO, *Le Operazioni Straordinarie nell'Economia delle Imprese*, Torino, Giappichelli Editore, 2004, p. 9 e ss.

rappresenta la rimozione della causa (se questa determina un ostacolo per l'azienda) o il conseguimento del vantaggio (se essa è favorevole alla stessa azienda).

L'effetto, infine, della fusione riguarda il conseguimento o meno del fine per il quale la fusione è stata realizzata, ma questo lo vedremo in seguito.

Ciò premesso, volendo, ora, individuare più da vicino le cause delle fusioni societarie, a me pare che, in linea di principio, uno studio di queste (cause) non possa che partire dalla considerazione preliminare che l'azienda rappresenta un sistema aperto in continua interazione con l'ambiente economico nel quale la stessa azienda vive ed opera.

L'ambiente economico, formato dai clienti cui l'azienda cede i suoi prodotti, dai fornitori, dai quali essa attinge materie prime e servizi, dalle aziende concorrenti, dai finanziatori, dalle organizzazioni dei lavoratori, dal sistema politico del Paese in cui l'azienda svolge la propria attività, se qualche volta è influenzato dal comportamento d'impresa, più spesso condiziona detto comportamento a causa delle variazioni che nel tempo e nello spazio si producono nelle componenti, sopra ricordate, costituenti il medesimo ambiente economico⁴³.

Di conseguenza l'imprenditore si pone continuamente, trattandosi di un problema dinamico, il tema dell'adeguamento delle dimensioni d'azienda e della sua struttura alle sollecitazioni poste dall'ambiente nel quale la stessa azienda vive ed opera.

Dato che le fusioni si concretizzano in un incremento delle dimensioni aziendali, la causa di fondo e direi fisiologica di esse, mi pare possa essere individuata nelle variazioni dell'ambiente

⁴³ Più ampiamente sull'azienda come sistema, V., U. BERTINI, *Il sistema d'azienda. Schema di analisi*, Torino, Giappichelli Editore, 1990.

economico che spingono l'azienda ad adeguarsi in dimensioni e struttura a queste variazioni.

Occorre piuttosto specificare che le modalità dell' adeguamento in discorso possono essere differenti nel senso che esso può essere voluto dal soggetto economico d'impresa, oppure più spesso, imposto dalla dinamicità dell' ambiente economico, nel quale si potrebbe parlare di adeguamento forzato.

Nel primo caso, l'impresa già operante in condizioni di equilibrio economico, volendo mantenerlo o migliorarlo, può ritenere opportuno procedere ad un incremento delle dimensioni aziendali attraverso un' operazione di fusione.

Nel secondo caso, l'impresa potenzialmente minacciata nelle condizioni di equilibrio economico, da una maggiore concorrenza creata dall' allargamento dello spazio economico nel quale già operano altre e più grandi imprese, può essere costretta ad incrementare le proprie dimensioni proprio attraverso un' operazione di fusione.

Considerando il fenomeno sotto altri punti di vista, si osserva che la fusione, in quanto comporti un incremento di dimensioni aziendali, si identifica con il tema dell'elasticità aziendale, che consiste, com'è noto, nell'attitudine dell'azienda ad adattarsi in dimensione e struttura alle variazioni dell' ambiente nel quale essa vive ed opera.

Più in particolare, l'elasticità aziendale pone problemi di variazione di dimensioni e strutture d'impresa, sia in aumento che, più spesso e con maggiore difficoltà, in diminuzione.

L'identità tra la fusione, nell'aspetto dell'incremento della dimensioni aziendali, e l'elasticità d'impresa riguarda naturalmente

la stessa elasticità considerata, anch'essa, nelle variazioni in aumento delle dimensioni e delle strutture aziendali⁴⁴.

Riprendendo il tema delle cause delle fusioni societarie è ora il caso di mettere in evidenza che se la causa fisiologica di queste operazioni è di ordine aziendale ed oggettivo, non mancano fusioni promosse da motivazioni personali dei promotori i quali realizzano l'operazione non per fini di economicità delle aziende interessate, ma per finalità speculative o manageriali, o anche esclusivamente fiscali.

Potremmo dire che, in questi casi, le fusioni sono originate da cause, extra-aziendali o soggettive, proprie di chi le pone in essere.

In detti casi, quindi, cause e fini delle fusioni finiscono per sovrapporsi senza possibilità di identificazione alcuna.

Quando le fusioni vengono poste in essere per motivi speculativi o manageriali, sarebbe forse più corretto parlare esclusivamente delle finalità delle fusioni senza far riferimento alle loro cause, che d'altra parte si confondono con i motivi, con i fini delle stesse fusioni.

Per concludere sulle cause delle fusioni societarie, esse possono essere classificate, in linea di principio, in due grandi categorie:

1. cause aziendali, oggettive;
2. cause extra-aziendali, o soggettive

Le prime rappresentano le cause che possiamo anche definire fisiologiche delle fusioni, nel senso che l'azienda, vivendo in un ambiente economico per sua natura dinamico, fatalmente deve affrontare fasi di assestamento e di adeguamento alle sollecitazioni dello stesso ambiente economico.

Le seconde invece, rappresentano più che cause, motivi o fini delle fusioni nel senso che dette operazioni sono poste in essere non per

⁴⁴ Più ampiamente, sul tema dell'elasticità aziendale, P.ONIDA, *Economia d'azienda*, Utet, 1985, p.317 e ss.

motivi di economicità aziendale, ma per scopi speculativi o manageriali dei promotori⁴⁵.

2.4.3. I fini mediati o indiretti perseguibili con le operazioni di concentrazione aziendale

Se le cause rappresentano, in linea di principio, l'elemento oggettivo delle fusioni, il loro fattore scatenante, i fini delle stesse fusioni ne costituiscono l'elemento oggettivo, nel senso che essi sono stabiliti dal soggetto economico che organizza questa operazione di concentrazione aziendale.

Il fine delle fusione rappresenta l'obiettivo di eliminare (se negativa) o di sfruttare (se positiva) per quanto possibile, la causa che ha reso opportuna l'operazione di fusione.

Nello studio delle operazioni di concentrazione aziendale, e quindi anche in quello delle fusioni societarie, con riguardo ai fini delle stesse operazioni, questi vengono generalmente distinti in due grandi categorie che sono le seguenti:

- 1) fini immediati o diretti
- 2) fini mediati o indiretti o ultimi

I primi costituiscono l'obiettivo finale delle fusioni, obiettivi che non sempre vengono dichiarati quando le fusioni sono poste in essere per motivi personali dei loro promotori.

⁴⁵ La distinzione in questione delle cause e delle finalità delle fusioni può essere analizzata in, G.SAVIOLI, *Fusione di società. Motivazioni economico-aziendali, valutazione, aspetti contabili, civilistici e fiscali*, Milano, Etaslibri, 1994.

I fini immediati, che a differenza di quelli mediati o ultimi sono sempre dichiarati nei documenti di fusione, sono svariati e variabili, così come sono molteplici e variabili le cause, che nella dinamica del loro operare, spingono le imprese verso date operazioni di concentrazione⁴⁶.

I fini mediati o ultimi sono invece caratterizzati da notevole stabilità e si possono raggruppare in tre grandi categorie che sono le seguenti:

- 1) i fini di economicità aziendale
- 2) fini manageriali
- 3) fini di speculazione.

Operazioni di concentrazioni, con finalità ultime economiche, sono quelle operazioni che vengono poste in essere per motivi di economicità delle aziende coinvolte e quindi per migliorare la stessa economicità, per mantenerla se fosse in pericolo, o per riconquistarle se fosse stata temporaneamente perduta.

Manageriali, sono quelle operazioni di concentrazione che vengono effettuate allo scopo di conseguire, attraverso l'ampliamento delle dimensioni, una maggiore influenza da parte dell'organo centrale di direzione e controllo, organo idealmente costituito dal *top management*.

In questo caso il fine ultimo della data operazione di concentrazione costituisce un mezzo per soddisfare motivazioni interne dei manager

⁴⁶ Tra questi fini (immediati) Onida considera i seguenti: «dalla diminuzione dei costi, al sostenimento od al miglioramento dei prezzi di vendita; dall'integrazione industriale, mediante il coordinato esercizio di produzioni complementari, alla esclusiva specializzazione in una o più produzioni; dalla difesa contro le difficoltà delle fasi di depressione, al più lucroso sfruttamento della congiuntura favorevole nelle fasi di prosperità; dalla limitazione dei rischi, all'accrescimento di essi tendente a moltiplicare i possibili profitti; dall'acquisto della padronanza di una o più aziende, alla liquidazione di date partecipazioni». P.ONIDA, *Le dimensioni del capitale di impresa. Concentrazioni, trasformazioni, variazioni di capitale*, Seconda Edizione, Milano, Giuffrè, 1944, pag.31.

che costituiscono la coalizione di comando e di guida del complesso sorto dalla stessa operazione di concentrazione⁴⁷.

Speculative, infine, possono ritenersi quelle operazioni di concentrazione, e quindi anche di fusione, promosse con lo scopo di far conseguire lucri finanziari ai loro promotori, siano essi azionisti, finanziatori, a titolo di capitale proprio o di credito, o *manager* della data società.

I lucri in discorso sono costituiti da azioni della società incorporante o nascente dalla fusione, ottenuti attraverso la rivalutazione convenzionale delle aziende incorporate o fuse e successivamente vendute sul mercato.

Così gli azionisti di controllo della data società, possono comprare un' altra società ad un dato prezzo e , quindi, decidere la sua incorporazione nella prima per un valore convenzionale maggiore, ottenendo in cambio azioni della stessa società per il corrispondente ammontare; azioni che successivamente cedute fanno lucrare agli stessi azionisti, promotori dell' ipotizzata fusione, le plusvalenze derivanti dalla differenza tra il prezzo di vendita e quello di costo della azioni medesime.

Rivalutazioni convenzionali di apporti effettuate in occasione e per mezzo di fusioni, ma anche conferimenti di aziende, possono anche essere effettuate per compensare, con azioni di valore corrispondente all'entità delle stesse rivalutazioni, eventuali finanziatori della società incorporante o nascente dalla fusione, a titolo di capitale proprio o di capitale di credito.

Si procede in questi casi alla rivalutazione convenzionale delle aziende incorporate, fuse o conferite, e le azioni corrispondenti alla stessa rivalutazione vengono cedute gratuitamente a coloro che

⁴⁷ G.ZANDA, *La grande impresa. Caratteristiche strutturali e di comportamento*, Milano, Guiffrè, 1974, Cap VIII.

hanno apportato numerario, in qualità di soci o di semplici finanziatori attraverso sottoscrizione di obbligazioni emesse dalla società incorporante o nascente della fusione⁴⁸.

L'individuazione delle operazioni di concentrazione con finalità manageriali e soprattutto speculative ed i meccanismi della rivalutazione convenzionale degli apporti, non devono far indurre a ritenere che esse siano facilmente realizzabili.

E ciò per le modalità di valutazione delle aziende conferite o fuse, nonché per i controlli cui sono sottoposte in genere nella disciplina giuridica, le stesse valutazioni.

Così, per quanto riguarda il nostro Paese, la valutazione dei beni in natura e crediti nell'ipotesi di conferimenti è affidata ad un perito nominato dal Presidente del Tribunale del luogo dove ha sede la società conferita e al successivo controllo da parte di amministratori e sindaci della stessa società (art. 2343 del cod. civ.).

Formalità analoghe devono essere osservate in tema di fusioni societarie, il cui rapporto di cambio stabilito dagli amministratori delle società partecipanti alla fusione è sottoposto ad un giudizio di congruità da parte di uno o più esperti, nominati dal Presidente del Tribunale del luogo dove ha sede la società, o di una società di revisione nel caso di società quotate in borsa (art. 2501-*quinquies* del cod. civ.).

Pur con le cautele ed i controlli imposti dalla disciplina civilistica, è da considerare, tuttavia, che le rivalutazioni convenzionali degli apporti, in occasione di conferimenti e fusioni, è pur sempre possibile in quanto si è in presenza di valutazioni di stima che, in

⁴⁸ Più ampiamente sulla rivalutazione convenzionale degli apporti nelle fusioni e nei conferimenti aziendali, P.ONIDA, *Le dimensioni del capitale di impresa*, cit., p. 196 e ss.; ID., *I«finanziamenti» iniziali d'impresa. Le emissioni di azioni e di obbligazioni*, Istituto Editoriale Scientifico, Milano, 1931, p.282 e ss.

quanto tali, si prestano a manovre speculative, e quindi non sempre in sintonia con l'economicità delle aziende interessate.

Ciò può avvenire specialmente quando il comando delle società in questione riposa nelle mani di soci di minoranza che, in quanto tali, non hanno la responsabilità del capitale complessivo delle società partecipanti alla data operazione di concentrazione.

Può risultare molto comodo a detti soci promuovere operazioni di concentrazione per conseguire i lucri finanziari in discorso, per poi abbandonare al loro destino le società coinvolte nelle stesse operazioni di concentrazione.

Facendo riferimento ad una operazione di fusione si vuol dire, cioè, che in questi casi, il reddito prodotto dalla società incorporante o nascente dalla stessa fusione potrebbe non essere proporzionato all'entità, fittiziamente rivalutata, del capitale sociale della stessa società e quindi al numero delle corrispondenti azioni costituenti lo stesso capitale, e non essere, pertanto, in grado di soddisfare le aspettative degli azionisti delle stesse società, in termini di dividendi attesi dai loro investimenti azionari.

Vale la pena ricordare, infine, che quando le operazioni di concentrazione aziendale e quindi le fusioni vengono studiate e osservate in relazione alle loro finalità mediate o ultime, si può cogliere quella che è la sostanza economica delle stesse operazioni.

Accadrà allora di osservare operazioni differenti dal punto di vista formale o giuridico, ma che non sono più tali, e possono essere pertanto assimilate, se riguardate nel loro aspetto economico, ossia rispetto alle finalità ultime perseguibili con le stesse operazioni.

Si suol dire, in questi casi, che cambia la forma delle operazioni di concentrazione aziendale, ma non la loro sostanza economica che è sempre la stessa.

Così, operazioni di coalizione come l'acquisto di aziende o partecipazioni, il loro conferimento in società nuove o già esistenti, le stesse fusioni societarie, per ricordare le forme più tipiche di concentrazione aziendale in senso stretto, che costituiscono operazioni differenti dal punto di vista giuridico o formale, non sono più tali dal punto di vista economico o sostanziale, in quanto con ciascuna di esse indifferentemente si può conseguire lo stesso fine ultimo, che può essere economico, manageriale o speculativo.

In altre parole, con differenti operazioni di concentrazione, si può raggiungere la stessa finalità ultima, di tipo economico, manageriale o speculativo.

In questo senso, operazioni differenti dal punto di vista formale o giuridico, sono simili se riguardate nel loro aspetto economico o sostanziale⁴⁹.

Sempre in tema di finalità ultime delle concentrazioni aziendali è anche da far presente che se è dato riscontrare operazioni formalmente diverse ma sostanzialmente uguali rispetto alla loro natura economica, è anche vero il contrario di operazioni formalmente identiche che si possono considerare differenti dal punto di vista sostanziale o economico.

Si vuol dire, in altre parole, che date operazioni di concentrazione giuridicamente identiche, possono non essere più tali, dal punto di vista economico, ossia quando delle stesse si consideri, appunto, la loro natura economica, ossia i fini ultimi per i quali le stesse operazioni sono state poste in essere. Se questi fini sono differenti, si è in presenza di operazioni giuridicamente identiche dal punto di

⁴⁹ M.PANTALEONI, *Erotemi di economia*, II, Bari, Laterza, 1925, p.303 ; A. AMADUZZI, *La fusione delle imprese*, Roma, Casa editrice della Rivista Italiana di Ragioneria, 1926, p.13.

vista formale, non da quello economico o sostanziale, rispetto al quale le operazioni sono da considerare diverse tra loro.

Così, due operazioni di fusione e, quindi, due operazioni giuridicamente e formalmente identiche non sono più tali dal punto di vista economico se con una di esse si è voluto conseguire la finalità, per ipotesi, manageriale, e con l'altra, la finalità speculativa.

Volendo fare un breve cenno ai periodi e alle finalità delle fusioni e delle acquisizioni in Italia, risulta, da numerose analisi effettuate, che queste operazioni sono poste essenzialmente in essere per motivi di economicità aziendale. Circa le ragioni della preminenza nel nostro paese delle operazioni di concentrazione aziendale con finalità economiche rispetto a quelle dettate per motivi speculativi e finanziari, esse vanno individuate soprattutto nel minor numero delle imprese quotate ed in un mercato borsistico meno sviluppato rispetto, per esempio a quello americano, dove la maggiore varietà di strumenti e tecniche finanziarie favorisce indubbiamente le combinazioni di tipo speculativo.

2.4.4. I fini immediati o diretti perseguibili con le operazioni di concentrazione aziendale

Se è vero che vi sono fini mediati o indiretti, che spingono, singolarmente considerati o in modo complementare, verso l'operazione di fusione, non è meno vero, anzi lo è ancor di più, che quest'operazione è causata da motivi o fini diretti, immediati, che è opportuno considerare attentamente.

La conoscenza di questi fini o motivi può contribuire forse meglio, rispetto a quelli mediati, a far inquadrare l'operazione di fusione atteso che questi ultimi difficilmente sono resi noti o lo sono alla ristretta cerchia di coloro che realizzano la data operazione di concentrazione.

Si vuol dire cioè che i fini diretti delle fusioni possono far luce su quelli indiretti, che rappresentano i fini ultimi per i quali le operazioni di concentrazione, e quindi anche le fusioni, sono compiute.

Di questi fini, alcuni hanno una portata generale e determinano un movimento di fusioni osservabile con facilità nella realtà aziendale. Si tratta pertanto di fini immediati di fusioni perfettamente individuabili.

Altri fini diretti delle fusioni hanno, invece, una portata molto limitata che non determina, per ciò stesso, un numero di fusioni così elevato da far assurgere queste a fenomeno di massa. Si tratta pertanto di fini di fusione osservabili solo attraverso l'indagine sperimentale.

Al fine però di avere un quadro piuttosto ampio dei fini diretti delle fusioni, occorre considerare sia i primi, che i secondi, non meno importanti dei primi, dal punto di vista comparativo.

Potendo astrattamente suddividere i fini diretti delle fusioni in due grandi categorie, di cui una composta da quelli (pochi) che determinano un grosso movimento di fusioni, l'altra formata dai fini (molti) che sono causa di poche fusioni, l'importanza comparativa e qualitativa dei secondi potrebbe non essere inferiore a quella dei primi. Partiamo dall'analisi della prima categoria.

Un primo rilevante motivo delle fusioni societarie è quello di far conseguire alle aziende, singolarmente coinvolte, maggiori dimensioni che le rendano più competitive rispetto alla concorrenza

di altre aziende più grandi operanti o potenzialmente operanti nello stesso settore di attività.

Il fenomeno in discorso è stato osservato, soprattutto con l'inizio degli anni novanta, ed è tuttora in corso, con riferimento alle banche del nostro Paese a seguito della prospettata e poi realizzata *deregulation finanziaria* che è iniziata nel 1993, nell'ambito dei paesi costituenti la Comunità Economica Europea.

Detta *deregulation* ha portato, tra l'altro, ad una maggiore circolazione dei capitali all'interno della C.E.E., ma soprattutto, ad una maggiore concorrenza delle banche estere nei confronti di quelle italiane, di minori dimensioni e meno diversificate rispetto alle prime.

In altre parole, la *deregulation finanziaria*, portava al notevole allargamento dello spazio economico nel quale le aziende bancarie europee potevano operare e quindi naturalmente ad una maggiore concorrenza tra le stesse.

Per le aziende bancarie italiane che avevano vissuto fino ad allora sotto l'ombrello protettivo della Banca d'Italia, la quale aveva limitato la concorrenza delle banche estere, non rimaneva altra strada che quella della concentrazione aziendale, realizzata anche attraverso operazioni di fusione.

Le aziende bancarie pubbliche, d'altra parte, ponevano problemi più generali di elasticità aziendale, ossia di adeguamento della propria struttura alle variazioni poste dall'ambiente economico nel quale le stesse aziende vivono ed operano. Problemi quindi non solo di dimensioni aziendali, ma anche di forma delle relative società, nonché delle caratteristiche tecnico-economiche dei titoli rappresentativi del capitale sociale delle stesse società.

Problemi affrontati sia con operazioni di fusione, dove era in gioco la dimensione aziendale, che con operazioni di trasformazione e

conferimento, dove bisognava intervenire sulla forma delle società e sulle caratteristiche dei titoli rappresentativi del capitale delle stesse società. Operazioni , tra l' altro, incoraggiate da agevolazioni di carattere fiscale previste da alcuni provvedimenti legislativi che hanno disciplinato le stesse operazioni⁵⁰.

Ciò che abbiamo osservato e riferito per il settore bancario in questo scorcio di anni novanta, vale ovviamente per qualsiasi altro settore soggetto al medesimo fenomeno dell' ampliamento dei confini economici entro i quali le aziende possono svolgere attività economica.

L' ampliamento cioè di quei confini porta con sé in modo naturale ad una maggiore concorrenza delle aziende poste negli stessi confini e quindi a fenomeni di concentrazione aziendale per limitare gli effetti dannosi e spesso rovinosi di quella concorrenza⁵¹.

Da quanto detto si evince che si ricorre alla fusione in vista di una potenziale concorrenza tra le aziende e quindi per prepararsi, in dimensione e struttura, a reggere la sfida di quelle più forti.

È ovvio, però, che si ricorre ad operazioni di concentrazione, e quindi anche di fusione, quando la concorrenza tra date aziende è già operante e indipendentemente dal fatto che detta concorrenza sia conseguenza di allargamento di spazi economici.

Sta di fatto che in un dato periodo di tempo alcune aziende e segnatamente quelle più piccole non sono in grado di fronteggiare energicamente la concorrenza di quelle più grandi, per cui se non trovano delle nicchie di mercato nelle quali continuare a vivere non

⁵⁰ Si fa riferimento, al riguardo, alla legge «quadro» n.218/1990 ed ai suoi Decreti Legislativi di attuazione, n.356/1990, n.357/1990 e n. 358/1990.

⁵¹ Tanto per citare qualche esempio tratto dal variegato mondo della realtà aziendale, rientrano nella fenomenologia descritta nel testo l' incorporazione della Wuhler nella Peroni, nel settore della birra, avvenuta nel 1988. Cfr., al riguardo, A.BONAFEDE, *Un boccale per brindare all' Europa*, in« La Repubblica» di venerdì 22 aprile 1988, inserto «affari e finanza», p. 19; R.BOSIO, *Ifil con Bsn a tutta birra*, in« Il Sole 24 Ore» del 26 febbraio 1988, p.19.

hanno altra scelta che concentrarsi o essere eliminate, prima o poi, dal mercato.

Sempre rimanendo nel campo bancario, date operazioni di fusione possono essere attuate per motivi patrimoniali, ossia per adeguare lo stesso patrimonio ai coefficienti stabiliti dalla Banca d'Italia in rapporto alla dimensione dell'intermediazione svolta ed alla rischiosità delle attività italiane ed estere⁵².

Appartengono sempre alla prima categoria di fini diretti quelli di natura fiscale, i quali hanno costituito, nel nostro Paese, un altro grosso fattore di realizzazione di fusioni societarie.

Possiamo anche dire, al riguardo, che accanto all' ampliamento delle dimensioni conseguite alla realizzazione della libera circolazione dei capitali all'interno della C.E.E., il fattore fiscale ha rappresentato, nell'ultimo decennio, un altro grande filone di fusioni societarie.

Anzi, proprio per ridurre l'elusione d'imposta a carico dell'amministrazione finanziaria conseguente a dette fusioni, è nata e si è consolidata nel tempo una disciplina fiscale sempre più restrittiva dei vantaggi, di carattere tributario, ottenibili con le fusioni in discorso.

Fino all'emanazione della L.n. 724/1994, di accompagnamento alla finanziaria 1995, la disciplina tributaria delle fusioni, ai fini delle imposte dirette, era contenuta nell' art. 123 T.U.I.R. che prevedeva, tra l'altro, di: 1) rivalutare i beni delle incorporate nei limiti del costo delle partecipazioni possedute dall'incorporante (2° comma dell' art. 123 T.U.I.R); 2) riportare le perdite delle società

⁵² Si tratta del coefficiente di solvibilità e del coefficiente collegato alle dimensioni aziendali dell'intermediazione svolta in Italia, cui correlare l'ammontare massimo dei fidi concedibili dalle banche italiane. Detti indici furono introdotti, nel nostro Paese, con provvedimento della Banca d'Italia del 31 marzo 1987. V., in proposito, M.COMANA, *Il bilancio bancario e i coefficienti patrimoniali*, in «Il bilancio degli enti creditizi», Milano, Edibank, 1993, p.371 e ss.

incorporate o fuse in deduzione dal reddito della società incorporante o nascente dalla fusione (5° comma dell' art.123 T.U.I.R.).

La prima via, consentita solo nelle fusioni tra società collegate da rapporti di partecipazione, consisteva nella possibilità di attribuire in esenzione fiscale il disavanzo di fusione, derivante dalla differenza tra il costo delle partecipazioni ed il capitale netto dell' incorporata, a distinti beni della stessa incorporata nel bilancio post-fusione dell'incorporante.

La prima via consentiva in sostanza di rivalutare in esenzione d'imposta, sempre entro il limite del costo delle partecipazioni possedute, i beni dell' incorporata nel bilancio post-fusione dell'incorporante; beni che, in questo bilancio, risultavano iscritti per un ammontare pari al loro valore nel bilancio dell'incorporata più le plusvalenze conseguenti a quella rivalutazione.

Il regime tributario di queste plusvalenze, pertanto, non seguiva la regola generale stabilita nell' art. 54 T.U.I.R., che prevede la loro tassazione, sia pure in cinque periodi d'imposta, compreso quello del realizzo delle stesse plusvalenze.

Ricordiamo, al riguardo, che prima dell' entrata in vigore del T.U.I.R., la formulazione originaria del 2° comma dell' art.123 prevedeva un regime agevolato non solo dei disavanzi di fusione relativi a fusioni tra società collegate da rapporti di partecipazione, ma anche per quelli connessi a fusioni tra società non collegate da quei rapporti, detti anche «disavanzi di fusione da concambio».

Quella formulazione, in sostanza, mutava profondamente la precedente disciplina dei disavanzi di fusione, stabilita dall' art. 16 del D.P.R. n. 597, che limitava l'attribuzione, in esenzione d'imposta, solo ai disavanzi relativi a società collegate da rapporti di

partecipazione, con esclusione pertanto dei disavanzi da concambio di azioni.

La prima formulazione del 2° comma dell' art. 123 non passò inosservata alle aziende del nostro Paese che ricorsero, in quel periodo, a massicce fusioni con lo scopo evidente di rivalutare, in esenzione d'imposta, i beni delle società incorporate o fuse, nel bilancio post-fusione dell'incorporante o della società nascente dalla fusione.

Fu proprio l'ondata massiccia di fusioni che si verificò nel suddetto periodo che spinse il nostro legislatore alla formulazione attuale del 2° comma dell' art. 123, che ripristinava in sostanza, l'art. 16 del D.P.R. 597/1973, e limitava pertanto la rivalutazione dei beni delle società incorporate solo per l'attribuzione dei disavanzi derivanti dalla fusione di società collegate da rapporti di partecipazione.

Pur con questa limitazione, il ricorso alle fusioni di comodo per ottenere con questa strada l'iscrizione di plusvalenze con esenzione d'imposta nel bilancio dell' incorporante, era agevolato dalla originaria formulazione dell' art. 81, per il quale la cessione di partecipazioni sociali da parte di persone fisiche non dava luogo, nell' ipotesi di prezzo di vendita maggiore del loro valore originario, a plusvalenze imponibili.

Risultava, pertanto, facile simulare la cessione delle partecipazioni possedute, da parte delle persone fisiche titolari, a società all'uopo costituite o già esistenti, ad un valore notevolmente maggiore di quello effettivo delle stesse partecipazioni, in modo da rendere massima la differenza tra il costo di queste partecipazioni per la società acquirente, futura incorporante ed il capitale netto contabile della società cui si riferivano le stesse partecipazioni, futura incorporata.

Una volta effettuata la vendita delle partecipazioni da parte dei soci della futura società incorporanda, la società acquirente, titolare delle stesse partecipazioni, procedeva all'incorporazione della società controllata con l'attribuzione, pertanto, in esenzione d'imposta, a distinti beni di questa società, del disavanzo di fusione derivante dalla differenza tra il costo delle stesse partecipazioni per la prima ed il capitale netto contabile per la seconda.

Come già accennato, le fusioni all'epoca erano soggette ad una disciplina giuridica meno vincolante di quella attuale, disciplina che non prevedeva, tra l'altro, un controllo del rapporto di cambio delle azioni o quote delle società partecipanti alla fusione. E ciò facilitava ovviamente, anche per questa strada, il ricorso a fusioni di comodo.

Abbiamo ripercorso sinora il cammino della disciplina fiscale dei disavanzi di fusione accennando anche alla cessione di azioni o quote sociali ai sensi dell'art. 81, per renderci conto di come la stessa disciplina, in alcuni momenti piuttosto permissiva, contribuì a far effettuare operazioni di fusioni con il prevalente se non unico scopo di realizzare benefici di carattere tributario ai fini IRPEG.

Ora che la L.23 dicembre 1994, n. 724 ha posto il divieto di utilizzare i disavanzi di fusione per iscrivere, nel bilancio post-fusione dell'incorporante, plusvalenze in esenzione d'imposta, dovrebbe venir meno una delle finalità, di carattere fiscale, delle fusioni.

Detto dei fini che hanno vasta portata e che determinano, di conseguenza, un rilevante numero di fusioni societarie, mi occuperò, ora, di quelli che hanno portata più limitata e che sono, viceversa, di poche fusioni.

Al pari dei fini che hanno un eco più vasto, la considerazione di quelli aventi portata limitata è oltremodo interessante perché offre

una maggiore luce sul variegato mondo costituito dai fini diretti o immediati delle fusioni.

Proprio perché aventi portata più limitata, essi non sono facilmente individuabili o lo sono soltanto attraverso l'indagine sperimentale.

A motivo della difficile individuabilità dei fini in discorso, prenderemo in considerazione le fusioni realizzate con fine diretto o immediato di:

- 1) rafforzare le posizioni dei soci di controllo delle date società;
- 2) difendersi da una scalata ostile;
- 3) Raggruppare sotto un unico soggetto giuridico ed economico, varie società che svolgono un'attività omogenea;
- 4) Costringere i soci di minoranza della data società a recedere dalla stessa società;
- 5) Estinguere senza liquidazione date società che non svolgono un ruolo operativo.

Il caso di cui al punto 1) si ha quando il capitale sociale della data società risulti piuttosto frazionato e controllato da un ristretto numero di soci che possiedono dello stesso aliquote percentuali di minoranza.

È questo il caso tipico di discrasia tra capitale di comando (posseduto da un ristretto numero di soci) e capitale di controllo (posseduto da un largo numero di soci); il primo, però, controlla il secondo, ossia la maggioranza, assente o quasi dal governo dell'impresa.

Allo scopo di rafforzare il controllo della data società attraverso il possesso di aliquote più consistenti del capitale di comando, gli amministratori delle stesse società possono ritenere opportuno allearsi con i soci di altre società attraverso la fusione per incorporazione (o per unione) di (con) questa società.

La fusione comporterà ovviamente un aumento di capitale sociale a favore dei soci della società incorporate o fuse e quindi un corrispondente aumento del capitale di comando, posseduto a fusione avvenuta, dai vecchi soci nonché da quelli nuovi alleati⁵³.

Se in dati casi le fusioni sono attuate per ottenere un rafforzamento potenziale del capitale di comando, in altri casi si ricorre alle stesse fusioni per difendersi da scalate ostili ossia da tentativi di acquisizione, da parte di altre società, senza l'assenso degli amministratori o soci di comando dell'acquisenda società, di cui al punto 2).

Anche in questi casi è utile espediente procedere ad una fusione con conseguente aumento di capitale sociale, della società oggetto di scalata, a favore dei soci (alleati) della società incorporata, allo scopo di *diluire* la quota di capitale eventualmente già in possesso dei *raiders*⁵⁴.

Passiamo, ora, a quelle fusioni di cui al punto 3), che vengono effettuate per riunire sotto un comune soggetto giuridico ed economico società che svolgono attività tra loro omogenee.

Può darsi che queste società operino già nell'ambito di un medesimo gruppo, per cui, le fusioni in discorso mirano alla riorganizzazione dello stesso gruppo attraverso la costituzione di *holdings* di settore, nelle quali far confluire tutte le società del gruppo che svolgono attività simili. L'operazione di fusione mira

⁵³ Sembra questo uno dei motivi della fusione *tra Pirelli S.a.p.a.* (società in accomandita per azioni) detta comunemente «Pirellina» e la *Caboto-Milano Centrale S.p.A.*, avvenuta nel 1986. V., al riguardo, G.FALIVA, Quanto vale Pirelli, in «Espansione», aprile 1987, p.96.

⁵⁴ Ma lo stesso scopo può essere ottenuto con conferimento d'azienda nella società oggetto di scalata, conferimento che determina l'aumento di capitale sociale di questa società e quindi la diminuzione del peso percentuale di capitale eventualmente già in possesso dei *raiders*.

in sostanza, in questi casi, alla razionalizzazione delle attività già svolte dalle stesse società nell' ambito del gruppo⁵⁵.

Ma le società coinvolte nella fusione possono non far parte dello stesso gruppo ed appartenere, pertanto, a distinti soggetti economici. In questi casi le fusioni mirano a ridurre la concorrenza tra le stesse aziende e/o a rispondere meglio alla concorrenza di altre aziende⁵⁶.

Aggregando o meno società appartenenti allo stesso gruppo, le fusioni in discorso mirano alla costituzione dei cosiddetti «poli», termine, appunto, che vuol significare la concentrazione, per conferimento, ma più spesso per fusione, presso un'unica società, di tutte le attività tra loro omogenee o sinergiche esercitate da distinte società già operanti in un gruppo, in una regione, in un dato territorio nazionale.

E veniamo, ora, alle fusioni di cui al punto 4), ossia quelle fusioni che vengono effettuate allo scopo prevalente di costringere i soci di minoranza di date società quotate in borsa a recedere dalla stessa società.

C'è da dire, al riguardo, che alcune legislazioni prevedono il diritto per la società, che possiede il 95% delle azioni di un'altra società, di acquisire il rimanente 5%, in modo che la prima possa raggiungere la totalità delle azioni della seconda.

Ciò all'evidente scopo di limitare le potenziali azioni di disturbo che possono in dati casi attivare gli azionisti di minoranza della data società, quanto per una semplificazione di obblighi informativi

⁵⁵ Si ricorda in proposito la fusione per incorporazione della *Sefimeta* nella *Fimedit* (Gruppo Ferruzzi), avvenuta nel 1988, effettuata per «...costruire un polo di servizi bancari, parabancari, e finanziari capace di operare in posizione di leader sul mercato del risparmio». V., C.PERUZZI, *La nuova finanza di Gardini*, in «Il Sole 24 Ore» del 4 ottobre 1988, pag 19.

⁵⁶ Ricordiamo, al riguardo, nel campo delle telecomunicazioni, la nascita di *Telecom Italia S.p.A.*, gestore unico del settore, avvenuta nel 1994 per incorporazione nella SIP (che a seguito dell'operazione ha mutato denominazione sociale, appunto, in *Telecom Italia*) di IRITEL, ITALCABLE, S.I.R.M. e TELESPIAZIO.

connessi, di solito, al possesso della totalità delle azioni di un' altra società⁵⁷. Per raggiungere questo scopo, la società controllante effettua, alle condizioni previste dalla legge, un'offerta pubblica di acquisto dei titoli non posseduti o di scambio dei medesimi.

Accade qualche volta, che l'obiettivo non viene raggiunto per questa via stante la resistenza di pochi azionisti che non vogliono aderire all'offerta pubblica di acquisto o di scambio lanciata dalla società partecipante. In questi casi, una via alternativa per raggiungere lo stesso scopo è quella dell' incorporazione della data società quotata in borsa, già posseduta quasi al 100%, in una S.r.l. e quindi in una società di tipo differente da quello dell'incorporata.

E veniamo, infine, all'ultimo fine particolare di fusioni desunto dalla ricerca sperimentale, quello cioè di eliminare dal listino di borsa una società quotata, quando la stessa dovesse trovarsi con un oggetto sociale simile a quello della sua capogruppo e quindi con una duplicazione di funzioni con questa società.

Il caso si verifica specialmente nei gruppi costituiti da varie sub-holdings di settore, dove, in seguito ad una riorganizzazione delle partecipazioni possedute nelle varie società, può accadere che una società finanziaria già quotata passi sotto il controllo di altra finanziaria, anch'essa quotata.

Si verifica, pertanto, una duplicazione di funzioni tra la società controllata e la sua controllante, ambedue aventi per oggetto la gestione di partecipazioni sociali; duplicazione che non ha una sua razionalità obiettiva e che può essere eliminata attraverso l'incorporazione della seconda nella prima.

⁵⁷ Come avviene, tra l'altro, nella nostra disciplina giuridica sulle fusioni per incorporazione di società totalmente possedute dall'incorporante, i cui obblighi informativi sono minori rispetto alle fusioni di società parzialmente possedute.

Ricordiamo, al riguardo, che il caso in questione (società finanziarie di gruppo controllate da altre società finanziarie dello stesso gruppo) integra il fenomeno delle società a catena che ha richiamato l'attenzione della CONSOB per le distorsioni che lo stesso fenomeno può provocare nel mercato mobiliare.

Queste società, in sostanza, da una parte funzionano da volano finanziario per la raccolta di capitali nel mercato mobiliare, e ciò determina, quando il numero delle società intermedie costituenti la catena è piuttosto elevato, una discrasia tra il capitale di comando ed il capitale controllata di notevoli dimensioni.

Dall'altra parte, il fenomeno delle società a catena è anche fonte di disorientamento per gli investitori i quali nell'acquistare le azioni di queste società non sempre hanno chiari i collegamenti di partecipazioni esistenti tra le stesse società.

2.4.5. La creazione di valore nelle operazioni di M&A

La creazione di valore a seguito di un'operazione straordinaria deriva da una combinazione e una concomitanza di fattori critici di successo che spazia in un ampio campo delle discipline economiche.

Alle consuete tematiche finanziarie, infatti, si aggiungono motivazioni strategiche, organizzative, gestionali e di sostenibilità che influenzano le quantità e le modalità con cui l'azienda target concorrerà al futuro andamento dei nuovi aggregati consolidati.

In termini di creazione del valore è opportuno analizzare le sinergie e le altre fonti di valore che possono derivare dal consolidamento di due o più unità aziendali distinte.

Tra le fonti di valore economico, potenzialmente presenti nei processi di concentrazione fra imprese, l'incremento del potere di mercato è quella che, tradizionalmente ha suscitato maggior interesse da parte, non solo degli economisti teorici, ma soprattutto delle autorità, preposte alla tutela della concorrenza.

Con l'espressione «potere di mercato» si intende la possibilità, per un'impresa di esercitare un grado di controllo sui propri mercati di sbocco tale da consentirle di praticare prezzi più elevati di quelli che si formerebbero in un regime di concorrenza perfetta. Quando questo si verifica, i prezzi praticati dall'impresa incorporano una frazione, più o meno consistente, di profitti oligopolistici che determina un aumento della redditività aziendale. La capitalizzazione dei maggiori profitti, che l'impresa acquirente è potenzialmente in grado di conseguire per effetto della fusione o dell'acquisizione, corrisponde al valore economico creato dall'operazione.

La crescita esterna può contribuire ad accrescere il potere di condizionamento e di controllo che l'impresa esercita sul mercato in due casi distinti:

1) quando, per effetto dell'operazione, l'impresa raggiunge una quota di mercato talmente alta da esercitare, di fatto, un potere monopolistico;

2) quando il numero delle imprese operanti nel settore si riduce a poche unità, per cui l'elevato grado di interdipendenza fra le politiche di produzione e di prezzo delle singole imprese può indurle a espliciti o taciti comportamenti collusivi, che consentono loro di praticare prezzi artificialmente alti.

Affinchè vi sia un aumento del potere di mercato è, dunque, condizione necessaria che l'impresa acquisita operi nello stesso mercato dell'impresa acquirente, realizzando gli stessi prodotti, o non prodotti altamente fungibili: è questo il caso delle operazioni di integrazione orizzontale in senso stretto. Viceversa, non si può parlare di incremento del potere di mercato quando ad acquisire non è un'impresa già operante, ma una società creata *ad hoc*⁵⁸ o, più in generale, quando fra le imprese coinvolte non vi sono diretti collegamenti di mercato.

D'altra parte, anche nelle fusioni e acquisizioni orizzontali, l'aumento della quota di mercato o del grado di concentrazione del settore non sempre assicura all'impresa acquirente un maggior potere di controllo sul mercato. Questo, infatti, dipende anche da altre variabili che condizionano la dinamica competitiva dei settori e da cui non è possibile prescindere per valutare l'impatto di un'operazione di crescita esterna sulla redditività potenziale dell'impresa. Non basta, quindi, calcolare l'aumento della quota di vendita o del grado di concentrazione del settore per concludere che una particolare acquisizione, aumentando il potere di mercato dell'impresa, ne ha esaltato le potenzialità reddituali. A tale fine, occorre infatti approfondire l'analisi della struttura competitiva dei mercati in cui operano le imprese coinvolte. In primo luogo, la presenza di poche imprese che competono nello stesso mercato non implica necessariamente lo sviluppo di comportamenti collusivi. Le possibilità di collusione si riducono, ad esempio, quando fra le imprese dominanti esiste un sostanziale squilibrio nella ripartizione delle quote di mercato. Questo, infatti, può comportare differenze

⁵⁸ In particolare non possono essere motivate dalla volontà di acquisire potere di mercato quelle operazioni condotte a termine da gruppi di investitori o dagli stessi dirigenti dell'impresa acquisita, come è il caso di *alcuni leverage buyouts o management buyouts*.

nella struttura dei costi o nelle strategie di marketing che ostacolano il raggiungimento di eventuali accordi sulle politiche di produzione e di vendita⁵⁹. In secondo luogo, nel valutare la possibilità da parte di un'impresa di raggiungere posizioni oligopolistiche in un dato mercato, occorre tener presente, nel breve come nel medio-lungo termine, la minaccia rappresentata dai potenziali nuovi entranti.

Si consideri, per esempio, il caso di due imprese A e B, operanti in settori diversi che, mediante l'acquisizione dei rispettivi concorrenti, C e D, aumentino in misura rilevante la propria quota di mercato.

L'impresa AC raggiungerà una quota di mercato tale da assicurare una posizione dominante; tuttavia, nel settore in cui opera, un aumento dei prezzi favorirebbe l'inserimento di importanti produttori stranieri. L'impresa BD dispone anch'essa di una quota di mercato dominante ma, diversamente dall'impresa AC, opera in un settore protetto da elevate barriere tariffarie, pertanto può sfruttare la propria posizione per incrementare i margini di profitto, senza timore di favorire, in tal modo, l'entrata di nuovi concorrenti.

L'esempio proposto consente di chiarire la differenza fra potere e quota di mercato. L'impresa A, acquisendo l'impresa C ha aumentato la sua quota di mercato, ma non il suo potere di mercato; diversamente, l'impresa B, rilevando l'impresa D, ha acquisito, al tempo stesso, quota e potere di mercato, in quanto la presenza di elevate barriere per i potenziali nuovi entranti le consente di sfruttare la posizione dominante raggiunta per incrementare la

⁵⁹ Seguendo un ragionamento diametralmente opposto altri autori sostengono che una distribuzione irregolare delle quote di mercato fra le imprese dominanti facilita il raggiungimento di accordi tendenti a limitare la concorrenza. La tesi si rifà ad un noto articolo di STIGLER, (v. *Monopoly and Oligopoly by Merger*) dove si sostiene che la possibilità di collusione dipendono dalla capacità delle imprese di controllare l'effettivo rispetto degli accordi, taciti o espliciti, poiché il controllo è più semplice se le imprese hanno quote di mercato molto diverse, tale situazione potrebbe favorire questo tipo di accordi. In realtà il problema è più complesso e sembra più attendibile l'ipotesi prospettata nel testo. Per un esame più approfondito, v. J.TIROLE, *The Theory of Industrial Organizations 1988*, p.239-247.

propria redditività operativa. In ultima analisi, dunque, è la presenza o meno di barriere all'entrata, sufficientemente elevate, che determina la sostenibilità del potere di mercato teoricamente raggiungibile mediante le operazioni di fusione e acquisizione. Tale considerazione è in realtà un corollario della teoria dei mercati contendibili⁶⁰, che ha dimostrato come, anche nei settori fortemente concentrati, in assenza di significative barriere all'entrata, le imprese difficilmente realizzano profitti superiori alla norma.

È possibile, allora, distinguere i diversi obiettivi strategici collegati al potere di mercato, a seconda delle caratteristiche di contendibilità dei settori in cui operano imprese acquirenti. Per le imprese che operano nei settori protetti da elevate barriere all'entrata il ricorso alla crescita esterna può essere finalizzato:

- a) a rafforzare le posizioni di mercato, mediante l'acquisizione degli attuali concorrenti
- b) a difendere lo status quo (quando oggetto dell'acquisizione sono imprese particolarmente dinamiche, da poco entrate nel settore o che minacciano seriamente di farlo)
- c) a rilevare imprese in difficoltà o notoriamente in vendita, onde evitare la loro acquisizione da parte di imprese che sono potenzialmente interessate a inserirsi nel settore e che potrebbero, in tal modo, superare eventuali barriere all'entrata.

Negli altri settori, dove l'ingresso di nuovi concorrenti non incontra eccessivi ostacoli, il raggiungimento ed il mantenimento di posizioni dominanti è subordinato alla possibilità di erigere

⁶⁰ La teoria dei mercati contendibili, formalizzata nei primi anni ottanta ad opera di BAUMOL, PANZAR e WILLIG (v. *Contestable Markets and the Theory of Industry Structure*), rappresenta sotto certi aspetti un'estensione ed una sistematizzazione degli studi precedentemente intrapresi da numerosi economisti nell'ambito del filone di ricerca aperto da BAIN (v. *Barriers to New Competition*).

significative barriere all' entrata che salvaguardino i livelli di redditività raggiunti.

Nel complesso, l'importanza del potere di mercato, come fonte di creazione di valore economico, dipende dalla struttura del settore e dalle strategie competitive delle imprese.

Agli inizi del secolo molte fusioni e acquisizioni motivate dalla ricerca di un maggior potere di mercato hanno portato notevoli benefici alle imprese acquirenti in quanto, all' epoca, la situazione competitiva dei principali settori ed in particolare la scarsa differenziabilità dei prodotti, esaltavano il ruolo del potere di mercato come fattore critico di successo per le impresa. In seguito, le trasformazioni dell' ambiente e dei comportamenti competitivi delle imprese hanno progressivamente ridotto l'importanza del potere di mercato. L'elevata dinamicità dei mercati e l'alto tasso di innovazione tecnologica, infatti, abbreviando il ciclo di vita dei prodotti, hanno reso le quote di mercato una variabile più instabile rispetto al passato; inoltre il sempre maggiore contenuto immateriale e tecnologico dei prodotti ha orientato le strategie aziendali verso forme di competizione basate non tanto sul prezzo quanto sulla diversificazione produttiva, sulle politiche di marketing e distribuzione o sui servizi accessori, privando il concetto di potere di mercato del suo originario significato, per collegarlo alla differenziazione del prodotto e inglobarlo nel più generale concetto di vantaggio competitivo. Infine, la progressiva caduta delle barriere protezionistiche e la crescente integrazione dei mercati hanno fatto sì che anche quelle imprese, le cui dimensioni appaiono notevolissime in ambito nazionale, sono di fatto costrette a confrontarsi con concorrenti internazionali di pari livello.

Sulla base delle considerazioni esposte sembra quantomeno inattuale l'orientamento delle autorità antitrust che, in molti casi,

misurano l'aumento della concentrazione, prodotto dalle operazioni di fusione o acquisizione, tramite indicatori come la quota di mercato detenuta dalle principali imprese del settore o con il più perfezionato indice Herfindahl-Hirschman⁶¹. Tali misurazioni, infatti, possono condurre a valutazioni imprecise sugli effetti anti-concorrenziali dell'operazione⁶².

Nel campo delle ricerche empiriche, l'aumento del potere di mercato, come fonte di valore economico, appare difficilmente dimostrabile. Numerosi studi giungono a tale conclusione dopo aver esaminato gli effetti prodotti dall'annuncio di un'acquisizione sul valore di mercato dell'impresa acquirente e dei suoi principali concorrenti. Nella maggior parte dei casi, all'annuncio di un'operazione di fusione o acquisizione, si osserva un effetto positivo sul valore di mercato dei diversi concorrenti. Questo, se da un lato porta ad escludere la possibilità di un incremento del potere di mercato a scapito dei concorrenti, d'altra parte potrebbe essere ritenuto una conseguenza delle maggiori possibilità di accordi collusivi. Tale ipotesi, tuttavia, è smentita dall'assenza di variazioni di rilievo nel valore delle imprese concorrenti, allorché una operazione annunciata viene bloccata dall'intervento delle autorità antitrust. Pertanto, nonostante gli studi empirici confermino che l'annuncio di una possibile acquisizione trasmette solitamente al

⁶¹ L'indice di concentrazione settoriale Herfindahl-Hirschman si calcola sommando i quadrati delle quote di mercato delle imprese che operano nel settore. Se le quote di mercato sono espresse in forma decimale, il valore assoluto dell'indice varia dall'unità, nell'ipotesi di monopolio puro, a valori prossimi allo zero, nel caso di un mercato infinitamente frammentato. L'incremento dell'indice per effetto di un'acquisizione si calcola pertanto moltiplicando per due il prodotto delle quote di mercato dell'impresa acquirente e dell'impresa acquisita (v. G.VOLPATO, *Concorrenza, impresa e strategie*, Il Mulino, 2008, pp. 196-213).

⁶² Il problema sollevato da SCHERER (v. *Economia Industriale. Struttura del mercato, condotta delle imprese e performance*, Milano, Unicopoli, 2009, p.58.) è stato successivamente sviluppato da diversi studiosi che hanno esaminato il caso di alcuni settori dove, nonostante un alto livello di concentrazione, non si osservano alterazioni rispetto a una corretta dinamica competitiva.

mercato un segnale positivo sul valore delle imprese del settore, è probabile che questo non derivi da una presunta possibilità di accordi collusivi, in quanto altrimenti si dovrebbe osservare l'effetto inverso alla notizia del mancato perfezionamento di un'operazione precedentemente annunciata.

Esaminando criticamente le ricerche condotte, non sembrano, dunque, adeguatamente dimostrabili né l'ipotesi di un aumento del potere di mercato a discapito dei concorrenti, né le maggiori possibilità di accordi collusivi. Tuttavia questa conclusione è difficilmente generalizzabile, soprattutto se si tiene conto che si tratta di ricerche e studi condotti prevalentemente sui mercati anglosassoni, dove esiste una lunga tradizione in materia di norme antimonopolio. Analoghe ricerche potrebbero portare a conclusioni radicalmente diverse in quei paesi, come ad esempio l'Italia, dove i problemi legati alla tutela della libera concorrenza sono stati per lungo tempo ignorati dal legislatore.

Analizzeremo, a questo punto, le possibili sinergie ottenibili dall'integrazione fra le attività operative delle imprese coinvolte.

La possibilità, infatti, che lo sviluppo esterno possa creare nuovo valore economico per effetto di queste sinergie, viene indicata da sempre come una delle principali motivazioni delle operazioni di M&A. Le sinergie operative sono potenzialmente presenti quando le operazioni coinvolgono imprese appartenenti allo stesso settore, o a settori che presentano collegamenti tecnologici, produttivi, o di mercato.

Le sinergie operative possono realizzarsi nelle acquisizioni di tipo correlato; in quelle operazioni, quindi, che sono espressione di una strategia di sviluppo monosettoriale, di integrazione verticale, nonché di diversificazione laterale o concentrica. Per definizione le

sinergie operative sono escluse nel caso di fusioni e acquisizioni che rispondono a una logica di diversificazione conglomerale⁶³.

Le potenziali sinergie operative ottenibili variano a seconda delle particolari risorse o attività delle imprese coinvolte, tuttavia, il loro manifestarsi è riconducibile a tre fondamentali fenomeni economico-aziendali: le economie di integrazione, le economie di scale e le economie di scopo.

Le economie di integrazione si hanno quando l'internalizzazione di attività precedentemente svolte all'esterno dell'impresa comporta un vantaggio in termini di efficienza economica che si traduce in minori costi, in un incremento dei margini di contribuzione o in una riduzione del rischio operativo. Assorbendo al proprio interno fasi situate *a monte* o *a valle* del processo produttivo, l'impresa si assicura la continuità degli approvvigionamenti (integrazione ascendente) o una migliore accesso ai mercati di sbocco (integrazione discendente), evitando il rischio di interruzioni dei mercati intermedi; inoltre, disponendo di maggiori e migliori informazioni sui mercati in cui opera, elimina, almeno in parte, il rischio di scelte produttive sub-ottimali, dovute a informazioni incomplete o imprecise.⁶⁴

Ulteriori economie di integrazione si realizzano ogni qualvolta i costi diretti o indiretti delle transazioni eliminate sono superiori ai vantaggi della specializzazione in singole fasi del processo produttivo. Per quanto riguarda i costi diretti di transazione, l'internazionalizzazione di fasi del processo di produzione elimina i costi connessi alla raccolta di informazioni sul mercato, alla ricerca

⁶³ Alcuni autori parlano di sinergie operative anche nelle operazioni conglomerali riferendosi alle possibili sinergie manageriali. L'approccio ha una sua logica se si considerano le risorse manageriali al pari delle altre risorse aziendali, tuttavia poiché la funzione del management presenta una problematica più complessa è sembrato opportuno restringere le sinergie operative al solo caso di operazioni correlate.

⁶⁴ S.SCIARELLI, *Il Sistema d'Impresa*, Padova, Cedam, 1985, pp.176-177.

delle controparti, alla negoziazione di accordi contrattuali complessi, nonché al controllo della loro corretta esecuzione da parte degli altri contraenti. L'integrazione verticale può, quindi, migliorare il rendimento dell'impresa nella misura in cui le risorse che si sarebbero impiegate in attività di raccolta di informazioni o nel perfezionamento e nel controllo delle transazioni possono essere vantaggiosamente impegnate in attività direttamente produttive.

D'altra parte, l'integrazione elimina anche i costi indiretti di transazione che assumono notevole rilevanza se, in un rapporto di mercato e in assenza di precisi accordi di lungo termine, un'impresa deve sviluppare risorse specializzate (impianti, *know-how* o altro) per un particolare cliente o fornitore. Quando questo si verifica, l'impresa è esposta al rischio di possibili comportamenti opportunistici della controparte; rischio che risulta tanto più elevato quanto meno reversibile è il livello di specializzazione delle risorse richiesto dalla peculiare natura della transazione. La presenza di eventuali costi di riconversione può, infatti, in sede di ricontrattazione, diminuire il potere contrattuale dell'impresa nei confronti dei clienti o dei fornitori, riducendone la redditività.

Se la natura delle transazioni effettuate rende questa ipotesi verosimile, il ricorso all'integrazione verticale consente alle imprese di aumentare la redditività potenziale e il proprio valore, specializzando le risorse in misura maggiore di quanto non sia economicamente conveniente per le imprese non integrate.

Nel corso del tempo, l'evolversi delle tecnologie e lo sviluppo di imprese, fortemente specializzate nella componentistica (o in particolari fasi del processo produttivo e distributivo) hanno ridotto in alcuni settori l'importanza delle economie di integrazione. L'impiego di tecnologie di produzione flessibili, l'espansione dei mercati e la crescente diffusione di accordi interaziendali, che

realizzano forme organizzative *a rete*, hanno reso possibile un processo di *unbundling* delle attività aziendali che ha favorito l'*esternalizzazione* di fasi produttive e attività ausiliarie, precedentemente svolte all'interno dell'azienda, rendendo accessibili, anche ad unità aziendali di piccole e medie dimensioni, tecnologie e risorse, prima disponibili solo all'interno delle grandi imprese integrate.

Si pensi all'importanza avuta dalle imprese produttrici di componenti elettronici nel ridurre le barriere all'entrata nel settore dei personal computer o alla raccolta ed alla elaborazione delle informazioni che solo qualche anno fa era prerogative di poche grandi imprese, attrezzate con uffici studi e potenti centri EDP interni, laddove oggi numerose banche dati e società specializzate offrono la possibilità, anche a imprese di modeste dimensioni, di acquisire servizi informativi di eccellente livello qualitativo.

Come le economie di integrazione, anche le economie di scala sono la conseguenza di un uso più efficace delle risorse di cui l'impresa dispone. Derivano, infatti, dalla circostanza che alcune soluzioni, produttive e gestionali, richiedono una data soglia minima di attività per poter essere vantaggiosamente implementate. Inoltre, molte delle risorse, che le imprese impiegano per la propria attività, sono acquisibili solo in «fattori quanti» predeterminati, per cui il loro costo di mantiene fisso per un dato intervallo di variazione del volume produttivo.

All' aumento dei volumi prodotti corrisponde, pertanto, una riduzione del costo unitario medio di produzione, sia come conseguenza di una migliore utilizzazione delle risorse presenti in azienda, sia per il raggiungimento di volumi di attività, tali da rendere economicamente praticabili soluzioni produttive e gestionali più efficienti. Le economie di scala dipendono, dunque, dalle

relazioni fra costi e volumi di produzione; poiché queste variano a seconda del tipo di risorse che partecipano al processo produttivo, l'importanza delle economie di scala dipenderà, sia dal particolare settore considerato, sia dall'evoluzione delle tecniche produttive e gestionali, che possono modificare l'andamento dei costi al variare dei volumi di produzione.

Per effetto delle trasformazioni nel quadro strategico, in alcuni settori è rapidamente aumentata l'importanza di attività che, per poter essere svolte in condizioni di economicità, richiedono il raggiungimento di una certa *massa critica*, come ad esempio, la R&S, la pubblicità, lo sviluppo internazionale. Effetti simili si sono manifestati in tutti quei settori dove un maggiore contenuto tecnologico nei processi produttivi e gestionali ha comportato, a fronte della riduzione nei costi variabili, un aumento dell'incidenza dei costi fissi. Questi mutamenti hanno ridefinito gli equilibri competitivi dei settori interessati a vantaggio di quelle imprese in grado di distribuire i costi fissi su ingenti volumi di attività. In altri casi, la spinta innovativa si è indirizzata verso tecnologie di produzione flessibili, che hanno spostato i termini del problema dalle economie di scala alle economie di scopo⁶⁵.

Le economie di scopo rappresentano in sostanza l'estensione del concetto di economie di scala alle imprese multi prodotto, con la differenza che, in questo caso, si tratta di sfruttare in modo più efficace risorse che possono essere impiegate in processi di produzione di beni o servizi differenti, per cui diviene rilevante, non

⁶⁵ Dalla pubblicazione dei primi lavori, in lingua inglese sulle *economies of scope*, il termine è stato variamente tradotto in lingua italiana, oltre a *economie di scopo* si segnalano le dizioni *economie di interrelazione*, *economie di portata*, *economie di ampiezza*, *economie di raggio d'azione*. Sull'evoluzione dalle economie di scala all'economie di scopo nell'area della produzione, v. M.CAPUTO, *La flessibilità nei sistemi di produzione: dalle economie di scala alle economie di portata*, Genova, 1985.

tanto il volume del singolo processo produttivo, quanto il volume complessivo delle attività interrelate che l'impresa pone in essere.

Esistono risorse che possono essere condivise fra più attività con un aumento meno che proporzionale del costo totale e questo si osserva tanto per attività materiali, come un impianto di produzione, quanto per risorse immateriali come un brevetto, un marchio, o un particolare *know-how* tecnologico o commerciale. In questi casi la produzione congiunta di due beni, che richiedono fattori produttivi comuni, consente di ridurre il costo medio complessivo di produzione. Ipotizzando che l'impresa A disponga di un certo impianto, adibito alla lavorazione del prodotto Y, che tuttavia resti inutilizzato per alcune fasi del ciclo produttivo. Se tale impianto è sufficientemente flessibile da poter essere impiegato per alcune fasi della lavorazione del prodotto Z, fermo restando le altre variabili rilevanti, il costo che l'impresa A sosterrà per realizzare congiuntamente i prodotti Y e Z sarà minore della somma dei costi di due imprese diverse, che producano indipendentemente i beni Y e Z.

Un caso particolarmente interessante di risorse condivisibili è dato dal *know how*, che l'impresa ha acquisito nel marketing o nella produzione di un certo prodotto, e che potrebbe essere trasferito alla produzione ed alla commercializzazione di altri prodotti. La rete di distribuzione rappresenta un altro esempio di risorsa solitamente condivisibile; una volta costituita una rete di distribuzione, il costo addizionale per inserirvi prodotti simili o complementari può essere trascurabile o in alcuni casi persino negativo, se i prodotti inseriti completano la gamma di vendita, ottimizzando il servizio reso al cliente.

In definitiva, la presenza di fattori produttivi caratterizzati, non solo da diversa capacità produttiva, ma anche dalla possibilità di fornire

le loro prestazioni per la produzione di beni e servizi differenti, fa sì che si rendano disponibili presso l'impresa un certo ammontare di risorse inutilizzate.

Le risorse in eccesso possono avere diversa natura: quando si tratta di risorse per le quali esiste un attivo mercato possono essere oggetto di autonome transazioni⁶⁶; in altri casi sono condivise con altre imprese sulla base di accordi che non prevedano mutamenti negli assetti proprietari (*non equity joint venture, licensing, franchising*)⁶⁷. Spesso, tuttavia, transazioni o accordi di questo tipo sono difficili da negoziare, rendere operativi e soprattutto controllare per cui è verosimile che, in molti casi, le risorse in eccesso, piuttosto che essere negoziate con altre imprese, siano impiegate direttamente dall'azienda. Questo può avvenire, sia attraverso un processo di sviluppo interno che tramite operazioni di crescita interna. La scelta dipende essenzialmente dalle modalità con cui si rendono disponibili le risorse in eccesso e dalle caratteristiche dei settori in cui l'impresa intende svilupparsi.

La formazione di risorse in eccesso può essere un fenomeno graduale o manifestarsi in modo istantaneo per effetto di un rapido sviluppo tecnologico, di un'improvvisa trasformazione della struttura di un settore o in conseguenza di modifiche nel quadro di riferimento politico-legislativo⁶⁸. Poiché la crescita esterna è un

⁶⁶ Ad esempio, quando un'impresa si impegna a distribuire tramite i propri canali i prodotti di un'altra impresa o conceda in licenza un proprio marchio affinché sia utilizzato in altri settori.

⁶⁷ Non è infrequente, ad esempio, che imprese operanti in zone diverse o con gamme produttive complementari si accordino per la distribuzione in comune dei loro prodotti o che imprese non concorrenti realizzino campagne pubblicitarie congiunte.

⁶⁸ Sotto questo profilo un caso di scuola sono le fusioni e le acquisizioni realizzate dalle imprese elettriche italiane dopo la nazionalizzazione dell'industria elettrica. La fusione Montecatini-Edison o la strategia di acquisizioni della SME sono un esempio di impiego di risorse liberatesi per effetto di mutamenti nel quadro normativo riguardante il settore energetico (v. L.SICCA, *Strategie d'impresa. La formazione di un gruppo italiano: la SME*, Milano, 1987, pp.13-15). Lo stesso dicasi per le acquisizioni delle compagnie saccarifere statunitensi, dopo la nazionalizzazione delle piantagioni cubane di canna da zucchero.

processo discontinuo, mentre lo sviluppo interno può avere un andamento più graduale, l'impresa potrebbe preferire una delle due opzioni a seconda dei tempi di formazione dell'eccesso di risorse.

La scelta dovrà, in ogni caso, tener conto delle caratteristiche del settore di impiego delle risorse in eccesso. La disponibilità di determinate risorse non è, infatti, di per sé, sufficiente a garantire che l'impresa possa svilupparsi nel proprio settore né, tanto meno, che possa diversificare il proprio portafoglio di aree strategiche di affari in altri settori, impiantando un'attività ex-novo. Le scelte strategiche dell'impresa, infatti, potrebbero richiedere la disponibilità di ulteriori risorse non economicamente riproducibili o non acquisibili autonomamente. È il caso ad esempio di un'impresa che intenda svilupparsi in un settore rigidamente regolamentato, per il quale non sia possibile ottenere ulteriori autorizzazioni o in un settore dove determinate localizzazioni, al momento non disponibili, assumano un'importanza decisiva. In queste circostanze la realizzazione delle scelte strategiche è necessariamente vincolata alla possibilità tecnica, giuridica e finanziaria di acquisire un complesso aziendale già operante. In altri casi, sebbene il ricorso all'acquisizione non sia in teoria una scelta obbligata, in pratica lo diventa perché la realizzazione ex-novo di un certo coordinamento aziendale potrebbe risultare particolarmente laborioso o richiedere tempi eccessivamente lunghi⁶⁹. In determinate situazioni, dunque, la necessità di disporre di attività o complessi coordinati di attività, non economicamente riproducibili, costituisce una barriera

⁶⁹ Il gruppo Fininvest, ad esempio, che aveva individuato la possibilità di effetti sinergici fra le proprie attività nel campo della televisione commerciale e il settore della grande distribuzione, avrebbe potuto, in teoria, realizzare tramite investimento diretto la sua strategia di diversificazione, tuttavia i tempi per la concessione delle licenze o delle autorizzazioni, per il reperimento di immobili idonei in siti commercialmente validi e l'organizzazione di una nuova struttura manageriale e di personale avrebbero richiesto tempi decisamente troppo lunghi e costi probabilmente superiori del prezzo pagato per l'acquisizione della Standa.

all'entrata che può essere superata solo con il ricorso all'acquisizione di un'impresa già operante.

I marchi commerciali, ad esempio, assumono una particolare rilevanza soprattutto in settori maturi, dove l'affermazione di un nuovo marchio comporta, per i potenziali entranti, spese pubblicitarie e promozionali superiori, anche di molto, rispetto agli analoghi costi sostenuti, in periodi precedenti, dalle imprese che già operano nel settore. In altri casi, la presenza di particolari risorse, piuttosto che una barriera all'entrata, costituisce una barriera alla mobilità fra i diversi raggruppamenti strategici in cui si articola un settore. Questo si verifica quando, all'interno dello stesso settore, i fattori critici di successo sono diversi a seconda del segmento di mercato cui l'impresa si rivolge. È il caso, ad esempio, di imprese che, essendo già presenti e affermate nel settore con una certa immagine di marca, incontrano difficoltà a svilupparsi con il medesimo marchio in segmenti diversi del mercato. Quando non è condizionata dall'esigenza di acquisire risorse non economicamente riproducibili la scelta fra acquisizione e sviluppo interno può dipendere dalla situazione competitiva e da valutazioni di opportunità in merito all'aumento di capacità produttiva per cui, almeno nell'immediato, la situazione competitiva ne risulta meno alterata e le reazioni dei concorrenti sono, di solito, più blande.

Infine può assumere rilevanza il fattore tempo. L'instabilità e l'elevato tasso di innovazione, caratteristici di molti settori, rendono lo scenario competitivo estremamente mutevole e incerto. L'efficacia delle decisioni strategiche potrebbe essere indebolita, se non del tutto compromessa, dai tempi lunghi normalmente previsti per lo sviluppo interno, pertanto la crescita esterna può risultare più

vantaggiosa perché riduce i tempi di attuazione della strategia e i relativi rischi⁷⁰

2.5. Il processo di acquisizione

2.5.1. Le caratteristiche generali e gli aspetti critici del processo

Come ogni altra decisione di grande portata strategica, anche la scelta dell'acquisizione impone un accurato processo di analisi, che consenta di soppesarne gli aspetti critici e di valutarne l'effettiva percorribilità.

In questa parte del lavoro l'enfasi sarà pertanto data alla gestione del processo attraverso il quale si perfeziona questa decisione.

La complessità, l'estensione degli effetti da essa generati e l'orizzonte temporale che l'acquisizione comporta per la sua realizzazione obbligano a seguire l'approccio decisionale tipico degli schemi della pianificazione a lungo termine; in effetti si tratta di valutare un progetto pluriennale che coinvolge l'intera struttura aziendale.

In questa prospettiva, una decisione di acquisizione ha forti probabilità di essere realizzata con successo solo se rientra in un disegno strategico ampio e articolato, che la vede inserita con

⁷⁰ P.STAMPACCHIA, *Economia e Gestione delle Imprese Industriali Internazionali*, Cedam, 1984, p. 148.

coerenza e organicità: l'efficacia della decisione dipende proprio dall'accuratezza con cui essa è stata progettata nel tempo.

Per queste ragioni in alcuni grandi gruppi viene definita una vera e propria politica formale di acquisizioni/cessioni, spesso gestita all'interno da un team di manager specializzati in tale attività. In altri casi, invece, il processo si inquadra in una logica di tipo opportunistico, dal momento che la decisione di acquisizione/cessione non rientra in un quadro strategico definito a priori, ma coglie un'opportunità di mercato casuale e non programmata. Alcuni studiosi ritengono che i processi di acquisizione dipendano in massima parte dalla capacità del management di intuire un'*immediate change opportunity*⁷¹.

Prima di procedere, occorre osservare che le operazioni di acquisizione possono essere analizzate sotto due differenti ottiche, che sottendono obiettivi, strategie e modalità di gestione talvolta differenti:

- l'ottica strategica, tipica dell'operatore impresa;
- l'ottica finanziaria, tipica dell'intermediario finanziario.

Nel primo caso il soggetto centrale è l'imprenditore o il management aziendale che interpreta l'acquisizione come strumento di implementazione delle strategie di crescita. Nel secondo caso, invece, il soggetto è un operatore istituzionale che interviene con obiettivi di realizzazione di un *capital gain*; l'acquisizione assume le caratteristiche di un'operazione finanziaria di durata variabile, gestita con la stringente logica di un investimento finanziario che, in tempi più o meno lunghi, deve consentire livelli di rendimento del denaro investito in linea con il grado di rischio assunto.

⁷¹ Sul tema delle acquisizioni come opportunità di cambiamento si veda V.CONCA, *Merger & Acquisition ad a vehicle of change management*, III CEMS Academic Conference, Université louvain-la-Nueve, maggio, 1998.

La distinzione tra le due ottiche non è di poco conto, se si riflette sulla specificità degli obiettivi e sulla diversa natura delle motivazioni sottostanti, che in qualche modo intervengono anche sulle modalità anche sulle modalità di svolgimento dell'operazione sono simili, sia nell'ottica del management sia in quella dell'intermediario finanziario, tuttavia il processo può assumere una fisionomia particolare in funzione delle esigenze specifiche dei due soggetti economici. Le differenze principali tra i due approcci si riscontrano in tre punti:

- 1) l'approccio finanziario non completa la fase di integrazione post acquisizione, fondamentale invece nell'ottica manageriale, o comunque assume tratti meno importanti⁷²;
- 2) nei criteri tipici dell'approccio finanziario una rilevanza fondamentale è data dalla possibilità di *way-out*, assente invece nell'approccio strategico;
- 3) in condizioni normali i prezzi di acquisizione manifestano una differenza sensibile a favore delle acquisizioni industriali, alle quali si riconosce un *premium price* per effetto dei potenziali effetti sinergici.

L'individuazione delle singole fasi attraverso le quali si sviluppa il processo e della loro sequenza logica rappresentano il primo aspetto da affrontare.

Trattandosi di operazioni straordinarie, e quindi poco frequenti, è normale che le imprese non siano adeguatamente preparate ad affrontarle non avendo maturato un'esperienza pregressa.

In queste situazioni, si corre il rischio di condurre il processo in modo non sistematico, in funzione dei problemi che affiorano di

⁷² Salvo nel caso di coinvestimento tra un operatore finanziario e uno industriale.

volta in volta, senza un ordine preordinato, con evidenti sprechi di tempo e risorse.

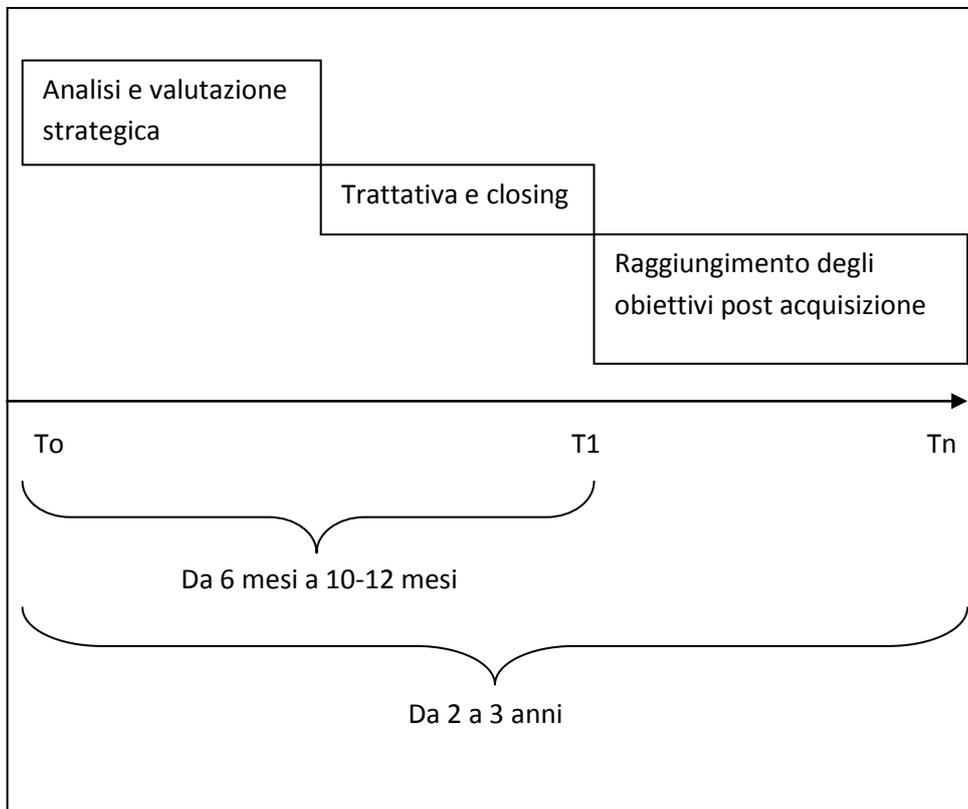
Può capitare che il salto di alcune fasi obblighi a tornare indietro nel processo e a rimettere in discussione aspetti che si ritenevano già chiariti e risolti; il rischio invece diminuisce quando si segue una traccia di riferimento preordinata fin dall'inizio.

Tra l'altro, un'accurata pianificazione delle fasi consente al management di valutare l'esistenza di aspetti particolarmente critici che meritano un'attenzione speciale. Tra le criticità rientrano, per esempio, la durata delle singole fasi e i tempi complessivi del processo.

Dal momento iniziale in cui matura l'idea dell'acquisizione al momento terminale in cui l'operazione si conclude possono passare molti mesi e succedersi cambiamenti (sia di natura interna che esterni all'impresa) in grado di diminuire la coerenza e l'attrattività del progetto iniziale: in casi estremi subentrano fattori che ne mettono persino in dubbio la prosecuzione.

Per rispondere a queste incertezze è necessario pianificare i tempi specifici di ogni fase e darsi un obiettivo di tempo complessivo, entro il quale il processo si deve concludere.

Lo schema seguente illustra le principali fasi e i relativi tempi medi che generalmente caratterizzano ogni singolo processo acquisitivo.



L'obbligo di un'accurata azione di planning risponde anche a esigenze contingenti: non va dimenticato che il management responsabile di seguire e coordinare il processo ha un duplice impegno, essendo coinvolto contemporaneamente sul fronte della gestione corrente.

L'allungamento dei tempi di avviamento e di preparazione dell'operazione comporta una serie di problemi:

- distrarre l'attenzione dalla routine quotidiana, con conseguenze di minore efficacia operativa;
- sottoporre le persone a uno stress ulteriore, in funzione dell'importanza del progetto;

- disincentivare il team di lavoro, che vede allontanarsi il momento terminale in cui si concretizza il lavoro svolto;
- aumenta la possibilità che l'opportunità dell'acquisizione venga colta da altre imprese, anche non concorrenti.

In linea generale, il fattore temporale gioca sempre un ruolo fondamentale e in determinate condizioni l'acquisizione genera notevoli benefici solo per chi gioca d'anticipo: decisioni inaspettate spiazzano letteralmente la concorrenza e la velocità di azione non consente di intervenire con decisioni e manovre di disturbo o di blocco. La rapidità decisionale assume poi maggiore rilevanza quando il numero delle potenziali *targets* è assai limitato e facilmente individuabile, non fosse altro per l'effetto sui prezzi delle transazioni che avvengono a seguito della prima mossa.

Ogni operazione di M&A è connotata da proprie specificità, e quindi non è agevole trovare standard di riferimento validi a livello generale. Tuttavia, da una ricerca effettuata da alcuni operatori del settore⁷³ si desume che i tempi ritenuti normali per la chiusura della prima fase del processo, rientrano in un periodo massimo non superiore ai dodici mesi, mentre i tempi previsti per l'ottenimento dei risultati finali del processo, pur variando in funzione degli obiettivi sottostanti, prevedendo un orizzonte medio di due-tre anni. Alcuni operatori istituzionali ritengono che, salvo situazioni molto particolari, lo slittamento dei tempi oltre i dodici mesi rappresenti un segnale non positivo per il successo dell'operazione.

A conferma di questa asserzione si osserva che, se l'intenzione delle parti è seria, la trattativa si deve concludere in tempi abbastanza contenuti; ogni slittamento ulteriore indica l'insorgenza di problemi

⁷³ I risultati della ricerca derivano da un panel permanente con i principali operatori del settore, sulla base dell'esperienza maturata in un orizzonte temporale significativo (almeno cinque anni) e sulla base di un campione di oltre 300 operazioni gestite direttamente dagli stessi.

e difficoltà che allontanano le parti dalla conclusione. Il controllo dei tempi non è sicuramente agevole e la possibilità di abbreviarne la durata è strettamente correlata al potere negoziale tra le parti in causa.

In genere, quando si riscontra un forte squilibrio tra le parti, i tempi tendono ad accorciarsi, sia nel caso di successo dell'operazione, sia in quello di fallimento della trattativa; al contrario, situazioni di sostanziale equilibrio nei rapporti di forza portano a sensibili dilatazioni dei tempi.

Sotto questo profilo, l'intervento di consulenti o di operatori finanziari specializzati, soprattutto nella fase iniziale della trattativa, assume un ruolo determinante. Essi infatti coordinano il processo in modo da imporre i ritmi e i tempi adeguati per ogni tipo di operazione: l'intervento esterno contribuisce a garantire l'efficienza del processo.

Ciononostante si riscontrano situazioni che deviano dalla norma e presentano modalità di svolgimento e tempi anomali: per esempio, nei casi di acquisizione di società di piccole dimensioni da parte di grandi gruppi multinazionali, il passaggio dal momento della decisione iniziale alla conclusione della trattativa può anche svolgersi rapidamente e concludersi in meno di sei mesi.

Il processo di acquisizione è assai complesso e articolato e si sviluppa con il susseguirsi di una serie di fasi che si presentano normalmente in via sequenziale, in modo tale che alla conclusione di ognuna di esse segua il passaggio automatico a quella successiva.

La relazione tra ogni fase è molto stretta, in quanto l'output del momento precedente diventa l'input per quello che lo segue; per questo motivo il processo si sviluppa in modo organico solo quando gli input di ogni fase sono coerenti rispetto al contenuto e agli obiettivi in questione. Quando ciò non accade il processo tende a

bloccarsi, dando luogo a fenomeni di retroazione, che fanno assumere al processo caratteristiche di circolarità.

A conferma di quanto detto, può succedere che il lavoro di analisi svolto in una singola fase porti il management a conclusioni tali da rimettere in discussione le ipotesi di lavoro iniziali, e pertanto si è obbligati a riprendere il percorso dalla fase precedente.

La frequenza dei casi di circolarità è tipica dei progetti complessi, nei quali è inevitabile lavorare inizialmente su ipotesi grezze, la cui correttezza e il cui affinamento si possono verificare solo in momenti successivi; in quest'ottica, ogni fase incrementale deve consentire da un lato di valutare il grado di coerenza (e conseguentemente di fattibilità) delle ipotesi su cui si sviluppa la decisione, e dall' altro di avviare un nuovo stadio decisionale.

La complessità del processo e la numerosità delle variabili in gioco fanno sì che ogni singola strategia acquisitiva manifesti caratteristiche proprie circa i contenuti e la durata delle fasi, anche se lo schema che vedremo più avanti individua tre macrofasi generali, che rappresentano l'iter normalmente riscontrabile nella maggioranza dei casi.

Pur rispettando la sequenza logica delle tre macrofasi, è anche possibile il verificarsi di situazioni caratterizzate da salti di fase, che rendono più semplice e rapido il passaggio verso la decisione finale.

I salti di fase avvengono quando le controparti concordano pienamente sulle modalità di impostazione e di risoluzione dei problemi posti in una fase del processo che, per l'appunto, viene evitata o fortemente semplificata.

Di norma il processo segue il classico schema di tipo *top-down*, in cui la decisione parte dal vertice aziendale e mano a mano si sviluppa sino alla conclusione dell'acquisizione; la maggior parte

delle decisioni segue questo percorso logico, in cui l'input iniziale proviene dall'interno.

Non si può escludere, tuttavia, che il processo assuma uno schema diverso di tipo *bottom-up*, ovvero parta da un presupposto completamente opposto, in cui la decisione dipende dall'informazione, talvolta casuale, che una società è apparentemente acquisibile. In questo caso il processo si rovescia e l'analisi si differenzia da quella precedente per il semplice motivo che la fase centrale della valutazione strategica si colloca in un momento successivo, in quanto dipendente dall'input informativo iniziale.

Quando all'analisi interna si sostituisce un input di tipo esterno, il processo assume presupposti completamente diversi, e l'operazione di acquisizione da necessità strategica si trasforma in un'opportunità da cogliere, in linea con il concetto di *immediate change opportunity*. Questo presupposto influisce chiaramente su alcuni punti del processo in esame, essendo diverso l'atteggiamento dell'acquirente nei confronti del problema.

Come sopra accennato, lo schema classico a fasi sequenziali si può trasformare in un processo di tipo iterativo e circolare, nel senso che possono verificarsi situazioni nelle quali a un certo punto si è obbligati a tornare indietro e a ripercorrere una fase precedente, poiché la situazione in quel preciso momento palesa elementi nuovi e imprevisti che modificano le valutazioni espresse nelle fasi precedenti.

L'iterazione del processo si manifesta con frequenza nelle seguenti occasioni:

- quando l'analisi delle aziende *targets* non soddisfa completamente i requisiti strategici richiesti dal progetto;

- quando i risultati della fase di valutazione finanziaria non rendono percorribile l'alternativa scelta;
- quando l'analisi delle possibili sinergie con la target porta a risultati non accettabili o altamente rischiosi;
- quando nella *due diligence*⁷⁴ si evidenziano problemi tali da giustificare o un abbandono dell'alternativa considerata, o una revisione degli obiettivi e delle procedure di analisi dei dati.

Il processo di acquisizione, quindi, si può sinteticamente descrivere attraverso tre macrofasi caratteristiche, che identificano anche i principali problemi che devono essere superati per procedere nella decisione. Tali fasi necessitano di competenze manageriali assai specifiche; per questo motivo la gestione di ogni singola macrofase è in genere assegnata a un team di risorse particolarmente qualificato e adatto al compito da assolvere. Ogni singola macrofase, poi, è articolata in ulteriori sottofasi, che verranno descritte nei capitoli successivi.

Il presupposto in base al quale vengono prese in considerazione le decisioni di acquisizione è fondato sulla convinzione che esistano significativi benefici potenziali: questa giustificazione deve emergere dalla prima fase di analisi, che riguarda proprio il profilo strategico della decisione.

L'analisi strategica può confermare le strategie attuali o giungere a cambiamenti dell'assetto strategico complessivo; in ambedue le

⁷⁴ La *due diligence* si può definire come un processo investigativo sulla struttura operativa ed economico-finanziaria della società *target*. Normalmente l'investigazione non viene effettuata direttamente dall'impresa acquirente (salvo casi del tutto particolari), ma demandata a enti o professionisti qualificati nelle singole aree coperte dall'indagine. Lo scopo primario delle *due diligence* è di ottenere, in una fase compresa tra la stipulazione della lettera d'intenti e il perfezionamento del contratto, una conoscenza preliminare diretta e sufficientemente organica sulla veridicità delle informazioni fornite dal venditore, sull'esistenza di costi occulti nel bilancio della *target* e di oneri e rischi latenti nell'operazione.

situazione l'acquisizione deve risultare come lo strumento migliore per raggiungere gli obiettivi prefissati.

In questi due casi gli obiettivi dell'acquisizione saranno ovviamente differenti: mentre nel primo l'acquisizione si propone come elemento di rafforzamento della continuità strategica, non dando luogo a difficoltà particolari di attuazione, nel secondo caso l'acquisizione può rappresentare un momento assai delicato nel percorso di sviluppo dell'impresa, in quanto strumento di *change management*⁷⁵.

Nella prima macrofase il fattore critico è rappresentato dalla correttezza della visione strategica di fondo, che deve fornire indicazioni atte a intuire e dimostrare se e come l'acquisizione possa essere una soluzione idonea e fattibile.

Il compito di pervenire a questa convinzione è demandato in genere al management interno, in grado di valutare razionalmente, e meglio di chiunque altro, le possibilità di successo della strategia esaminata. Quando l'acquisizione comporta l'analisi di segmenti di mercato sui quali il management interno non possiede né conoscenze né competenze particolari, è prassi diffusa coinvolgere entità esterne specializzate, che aiutino a valutare l'efficacia strategica delle scelte ipotizzate. Anzi, nei mercati più evoluti succede frequentemente che le stesse società di consulenza propongano direttamente alle imprese opportunità di ingresso in settori limitrofi o in nuovi settori mediante acquisizioni, anche in assenza di input interni.

I profondi mutamenti negli scenari di ogni settore, i cui confini appaiono sempre meno individuabili, e la molteplicità dei fattori di

⁷⁵ Analizzando le differenti motivazioni sottostanti le decisioni di acquisizione si può comprendere se tali processi sono stati progettati per rispondere concretamente alle esigenze di gestione del cambiamento; alcune ipotesi di ricerca al riguardo si trovano in V.CONCA, *M&A as a vehicle of change management*, III CEMS Academic Conference, Université Louvain-la-Nueve, maggio, 1998.

potenziale cambiamento rendono la fase dell'analisi strategica particolarmente delicata.

La seconda macrofase attiene gli aspetti di gestione della negoziazione e di conclusione dell'accordo. Essa comprende una serie di sottofasi sequenziali, attraverso le quali si giunge al cosiddetto *closing*, momento che porta alla firma del contratto definitivo di acquisizione e al successivo passaggio del controllo della società ai nuovi soci. Rispetto alla fase precedente, questo momento del processo è caratterizzato da elementi critici di natura completamente diversa: dalla fase iniziale, che riguarda la razionalità della decisione, si passa infatti alla sua traduzione operativa e alla formalizzazione dell'accordo.

Una volta superati i dubbi e le incertezze legate alla bontà strategica del progetto, il problema è demandato ai negoziatori, ovvero a coloro che hanno il compito di trovare un accordo e di procedere all'attuazione concreta dell'operazione, compresi gli aspetti formali e contrattuali.

Nella trattativa assumono rilevanza molteplici aspetti, tra i quali:

- l'effettivo grado di interesse da parte di ambedue le parti a concludere l'operazione;
- la forza contrattuale specifica, dalla quale dipendono le condizioni di scambio;
- la capacità di trovare soluzioni tecniche in grado di risolvere i problemi che si presentano, anche a livello formale.

Un ruolo cruciale in questa fase è assunto da consulenti e professionisti esterni, nella maggior parte dei casi chiamati a coordinare e gestire direttamente la trattativa, la competenza tecnica, la capacità negoziale e l'esperienza maturate in numerose situazioni simili sono elementi irrinunciabili per il buon esito dell'operazione.

Infine, nella terza macrofase, definita come fase dell'integrazione della società acquisita, il management della società acquirente è chiamato a realizzare gli obiettivi individuati nell'acquisizione; si tratta quindi di gestire una struttura nuova e di riuscire a renderla compatibile con quella preesistente.

La necessità di procedere all'integrazione post acquisizione si pone esclusivamente nei casi in cui l'acquirente intende assorbire l'acquisita, sia a livello formale, attraverso la successiva fusione, sia a livello sostanziale, imponendo nuovi criteri di gestione, ma lasciandola comunque autonoma sotto il profilo giuridico.

Il problema dell'integrazione si supera quando le società acquisite continuano a mantenere una completa autonomia giuridica e decisionale, come accade per le operazioni di acquisizione motivate da intenti finanziari, nelle quali il compratore è tipicamente una merchant bank o un fondo chiuso.

Come si può intuire, i fattori critici della fase di integrazione riguardano le capacità organizzative necessarie per attivare le sinergie conseguibili e il superamento dei problemi legati alla cultura aziendale prevalente, che in alcuni casi deve essere completamente rimossa e in altri parzialmente corretta.

Le decisioni sulla tipologia delle risorse coinvolte nel processo di integrazione dipendono da valutazioni specifiche da parte del management dell'acquirente, in relazione alla qualità e alle competenze delle risorse trovate nella società acquisita: l'approccio più razionale per impostare le azioni da intraprendere vorrebbe coinvolti nel processo il management di ambedue le società, con pesi diversi da caso a caso.

La relazione tra i problemi da risolvere in ogni fase e l'individuazione delle risorse più adeguate a cui affidarne l'attuazione è analizzata nello schema seguente, da cui risulta come

le combinazioni necessarie per procedere con successo in ogni fase siano alquanto differenti⁷⁶.

Macrofasi	Fattori critici	Risorse coinvolte
Fase 1 Analisi e valutazione preventiva a livello strategico	Capacità di visione strategica	Management interno dell'acquirente
Fase 2 Negoziazione e Closing	Forza contrattuale Capacità negoziali Livello del prezzo	Esterni: in genere consulenti e professionisti
Fase 3 Integrazione ex post	Capacità organizzativa Leadership Cultura prevalente	Management di ambedue le società

2.5.2. L'analisi e la valutazione strategica preventiva

Il processo prende avvio con la fase dell'analisi strategica preventiva, dalla quale deve maturare la convinzione che l'acquisizione rappresenti la risposta corretta ai problemi che l'impresa intende risolvere.

⁷⁶ V.CONCA, *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, Milano, EGEA, 2010, p.53.

Partendo dalla valutazione della coerenza strategica dell'alternativa esaminata, il processo si sviluppa per gradi successivi, fino ad arrivare alla ricerca delle alternative disponibili: l'obiettivo conclusivo è di definire un quadro ideale di riferimento dell'impresa *target*, in modo da facilitare l'identificazione dei soggetti che rispondono ai requisiti desiderati.

Le sottofasi tipiche che normalmente compongono questo primo momento di analisi riguardano:

1. l'impostazione strategica;
2. la definizione degli obiettivi dell'acquisizione e l'identificazione del profilo ideale della *target*;
3. la ricerca delle alternative.

Il punto di partenza consiste nel valutare il quadro strategico complessivo di riferimento, all'interno del quale il progetto deve trovare una collocazione precisa e coerente.

In particolare, una corretta impostazione strategica del problema richiede che si segua un processo di *audit strategico*, basato essenzialmente sui seguenti punti:

- l'analisi del settore, della concorrenza, delle variabili competitive;
- il riconoscimento oggettivo delle aree di debolezze dell'impresa;
- l'identificazione delle possibili economie e delle sinergie conseguibili, soprattutto in relazione al rafforzamento delle aree deboli;
- la verifica della rispondenza dell'operazione al disegno strategico complessivo.

L'analisi del settore, della concorrenza e delle variabili competitive è importante per comprendere il contesto particolare in cui opera l'impresa. Oltre a considerare lo *status quo* al momento in cui si affronta il problema, è indispensabile valutare le conseguenze future che il progetto determinerà nel sistema competitivo. Si tratta di

comprendere da un lato il vantaggio competitivo conseguibile e dall'altro le eventuali reazioni dei concorrenti e il mutamento dei rapporti di forza con le imprese a monte (i fornitori) e a valle (i clienti).

La capacità di simulare gli effetti che la decisione potrebbe determinare sul piano competitivo può diventare l'elemento di valutazione decisivo. Accertata la validità dell'alternativa sul piano strategico, si procede a esaminare attentamente i punti di forza e di debolezza attuali, dai quali si devono ricavare gli elementi necessari per definire il profilo ideale del candidato e avviare di conseguenza l'attività di primo *screening*.

La fattibilità del progetto dipenderà dalla dinamica evolutiva del settore e dal grado di concentrazione attuale e prospettico, tenuto conto in particolare della numerosità delle imprese che rispecchiano i requisiti ritenuti essenziali per l'acquisizione.

Per quanto concerne lo spettro delle soluzioni possibili, è evidente che al loro aumentare corrisponderà una maggiore complessità dei processi da adottare per scegliere la migliore acquisizione possibile; al contrario, la scelta sarà più facile, ma probabilmente più onerosa, nei segmenti di mercato dove le società *targets* sono meno numerose.

La determinazione del profilo ideale del candidato rifletterà i giudizi del management in merito alle sinergie potenzialmente conseguibili. A tale fine, un elemento su cui è necessario porre grande attenzione riguarda proprio l'identificazione delle possibili sinergie: errori di sopravvalutazione in questa fase conducono ad avviare operazioni che non riescono a conseguire gli obiettivi predeterminati, con il rischio di non contribuire a creare valore, bensì di distruggerlo.

L'analisi delle sinergie possibili deve essere esaminata alla luce dei punti di debolezza emersi in sede di analisi preventiva;

l'acquisizione dovrebbe infatti colmare le lacune e i punti deboli che l'acquirente da solo non può o non riesce a rimuovere. In questo caso diventa essenziale il collegamento logico con le valutazioni strategiche precedenti, che identificano le sinergie rilevanti e indicano le linee guida per procedere nella direzione desiderata.

Gli sforzi devono essere indirizzati a stimare le prospettive di valore conseguibili dopo l'integrazione; una difficoltà ricorrente in questo campo riguarda proprio la capacità di individuare in modo oggettivo i fronti su cui realizzare le sinergie e di stimarne il livello concretamente raggiungibile.

Queste prime valutazioni, ancorchè a livello generale, consentono di verificare la rispondenza dell'operazione al disegno strategico complessivo; se condivise, esse diventano l'input necessario per passare alla fase della definizione degli obiettivi dell'acquisizione.

Con la conclusione della prima fase si giunge a razionalizzare una prima idea, in parte ancora grezza, sulla validità del progetto, che comunque deve passare a un successivo affinamento.

Il momento della definizione degli obiettivi dell'acquisizione ha il compito di delineare il contesto complessivo dell'operazione e di disegnare il modello delle società ideali da acquisire, in coerenza con le valutazioni emerse e livello strategico.

Per raggiungere questo scopo la direzione dell'impresa dovrà procedere a una serie di analisi, che devono approfondire i seguenti aspetti:

- le caratteristiche dell'impresa *target*;
- il timing dell'operazione;
- il livello dell'investimento complessivo;
- il prezzo limite di offerta;
- le implicazioni sul piano economico-finanziario.

Le caratteristiche di queste analisi fanno capire che il processo sta entrando in una fase più operativa, e una prima indicazione utile in questa fase riguarda in modo particolare la sopportabilità finanziaria dell'operazione.

Pur in assenza di un candidato specifico, ma avendo ben presenti le caratteristiche essenziali dell'impresa *target*, è opportuno valutare in modo congiunto il possibile timing dell'operazione e le implicazioni sul piano finanziario, anche per poter programmare le forme di copertura più opportune. A tale proposito si rammenta che l'impatto finanziario complessivo dipende da due componenti distinte: 1) dal prezzo della transazione 2) dagli investimenti necessari per portare l'acquisita agli standard operativi desiderati⁷⁷.

Il collegamento tra i due fattori assume una delicatezza particolare per quanto riguarda il comportamento da tenere sul fronte del prezzo: la fissazione di un prezzo di riferimento appare infatti indispensabile, anche se non si è ancora affrontato il problema della valutazione finanziaria della *target*.

Per evitare che il management responsabile della negoziazione possa essere personalmente coinvolto nell'operazione, è buona norma fissare a priori, prima di avviare la negoziazione, un livello massimo di prezzo a cui attenersi, e una prima idea di massima su questo limite nasce proprio dalle considerazioni in merito ai punti sopra citati. Questa impostazione agevola fortemente il negoziatore, in quanto da un lato lo responsabilizza, dall'altro consente eventuali vie di fuga, necessarie in situazioni che eccedono il mandato a lui assegnato.

La fissazione di un prezzo target consente di beneficiare di numerosi vantaggi come la possibilità di limitare l'esborso

⁷⁷ V.CONCA, *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, Egea, Milano, pp.91-92.

finanziario, di favorire la programmazione dei flussi e la compatibilità finanziaria del progetto, e infine consente di vincolare il negoziatore a richiedere un'ulteriore approvazione esplicita da parte del top management in casi eccezionali.

Quando si fa riferimento agli obiettivi dell'acquisizione va ricordata la necessità di distinguere tra i due approcci classici, quello strategico e quello finanziario.

Nel primo caso, che segue una logica di sviluppo industriale, le valutazioni in merito sono correlate alle sinergie, alle modalità di integrazione e ai piani futuri; il secondo, invece, si configura in maniera differente, sia per scopi sia per modalità dell'intervento, dal momento che si limita all'attesa di un rendimento economico, e non affronta le problematiche operative tipiche delle due imprese coinvolte nell'operazione di M&A.

A questo punto il progetto strategico è stato definito almeno nei suoi tratti principali, e le indicazioni che emergono consentono di avviare la successiva fase di ricerca delle alternative.

Con l'apertura di questa fase si entra in un momento completamente diverso, perché si passa da una situazione ideale, in cui l'oggetto è un progetto ancora astratto, a una situazione concreta, in cui si deve misurare con la realtà del mercato.

Questa fase è connotata da un grande sforzo di ricerca sul mercato domestico o internazionale, secondo gli obiettivi indicati in precedenza, allo scopo di individuare le imprese che possiedono i requisiti ritenuti indispensabili.

La possibilità di centrare l'obiettivo dipende dalla profonda conoscenza del mercato, dei concorrenti, dei clienti e dei fornitori, e in generale di tutte le imprese, sia di recente costituzione sia di altre, magari poco conosciute, che possano soddisfare gli obiettivi della ricerca. Essa si deve porre l'obiettivo di individuare un numero di

candidati potenziali congruo (quattro o cinque imprese), per poter procedere a una selezione che consenta alla fine di mettere a confronto più di un' alternativa, evitando di essere obbligati a valutare un unico candidato; per questi motivi l'esperienza pregressa nel settore diventa un elemento di importanza cruciale.

La ricerca delle alternative comprende alcune attività ben precise che, se svolte con metodo, aumentano l'efficacia dell'analisi e aiutano il management nella decisione da prendere. Pertanto, è necessario stabilire una serie di criteri guida utili per orientare la selezione. I criteri dovranno essere coerenti con gli obiettivi che il management si prefigge con l'acquisizione e riflettere i risultati del lavoro di analisi strategica effettuato in precedenza.

I criteri di selezione rilevanti, in ordine di importanza, possono essere classificati come segue⁷⁸:

- grado di coerenza strategica complessiva;
- presenza dei requisiti sostanziali richiesti (in ordine di priorità);
- compatibilità organizzativa;
- fattibilità finanziaria;
- possibilità di contatto.

Un'attenzione particolare deve essere rivolta ai requisiti ritenuti indispensabili alla loro classificazione in ordine di importanza.

Per una maggiore efficienza di analisi, è opportuno definire i criteri sui quali costruire il ranking delle alternative disponibili prima della fase di ricerca vera e propria, in modo da rendere l'analisi quanto più oggettiva possibile. Inoltre, una definizione rigorosa del ranking

⁷⁸ Secondo alcuni autori (M.SABINE, *Alta finanza aziendale*, Milano, IPSOA, 1989) i principali criteri guida si possono raggruppare come segue:

- criteri strategici;
- criteri finanziari;
- criteri particolari;
- criteri dimensionali;
- criteri di fattibilità finanziaria.

consente di capire, ove l'alternativa migliore non fosse percorribile, su quale soluzione si debba ripiegare e a quali requisiti si debba invece rinunciare. Dopo aver svolto l'attività di ranking si può procedere alla ricerca vera e propria delle possibili *targets*.

È noto tra gli operatori che le maggiori difficoltà in questa fase sono legate alla capacità di individuare un numero sufficientemente ampio di candidati, a causa dell'elevato tasso di mortalità che la selezione comporta nei momenti successivi.

Per queste ragioni si suggerisce di valutare le possibilità che si presentano con grande flessibilità, consapevoli di quanto sia difficile trovare un'alternativa concretamente disponibile, che rispecchi in pieno le caratteristiche richieste. Ciò non significa rinunciare a requisiti ritenuti indispensabili, ma essere preparati a sacrificarne alcuni, anche se di qualche importanza.

Proprio a esemplificare le situazioni in cui il processo assume caratteristiche di circolarità, accade frequentemente che l'impossibilità di trovare imprese con le caratteristiche fissate nel primo *screening* obblighi il management a rivedere i criteri di scelta e la scala delle priorità stabilite in precedenza. In casi estremi, può capitare che ci si debba accontentare di ciò che il mercato offre in quello specifico momento. In tali situazioni si può decidere di abbandonare la linea della crescita esterna e valutare altre alternative disponibili, non ultima quella dell'investimento interno o di alleanze strategiche particolari.

La possibilità di pervenire a una significativa rosa di candidati dipende dalla rigosità dei criteri di selezione, dal tempo disponibile e dalla qualità delle risorse utilizzabili nel progetto.

Il lavoro di individuazione delle società *targets* può essere alternativamente svolto con una soluzione interna o esterna. La scelta di affidarsi a partner esterni dipende dalla natura e dagli

obiettivi che ci si prefigge con l'eventuale acquisizione. Il ricorso all'opzione interna, invece, è più facile se le imprese fanno parte del medesimo settore o di un settore correlato, cioè nel caso in cui gli obiettivi siano quelli di consolidare o di sviluppare la posizione di mercato. Per acquisizioni di questo tipo il management interno possiede solitamente una preparazione sufficiente a individuare le alternative disponibili nel modo più soddisfacente rispetto a qualsiasi soggetto esterno.

Le difficoltà aumentano per acquisizioni finalizzate all'ingresso in nuovi mercati e per acquisizioni a fini di diversificazione, dove si corre il rischio di ignorare società che potrebbero essere considerate come partner del progetto; ciò avviene quando si prendono in considerazione mercati geograficamente lontani o segmenti di mercato nuovi o parzialmente conosciuti.

Qualora il management interno non fosse in grado di esprimere una rosa di candidati esauriente nel numero e convincente nelle caratteristiche, si ricorre a una ricerca esterna, coinvolgendo società particolarmente attive nel settore. La scelta ricade su società (*advisor*) che hanno maturato esperienze significative nel settore di riferimento e che dispongono di qualificati database; a esse viene dato il compito di valutare il mercato potenziale e di esplorare la fattibilità dell'operazione.

Concludendo, la soluzione interna è sicuramente preferibile, essendo a costo quasi nullo e di immediata attuazione; quando si tratta, poi, di valutare imprese abbastanza simili, che operano nel medesimo segmento o in mercati correlati, essa consente di stimare con più certezza gli eventuali problemi di integrazione e facilita la rapidità di valutazione delle sinergie conseguibili.

2.5.3. La fase della negoziazione

La seconda macrofase del processo riguarda l'avvio, la gestione e la conclusione definitiva della trattativa; essa si caratterizza per il passaggio dall'ideazione progettuale alla realizzazione pratica dell'operazione.

Poiché l'obiettivo da perseguire è concludere l'operazione, le analisi a livello strategico e di benchmark competitivo, svolte nella macrofase precedente, rappresentano la base di riferimento per identificare le società acquisibili. In questa fase del processo i momenti critici che ne determinano il successo sono rappresentati proprio dall'identificazione del candidato ideale e dall'impostazione di un'efficace strategie negoziale. Nella gestione dei problemi negoziali e di formalizzazione dell'accordo il contributo del management assume una rilevanza secondaria: sono rare le situazioni in cui questa fase viene interamente eseguita da personale interno. Per le sue caratteristiche intrinseche, si tratta di un momento del processo altamente stressante, che deve essere seguito e coordinato con modalità peculiari.

Il successo della trattativa è fortemente collegato alla qualità del team di persone coinvolte; è essenziale la costituzione di un team professionale, con capacità di natura sia tecnica sia psicologica. L'aspetto psicologico, in particolare, è elemento centrale nelle strategie negoziali e il buon esito della negoziazione dipende dalla capacità di percepire e gestire l'esistenza di momenti e situazioni di crisi e difficoltà. Per queste ragioni è consigliabile ricorrere a consulenti e professionisti esterni, che comunque mantengono un continuo contatto con il management.

Il management interno ha compiti di supporto, segue lo sviluppo del processo e fornisce l'assistenza e le informazioni necessarie per il costante dialogo con le controparti⁷⁹.

Un caso particolare si prospetta nelle situazioni che coinvolgono direttamente la figura dell'imprenditore, dove le abituali regole del gioco sono spesso disattese. Nelle imprese a gestione familiare, soprattutto quando impresa e imprenditore tendono a coincidere, gli interessi dell'impresa corrono il rischio di passare in secondo piano rispetto a quelli di natura personale.

Il comportamento dell'imprenditore ha un ruolo centrale nel processo, e lo svolgimento della trattativa assume percorsi difficilmente programmabili. Alla forza dell'oggettività, maggiormente presente nel team esterno, si contrappone la debolezza di una visione troppo personale e altamente soggettiva, tipica dell'imprenditore. Infatti la delicatezza della decisione fa sì che egli non riesca a estraniarsi completamente e a delegare la gestione della negoziazione, e questo fattore disturba la trattativa, in taluni casi soggetta a interventi e richieste di natura emotiva e scarsamente razionali che ne possono compromettere la prosecuzione.

Talvolta si assiste anche alla partecipazione diretta dell'imprenditore al tavolo delle trattative, con esiti assai imprevedibili. Quando ciò accade, il rischio è molto elevato: o l'imprenditore gestisce la trattativa in prima persona, ottenendo il massimo risultato (situazione peraltro non frequente), oppure le difficoltà tendono ad aumentare, poiché, pur essendo fortemente determinato nelle sue convinzioni, egli non riesce a mantenere una posizione oggettiva. È anche vero che talvolta le capacità e le

⁷⁹ T.UBERTAZZI, *Il processo di acquisizione di imprese*, Padova, CEDAM, 2008, p. 175 e ss.

caratteristiche soggettive dell'imprenditore, quali la personalità, la determinazione, la leadership, l'empatia, condizionano l'accordo più di ogni altro elemento tecnico.

Nelle due alternative la strategia negoziale segue una logica contrapposta; se la gestione diretta pone l'imprenditore nella condizione di non poter temporeggiare e rimandare alcune decisioni cruciali, la strategia di proporre soluzioni da sottoporre in seguito alla sua approvazione viene invece utilizzata quando egli segue l'operazione da dietro le quinte. Lasciando l'ultima decisione all'imprenditore si dà maggiore flessibilità alla negoziazione.

Come ogni altra negoziazione, anche questo tipo di operazione non sfugge alle leggi dello scambio, che prevedono la partecipazione di due soggetti, relazionati da un rapporto reciproco di *do ut des*.

Un approccio razionale alla strategia negoziale non può prescindere dai seguenti presupposti fondamentali:

- la valutazione del rapporto di forza esistente tra le controparti;
- la quantificazione oggettiva delle stesse;
- la convinzione che esiste una funzione di utilità reciproca.

Il primo punto non rappresenta in genere uno scoglio insuperabile, poiché la percezione di situazioni squilibrate è abbastanza evidente (a patto che le si voglia vedere), tranne nei casi in cui un soggetto ritiene di possedere e di far valere sul tavolo delle trattative condizioni uniche e irripetibili, non riconosciute dalla controparte.

Altra cosa è invece la capacità di valutazione oggettiva delle attese delle controparti, per la quale è necessario liberarsi da ogni pregiudizio e da ogni contestualizzazione del problema di tipo personale. Il pericolo frequente è insito nell'incapacità, tipica delle situazioni in cui è coinvolta la figura dell'imprenditore, di analizzare il problema in modo distaccato rispetto a opinioni e convinzioni soggettive. Appare logico osservare che il management,

essendo meno direttamente coinvolto, sia più oggettivo nell'analisi dei problemi di quanto possa esserlo l'imprenditore.

Negli ultimi anni le condizioni di contesto su cui si sono fondate le decisioni di acquisizione si sono modificate in modo sostanziale, influenzando anche le strategie negoziali.

Contrariamente a quanto successo in periodi precedenti, si verificano con minore frequenza acquisizioni che portano benefici a una sola controparte. Da ciò si deduce una regola di carattere generale: le acquisizioni si possono realizzare a condizione che ambedue i soggetti economici interessati ritengano congrue le condizioni di scambio.

È consigliabile, pertanto, rispettare criteri di reciprocità nella determinazione della funzione di utilità; anzi, la presenza di offerte particolarmente favorevoli per l'una o per l'altra parte può nascondere insidie pericolose e può essere persino giudicata negativamente.

La quasi assenza di situazioni in cui una parte tende a prevalere sull'altra non significa che non esistano spazi più o meno ampi di trattativa, all'interno dei quali ci si può muovere massimizzando l'utilità singola.

Secondo alcuni autori⁸⁰, i principi di base che regolano una trattativa efficace sono rappresentati dal rispetto di quattro specifiche condizioni:

1. scindere le persone dai problemi;
2. evitare l'uso di criteri di valutazione soggettivi;
3. separare il consenso sul problema dagli accordi sulle procedure;
4. considerare la durata prevista della reazione.

⁸⁰ Un quadro completo ed esauriente delle strutture fondamentali della negoziazione con riferimento alle strategie negoziali e alle relazioni interpersonali è presente in R.FISHER, W.URY, *L'arte del negoziato*, Mondadori, Milano, 1985.

La prima regola sottolinea la necessità di separare l'oggetto del negoziato (il problema) dal rapporto tra le parti in causa, elemento fondamentale per evitare che un eventuale conflitto sul merito del problema si trasformi in un conflitto di tipo personale.

Per attenersi a questa regola è opportuno fare leva sulla capacità di percepire il comportamento antagonista (individuare il modo di pensare della controparte), controllare le emozioni (non farsi contagiare da stati emotivi, riconoscere con scuse formali comportamenti o reazioni non giustificati), gestire in modo appropriato la comunicazione (evitare che si comunichi formalmente senza comprendere la realtà del messaggio, gestire al meglio i tempi, le frequenze e le informazioni da comunicare)⁸¹.

La seconda regola sottolinea il principio di separazione dei giudizi di fatto dai giudizi di valore. La quantità di informazioni scambiate in una negoziazione porta a giudizi di merito difformi, che possono ostacolare il proseguimento della trattativa; per evitare questo blocco è necessario separare nettamente le informazioni oggettive, su cui è agevole raggiungere un consenso, da quelle su cui invece è necessario discutere e far prevalere la propria opinione. Un suggerimento al riguardo consiste nell'iniziare la negoziazione proprio da dati e informazioni incontrovertibili, poiché la controllabilità reciproca rende l'informazione una base oggettiva della negoziazione.

La terza regola impone che l'attuazione delle procedure dipenda in prima istanza dal consenso sul problema; se questo è raggiunto è assai più facile trovare procedure eque e gradite ad ambedue le controparti. Il concetto di procedura equa è relazionato alla

⁸¹ Queste osservazioni fanno capire l'esistenza di modelli di negoziazione, caratterizzati da approcci e comportamenti peculiari, nell'ambito dei quali è facile distinguere la figura del negoziatore professionale da quella del negoziatore rigido o del negoziatore accomodante.

possibilità di dimostrare che essa sia accettata come legittima nella prassi abituale; la delega a un terzo soggetto al di sopra delle parti è una soluzione che frequentemente risolve i problemi.

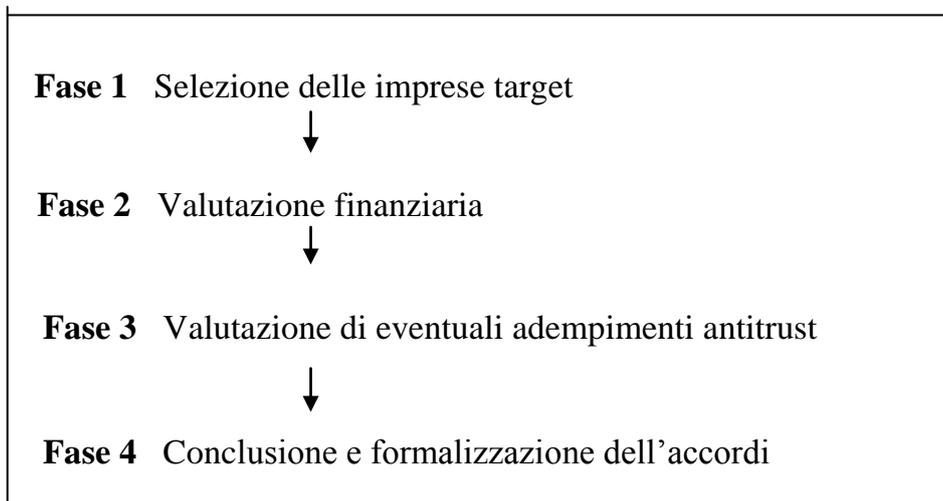
La quarta regola pone l'accento sulla durata temporale della negoziazione. Nei casi in cui la negoziazione si protragga nel tempo e sia oggetto di step successivi tra loro concatenati, è fondamentale creare un'atmosfera in grado di facilitare il processo. Questa regola è particolarmente vera nel caso delle acquisizioni, dove la fase negoziale non si esaurisce in un unico momento, ma comporta ripetuti momenti di negoziazione. La consapevolezza di una negoziazione protratta nel tempo scoraggia, per di più, comportamenti di tipo opportunistico, e minimizza la possibilità di usare in modo distorto le informazioni (tentativi di bluff).

Alcune di queste riflessioni si dimostreranno valide ed efficaci proprio in relazione alla fase conclusiva della negoziazione, quando si arriverà al momento della firma della lettera di intenti e al contratto definitivo.

Questi sono i momenti in cui eventuali comportamenti opportunistici vengono alla luce con chiarezza, con effetti negativi sull'immagine e sulla credibilità del soggetto, al punto da determinare l'interruzione della trattativa o il rovesciamento delle posizioni di forza.

Sulla base delle considerazioni svolte, è evidente che la seconda macrofase è assai più complessa rispetto alla prima, e per questa ragione tende ad assumere un andamento non lineare.

Anche questa macrofase, come le altre, si articola a sua volta in fasi distinte, come illustrato nello schema seguente.



Purtroppo bisogna accettare la possibilità di ritornare su posizioni precedenti, ritenute già acquisite, anche se il ritorno a monte comporta un aggravio di costi e un rallentamento dei tempi di avanzamento dell'operazione.

Il ritorno a situazioni ritenute superate si manifesta in relazione alle difficoltà che si incontrano nell'avvio dei contatti con le società *targets* (quando le imprese individuate non sono in vendita), in relazione all'esito del processo di valutazione finanziaria della società individuata (quando dalla valutazione finanziaria emergono elementi di particolare criticità) e, infine, diventa necessario di fronte all'impossibilità di giungere a un accordo conclusivo.

Quando ciò accade si è obbligati a riconsiderare la seconda alternativa in ordine di importanza, certamente meno attrattiva rispetto alla prima.

La mancanza di alternative da considerare pone seri vincoli al negoziatore, costringendolo o ad accettare condizioni non gradite, oppure, oppure ad abbandonare definitivamente il progetto.

Per i suddetti motivi, la rigorosità di selezione del campione delle società *targets* e l'individuazione dei criteri di priorità da assegnare influenzano l'attuazione della strategia di acquisizione.

Il profilo ideale del candidato consente di individuare e di selezionare le imprese *targets*, tra le quali deve essere identificato il candidato ideale.

A tale risultato si perviene a seguito di un processo costituito dai seguenti passaggi:

- l'elaborazione di una prima lista di imprese potenzialmente rientranti nella selezione;
- l'esclusione di imprese ritenute difficilmente raggiungibili;
- la valutazione e la graduatoria delle imprese *targets*;
- l'avvio dei primi contatti;
- l'identificazione del candidato ideale;
- l'individuazione degli obiettivi dei venditori.

Le maggiori difficoltà si incontrano normalmente nell'avvio dei primi contatti, in quanto l'impresa *target* potrebbe non essere in vendita, e pertanto non preparata a prendere in considerazione offerte da parte di terzi.

Dopo aver stabilito i criteri generali si passa all'individuazione nominativa delle imprese e alla successiva valutazione.

La numerosità e la tipologia delle imprese *targets* dipendono dagli obiettivi dell'acquisizione e dall'ampiezza del progetto strategico; quanto più circostanziati sono gli obiettivi del progetto, tanto inferiori saranno le imprese potenziali *targets*. Per la valutazione dei candidati è necessario comprendere le caratteristiche di ogni candidato, verificare la presenza dei requisiti ritenuti indispensabili, valutare il progetto complessivo di alleanza con il candidato.

Questo lavoro si conclude con la selezione dei candidati ideali, sottoposti a una classifica che evidenzia in ordine decrescente le possibilità di successo dell'acquisizione associate a ogni candidato.

Il passo successivo riguarda l'avvio dei contatti.

La gestione dei primi contatti è un momento nevralgico non solo per la delicatezza del problema in sé, ma soprattutto per la varietà delle situazioni che si presentano, ognuna delle quali comporta differenti e specifici rischi di insuccesso.

La straordinarietà della situazione che si presenta e la scarsa esperienza su come muoversi rendono il processo ancora più problematico, anche se esistono casi tipici che ricorrono con maggiore frequenza, nell'ambito dei quali si possono prevedere con più facilità gli ostacoli da superare o, al contrario, le situazioni più risolvibili.

Un caso frequente si ha quanto l'impresa *target* è un concorrente diretto. In questa fattispecie l'avvio del contatto è semplice, dato che le imprese si conoscono e hanno rapporti talvolta collaborativi; il vero dilemma concerne la valutazione della serietà delle intenzioni del concorrente a cui si rivolge la proposta. Il rischio che si affronta in questa situazione è l'accettazione del contatto al solo fine di verificare le intenzioni della controparte e le condizioni dell'eventuale offerta, senza la minima volontà di affrontare seriamente la proposta.

Il rapporto con i concorrenti diretti presenta molteplici problematicità. In primo luogo, l'avvio della trattativa pone il proponente in condizioni di sudditanza psicologica, in quanto si riconosce formalmente alla controparte una forza che può essere utilizzata strumentalmente per accrescere il potere negoziale e, di conseguenza, per pretendere condizioni di scambio più vantaggiose.

In secondo luogo, non è facile evitare l'utilizzo strumentale della proposta di acquisizione al fine di rafforzare la propria immagine sugli *stakeholders* e, soprattutto, nei confronti di clienti e fornitori.

Inoltre, è opportuno muoversi cercando di non guastare le relazioni e i rapporti di amicizia o di collaborazione che si sono costruiti nel

tempo, e che devono essere mantenuti indipendentemente dall'esito dell'operazione. Anche in questo caso l'elemento psicologico gioca un ruolo importante, poiché nel rapporto tra concorrenti diretti è difficile ammettere l'esistenza di punti deboli o di inefficienze, che comunque emergono nel corso della trattativa.

L'esistenza di un legame competitivo nel rapporto tra concorrenti diretti costituisce talvolta una barriera all'avvio della proposta, pur in presenza di oggettive situazioni di convenienza reciproca.

In molte situazioni l'ostacolo è rappresentato dalla presenza di azionisti membri della medesima famiglia (le tradizionali piccole-medie-imprese), in altre le difficoltà si riconducono alla composizione dell'assetto societario, in cui coesistono azionisti finanziari con obiettivi e interessi soggettivi ed eterogenei (i grandi gruppi). In linea generale, il nodo del problema risiede nella difficoltà a comprendere quali siano gli azionisti più propensi a prendere in considerazione l'idea del disinvestimento; riuscire in questo intento significa poterli utilizzare come elemento di pressione sugli altri componenti, nel caso vi fossero resistenze particolari.

Per avviare il contatto è necessario riflettere sulle modalità alternative disponibili: aspetto operativo, ma non di secondaria importanza. La scelta verte sull'opportunità di contattare direttamente le potenziali *targets*, oppure ricorrere a una società specializzata nella consulenza su operazioni di acquisizioni.

Solitamente alla società esterna che propone i candidati alternativi viene anche affidato il compito di avviare i contatti.

Sotto il profilo tecnico, si procede attraverso il rilascio di un *mandato all'acquisto*, quasi sempre esclusivo e con una durata temporale limitata, di norma compresa tra un minimo di sei mesi e un massimo di un anno. I mandati, in genere, sono rilasciati a

merchant bank, advisor e consulenti aziendali, o ad altri professionisti. In alternativa, si può agire attraverso l'individuazione di alcuni interlocutori privilegiati, ovvero di persone che per vari motivi godono della fiducia degli azionisti o del management. In questi casi l'efficacia dell'azione di sondaggio dipende da due fattori: il primo verte sulla credibilità della persona proponente, che garantisce la serietà della proposta, il secondo sulla scelta del momento più opportuno, che può talvolta condizionare l'esito dell'azione.

Come strategia alternativa si può agire anche in via diretta. La soluzione diretta si pone come scelta netta e definitiva, in quanto si procede attraverso una proposta formale all'imprenditore o al consiglio di amministrazione, proposta che non ammette ambiguità nelle intenzioni.

Un'alternativa che in parte media le due situazioni opposte prevede l'avvio di un primo contatto diretto tra il management delle due società, al fine di studiare in modo congiunto la disponibilità al progetto e di valutare se possano esistere le condizioni idonee a inoltrare una proposta diretta che impegna l'acquirente. Questi casi sono più ricorrenti quando i rapporti di forza tra le due società non sono particolarmente squilibrati, e quindi è necessario ottenere un consenso forte da parte del management delle due imprese.

Molte persone non amano esporsi direttamente nelle prime fasi di avvicinamento, per esigenze di riservatezza e per motivi di natura psicologica; nonostante questa convinzione sia abbastanza diffusa, vi sono opinioni contrarie, che indicano nella via diretta la modalità più immediata e trasparente che permette di capire immediatamente le effettive intenzioni della società *target*.

Una volta avviati i primi contatti e sondate le intenzioni di massima, inizia il lavoro di affinamento della graduatoria precedentemente

definita, escludendo dalla rosa iniziale sia i candidati che hanno respinto esplicitamente la proposta, sia quelli che hanno posto condizioni particolarmente vincolanti e inaccettabili per il proseguimento del contatto. Da una rosa allargata si perviene, dunque, a una lista selezionata di pochi nominativi.

La graduatoria viene quindi redatta sulla base dei parametri ritenuti rilevanti ai fini della scelta, tra i quali emergono, in particolare:

- gli aspetti critici e le difficoltà da superare;
- le sinergie concretamente sviluppabili;
- la valutazione delle probabilità di raggiungere un accordo;
- la stima del prezzo probabile.

Dopo aver definito la graduatoria delle imprese *targets* si intensifica la gestione dei primi contatti, fondamentali per stringere il cerchio e iniziare la trattativa con le imprese disponibili o ritenute tali.

La progressiva raccolta di informazioni durante i vari contatti permette di chiarire meglio la situazione e di identificare il candidato ideale. Anche in questa circostanza il processo tende ad assumere caratteristiche di circolarità; quando l'alternativa seguita non si dimostra raggiungibile, si è obbligati a ritornare indietro, riprendendo i contatti precedenti e riavviandoli.

Con l'avvio dei primi contatti e con l'avanzare del progetto, il rapporto tra le controparti necessita un chiarimento formale, che normalmente viene gestito mediante una lettera di confidenzialità (confidentiality agreement). Con la lettera di confidenzialità le controparti esplicitano lo stato di avanzamento della trattativa e danno un primo inquadramento formale all'operazione, senza entrare nei dettagli operativi. La stesura di questo documento rappresenta un momento critico del processo. Tale criticità è dovuta al fatto che da un lato il proponente desidererebbe fissare i punti fermi dell'operazione, e quindi vincolare parzialmente la

controparte, che invece vorrebbe mantenere un grado di libertà maggiore. Tra i vari problemi che si devono affrontare in questa fase preparatoria e nel successivo momento della negoziazione emergono due situazioni su cui è opportuno riflettere.

La prima riguarda la preoccupazione che la società da acquisire intrattenga negoziazioni parallele con terzi a totale insaputa del compratore, situazione che influirebbe fortemente sulla strategia negoziale, mettendo il venditore in una posizione di forza relativa. A questo problema fanno fronte gli accordi di *standstill*, in cui le parti si impegnano per un determinato periodo temporale a non intrattenere negoziati con terzi; tali accordi rientrano nella prassi di operatori eticamente corretti, anche se, sotto il profilo strettamente giuridico, è possibile condurre negoziati paralleli a insaputa della controparte, salvo nei casi in cui la conduzione di trattative parallele violi l'obbligo della buona fede⁸².

La seconda riguarda la possibilità di un uso indesiderato delle informazioni che riguardano il potenziale negoziato e, più precisamente, la possibilità che durante i negoziati si verifichino attività di *insider trading*, particolarmente dannose nei casi in cui la società *target* sia quotata in borsa.

Dopo aver individuato la società *target* e sondato la disponibilità di massima, la fase si conclude con l'identificazione degli obiettivi dei venditori. Riuscire nell'intento di capire le reali esigenze del venditore non è certo agevole, poiché ci si deve calare in un contesto esterno e immedesimarsi nella prospettiva della controparte. Il risultato di questa valutazione è condizionato dalla

⁸² Sul concetto di *culpa in contrahendo* si vedano le interessanti conclusioni di F.KESSLER, E.FINE, *Culpa in Contrahendo, Bargaining in Good Faith and Freedom of Contract: A Comparative study*, Harvard Law Review, Boston, 1969.

capacità di porsi di fronte al problema con l'atteggiamento mentale corretto.

Percepire le intenzioni dei venditori significa essere in grado di valutare la fattibilità dell'operazione, di indirizzare la strategia negoziale da tenere in seguito, di orientare il prezzo da predisporre nell'offerta, che dovrà essere preparata nella fase successiva della valutazione finanziaria.

La complessità della valutazione da effettuare dipende dal grado di conoscenza dei venditori, dalla capacità di valutarne le caratteristiche personali, dalla qualità e attendibilità delle informazioni raccolte sulla *target*.

In particolare, quest'ultimo aspetto appare fondamentale per dare un giudizio sulla situazione aziendale in cui si trova il venditore, poiché si tratta di intuire contemporaneamente le reali intenzioni di vendita e la forza (o la gravità) delle motivazioni sottostanti la vendita stessa. In queste situazioni non è facile separare la componente aziendale da quella personale e comprenderne le reciproche interdipendenze; d'altro canto, è indispensabile alla fine valutare quanto gli obiettivi dei venditori siano influenzati da reali problemi aziendali, oppure da motivazioni strettamente personali.

È evidente che la percezione dei problemi aziendali, rispetto a quelli personali, risulta favorita da una conoscenza più diretta della situazione. Proprio per questi motivi l'obiettivo è più raggiungibile quando i venditori sono concorrenti diretti o agiscono in settori complementari.

Le imprese che operano da tempo nel medesimo mercato si conoscono vicendevolmente, hanno un passato e un presente di relazioni talvolta amichevoli, intrattengono spesso rapporti con clienti e fornitori comuni, dai quali è agevole ottenere informazioni

di vario genere, anche in relazione a problemi o difficoltà che possono spiegare le intenzioni della controparte.

Diverso è invece il caso di venditori non conosciuti, con i quali non esistono relazioni pregresse su cui fondare analisi e valutazioni. In questi contesti è utile il ricorso a consulenti esterni, in grado di offrire informazioni preziose per valutare la situazione in modo più oggettivo.

Come si è accennato in precedenza, il punto di partenza riguarda la capacità di comprendere le reali motivazioni della controparte. La varietà dei contesti di riferimento, la mutevolezza delle intenzioni e l'influenza degli aspetti di natura psicologica rendono questo compito particolarmente difficoltoso; in assenza di obiettivi dichiarati ed espliciti, come succede nella maggioranza dei casi, diventa cruciale la capacità di percezione di alcuni segnali e di certi comportamenti che, se raccolti e memorizzati, offrono utili indicazioni su cui basare i giudizi di merito.

Per quanto concerne la natura degli obiettivi dei venditori, una prima distinzione essenziale fa riferimento alla differenza tra obiettivi espliciti e obiettivi impliciti. La realtà dei fatti sottende spesso obiettivi completamente diversi da quelli dichiarati, e intuirne le ragioni e le caratteristiche è essenziale per capire quale strategia negoziale risulterà più efficace e come dovrà essere impostata. Oltre alla natura degli obiettivi, è altrettanto cruciale indagare le finalità sottostanti e comprendere i motivi che spingono il venditore a porsi determinati obiettivi. Per affrontare questo aspetto ci si può riferire a quattro tipologie di finalità, che ricorrono in genere con pari frequenza e che influenzano in modo differente la gestione e l'esito della trattativa.

Le considerazioni che si traggono da questa analisi sono molto diverse a seconda che le motivazioni a vendere siano dettate da esigenze di:

- massimizzazione del risultato economico;
- risoluzione dei problemi aziendali;
- risoluzione dei problemi personali;
- cogliere un'opportunità.

Queste motivazioni hanno un'influenza rilevante sul valore che il venditore attribuisce (e di riflesso sul prezzo), sui margini di manovra disponibili durante la trattativa e sulla rapidità dei tempi di chiusura dell'operazione.

Il potere negoziale del compratore, nei casi in cui le motivazioni rientrino nella seconda e terza categoria, appare rilevante e molto più influente nella negoziazione. Nella prima e ultima categoria, al contrario, il potere negoziale è in capo al venditore e il livello del prezzo offerto diventa elemento centrale nella conclusione dell'operazione.

2.5.4. L'integrazione post acquisizione

L'ultima macrofase del processo di acquisizione si svolge dopo la chiusura formale del contratto.

Si tratta di una fase completamente nuova e con caratteristiche particolari che la distinguono dalle fasi precedenti, per la natura degli obiettivi a essa associati. Questa fase non si presenta in tutte le operazioni di M&A, ma solo quando vi è necessità di procedere a un'integrazione tra la vecchia e la nuova società, il passaggio in

questa fase è legato esclusivamente alla prospettiva di realizzare benefici attraverso un lavoro congiunto tra le due società.

I motivi che la rendono necessaria sono riconducibili alla constatazione che nelle acquisizioni i partner sono generalmente portatori di culture e di stili di gestione assai differenti, al punto tale da rivelarsi difficilmente compatibili, oppure da innescare forti conflitti e tensioni organizzative⁸³.

La letteratura assegna un'importanza critica alle problematiche della fase post acquisizione, al punto tale da ipotizzare la necessità di una valutazione *ex ante* sulla compatibilità degli assetti organizzativi, e di una progettazione di risorse e competenze specifiche per gestire il processo⁸⁴. Si tratta in gran parte di letteratura basata sullo studio di situazioni aziendali, che hanno messo a confronto i casi di successo e di insuccesso analizzandone le cause.

La fase dell'integrazione non si presenta in ogni acquisizione, poiché alcune operazioni non si pongono l'obiettivo di combinare le due entità aziendali a fini sinergici. Quando l'obiettivo è unicamente legato a ottenere la proprietà del capitale azionario, la società acquisita può anche mantenere una completa autonomia gestionale, e il processo di integrazione non si rende necessario. Rientrano in questa categoria le acquisizioni effettuate dagli investitori

⁸³ Cfr. A.CORTESI, *La gestione del processo di integrazione nelle fusioni e nelle acquisizioni*, Pearson Education, 2008; S. PIVATO, A. GILARDONI, *Elementi di economia e gestione delle imprese*, Milano, Egea, 2000. Per ulteriori approfondimenti sui problemi di fit strategico e di fit culturale tipici delle alleanze e dei rapporti di stretta collaborazione si veda D. FAULKNER, *International Strategic Alliances*, New York, McGraw-Hill, 1995.

⁸⁴ Si vedano i contributi di M.J.NEEDHAM, A.M.ROUSE, G.COLOMBO, in M.L. ROCK (a cura di), *Fusioni e acquisizioni. Aspetti strategici, finanziari, organizzativi*, Milano, McGraw-Hill, 1990; S.N.KAPLAN, «The Market Pricing of Cash Flow Forecast: Discounted Cash Flows Vs. the Method of "Comparables"», *Journal of Applied Corporate Finance*, n.4, Winter 1996.

istituzionali, la maggior parte delle acquisizioni di minoranza, le acquisizioni effettuate in ottica di pura diversificazione, accade invece che la possibilità di conseguire gli obiettivi prefissati sia proprio legata alla completa integrazione tra le due società: in questi casi la fusione rappresenta lo scopo conclusivo dell'operazione, l'ultimo stadio di un percorso lungo e complesso, che si conclude con l'incorporazione della società acquisita, o con la concentrazione delle due attività in una nuova entità aziendale.

La fase dell'integrazione rappresenta dunque il momento della verità, nel quale si misurano sia la bontà del progetto strategico iniziale sia la capacità del management di gestire la situazione e conseguire i risultati previsti. Non è scontato, infatti, che a una corretta visione strategica si associ l'effettiva capacità di portare a pieno compimento il processo di integrazione.

Tra le varie ragioni che motivano la spinta all'integrazione vale la pena ricordare che solo in questo l'impresa può portare avanti quel processo di cambiamento spesso inseguito e mai colto appieno; l'acquisizione diventa pertanto uno strumento di gestione del cambiamento irripetibile, che segue una logica di immediate change opportunity⁸⁵.

Le strategie di acquisizione assumono caratteristiche assai diverse da caso a caso. Non sono rare situazioni nelle quali, per interessi particolari, la strategia dell'acquirente è consapevolmente volta a mantenere *lo status quo*; in altri casi il processo di integrazione non inizia alla conclusione del *closing*, ma viene volutamente postposto nel tempo e rimandato a una fase successiva. Questa soluzione è

⁸⁵ Numerosi contributi (L.CAPRON, K.EISENHARDT, W.MITCHELL, S.ZAHEER e M.ZOLLO) hanno sottolineato l'importanza e la criticità del tema collegato ai processi di integrazione post-merger nel workshop internazionale «Fusioni, acquisizioni e alleanze: un imperativo strategico per la nuova Europa» SDA Bocconi-Insead, 24 maggio 2002. In particolare si veda M.ZOLLO, J.REUER, *Esperience Spillovers Accross Corporate Development Activities*, Working Paper presentato al medesimo workshop.

generalmente intrapresa quando non vi è sufficiente sicurezza nel buon esito dell'operazione; il rinvio consente di approfondire il grado di conoscenza della società acquisita e di disporre di tutte le informazioni e delle condizioni necessarie per diminuire il rischio di insuccesso.

Le ragioni per cui le acquisizioni hanno un impatto notevole sul valore dell'impresa derivano dalla semplice considerazione che lo scopo principale del processo acquisitivo è di riuscire a sfruttare il valore potenziale presente nella società da acquisire.

L'incremento dei prezzi di borsa di società oggetto di acquisizione (amichevoli o ostili) dipende proprio dal fatto che il mercato si attende un netto miglioramento delle performance e, di conseguenza, del valore delle azioni, motivato dall'azione di un nuovo management, di nuove strategie, di nuove opportunità che prima non erano sfruttate.

Se lo scopo ultimo dell'acquisizione è creare valore per l'azionista, allora la fase dell'integrazione ne rappresenta la sfida principale; la logica di fondo che guida le acquisizioni non si identifica nella guerra per la proprietà dell'impresa, quanto nel «...pensare al miglior modo per valorizzare e rendere più competitivi gli asset dell'azienda»⁸⁶.

L'integrazione diventa pertanto la vera fonte di creazione del valore. È bene essere consapevoli che la realizzazione delle sinergie rappresenta un processo che comporta tempi lunghi di attuazione, notevoli costi incrementali, forte rischio di insuccesso.

⁸⁶ G.E.OSCULATI, «Strapagare è pericoloso», *Milano Finanza*, 30 ottobre 1999.

Da una ricerca effettuata sul successo delle acquisizioni, si rileva che il tempo mediamente impiegato per giungere a una soddisfacente integrazione è pari almeno a due anni⁸⁷.

La storia di molte acquisizioni insegna che i benefici potenziali intravisti nel momento della decisione pre-acquisizione hanno spesso mostrato limiti di traduzione pratica nei tempi e nei livelli ipotizzati.

Questa considerazione, se condivisa, conduce a due ipotesi esplicative:

- un'incoerenza di fondo nell'approccio all'operazione (errore di visione strategica);
- un'impreparazione del management ad affrontare un'operazione complessa e articolata (inefficienza operativa).

La seconda ipotesi, assai frequente, sottolinea i problemi tipici di una gestione non correttamente organizzata e pianificata delle varie fasi del processo.

Un primo punto di fondamentale importanza per l'analisi riguarda la convinzione che le operazioni di M&A sono spesso affrontate con l'obiettivo di catturare valore, anziché di crearlo.

La cattura di valore presuppone l'intento esclusivo dell'acquisizione societaria, e non quello di considerare l'acquisizione come indispensabile premessa per poter creare del valore aggiunto; questa modalità di approccio riflette una logica finanziaria che, pur essendo valida in molte situazioni, esula dal contesto specifico della nostra analisi.

In una logica industriale, invece, è evidente che la sola cattura di valore non è sufficiente a giustificare un'acquisizione ove venga a

⁸⁷ La ricerca si è posta l'obiettivo di analizzare gli effetti delle operazioni di acquisizione e di fusione al fine di comprendere sia i motivi di successo sia le eventuali cause di fallimento. Le osservazioni sono state effettuate su un campione di 66 operazioni di acquisizione nei settori manifatturiero e dei servizi, realizzate da almeno tre anni.

mancare un partner che consenta una piena valorizzazione degli asset aziendali. Se la premessa è la costituzione di una forte relazione sinergica, la cattura del valore è condizione necessaria ma non sufficiente al raggiungimento degli obiettivi strategici.

La realizzazione dell'acquisizione e, a maggior ragione, la successiva fusione, rappresentano un processo complesso che coinvolge l'intera struttura aziendale. Se l'acquisizione nasce per ragioni di ordine prettamente strategico, la fase dell'integrazione deve essere oggetto di un'ulteriore e specifica pianificazione, poiché esige competenze particolari e risorse dedicate.

Un errore spesso ricorrente è di concentrare l'attenzione sui problemi dell'integrazione solo in una fase successiva a quella dell'acquisizione, come se si desse per scontato che le sinergie si possono attivare automaticamente, per il solo fatto di avere acquisito la società.

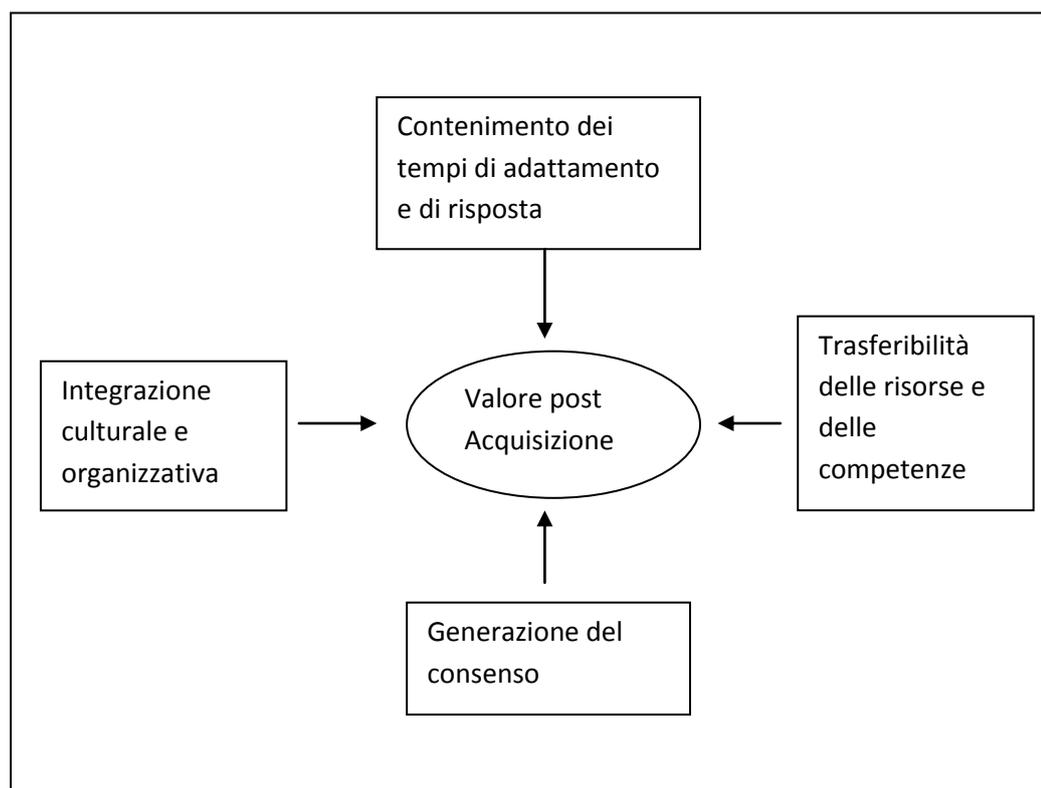
Le misure da adottare per il conseguimento delle sinergie e delle economie attese diventano l'elemento centrale per la creazione di valore, tanto quanto la bontà dell'analisi strategica sulla scelta da effettuare. Questa osservazione non è di poco conto, se si considera che i pericoli maggiori provengono proprio dall'incapacità di gestire l'integrazione.

A ben vedere, lo *screening* sulla società target dovrebbe già contemplare la valutazione sulle effettive possibilità di integrazione; se così fosse, le società *target* dovrebbero risultare culturalmente e gestionalmente compatibili, minimizzando i problemi e le difficoltà del processo.

Tuttavia questa condizione incontra notevoli difficoltà applicative, non solo perché è difficile identificare società *target* disponibili che incorporino i requisiti di fit desiderati, ma anche perché in talune

acquisizioni il compratore può avere interesse a integrare culture differenti e modelli di management difformi.

Il modello proposto di seguito delinea la direzione delle azioni da intraprendere nella fase post acquisizione, partendo dal presupposto che l'approccio da seguire debba essere essenzialmente basato su variabili di natura organizzativa.



In particolare, il modello espone quattro aree di intervento, che vengono definite come “imperativi organizzativi”, ovvero come leve prioritarie per un'efficace gestione del processo. Dalla capacità di risolvere questi problemi dipendono le condizioni di base che determineranno la possibilità di generare effetti sinergici di sprigionamento di valore.

Il modello non presuppone una priorità all'interno delle quattro leve: le azioni su di esse devono essere attivate in modo congiunto e contemporaneo, poiché esse interagiscono strettamente; il processo

non segue, pertanto, uno schema sequenziale, ma interattivo. È infatti difficile stabilire a priori se si debba porre come primo passo la ricerca del consenso, oppure l'armonizzazione delle due strutture organizzative; in molti casi il consenso si viene a generare in modo progressivo nel tempo, proprio durante il lavoro di integrazione tra le due strutture, quando emerge che il nuovo modello organizzativo è più efficiente del vecchio. Tuttavia, nelle situazioni in cui si ritiene che la ricerca del consenso si ponga come condizione di base per l'avvio dell'integrazione culturale e organizzativa, essa deve essere perseguita fin dall'inizio dell'operazione.

Le soluzioni individuabili per l'ottenimento del consenso si sviluppano principalmente sul fronte dei rapporti con il management della target, poiché il consenso non può essere imposto ma dovrebbe scaturire da un'armonica gestione dei rapporti interpersonali.

La medesima situazione si ripropone nel trasferimento delle risorse e delle competenze, processo che, se ben gestito, permette di rafforzare il consenso anche nel management più restio al cambiamento.

Inoltre, la generazione del consenso è necessaria sia nel momento dell'integrazione organizzativa e culturale, sia nel trasferimento delle risorse e delle competenze. Queste ragioni dimostrano la stretta interdipendenza delle leve e la contemporaneità degli interventi da attuare. Infine, l'obiettivo del contenimento dei tempi di risposta segnala un'esigenza presente in tutte le leve dell'integrazione, in quanto definisce l'orizzonte temporale entro il quale si ritiene utile concludere il processo.

A questo punto è possibile approfondire i principali problemi collegati all'azione di ogni specifica leva.

L'imperativo dell' integrazione culturale e organizzativa pone in primo piano una molteplicità di aree critiche da affrontare, che possono trasformarsi in vere e proprie barriere che ostacolano il processo di integrazione.

Si possono riconoscere almeno due grandi tipologie di barriere, quelle primarie e quelle secondarie. Le barriere primarie hanno un'origine di tipo culturale, mentre le barriere secondarie derivano dai modelli di comportamento delle persone e dalle procedure organizzative.

La presenza di differenze culturali è un fenomeno assai ricorrente e non facile da estirpare (quando se ne presenta la necessità), in quanto la matrice culturale di un'organizzazione si crea progressivamente nel tempo e risente di un legame viscerale e ben radicato tra l'individuo e l'organizzazione.

A ben vedere, non sempre nella fase *post merger* ci si pone l'obiettivo di annullare la cultura presente nell'impresa acquisita. In alcuni casi, quando il modello dell'acquisita è di successo, la necessità più avvertita è di preservare la cultura esistente; in altri, l'esigenza è di introdurre una nuova cultura che, affiancata all'esistente, non la sostituisca, ma possa risultare complementare.

La cultura aziendale rappresenta quell'insieme di valori, di idee, di comportamenti, di consuetudini che costituiscono l'ossatura portante del modo di pensare e di decidere dell'impresa, e quindi ne caratterizzano il *modus operandi*. È evidente che differenti culture aziendali comportano altrettanti modelli di relazione con l'ambiente economico in generale, e con il sistema competitivo in particolare: la cultura diventa, pertanto, elemento determinante per il successo.

La verifica della compatibilità culturale rappresenta un momento fondamentale nel processo, in quanto nella cultura aziendale si trova il fondamento che consente ai membri delle imprese coinvolte

di riconoscersi come parte essenziale e integrante della nuova realtà aziendale, con le relative conseguenze in termini di dedizione e di *commitment*.⁸⁸.

Ai problemi culturali si aggiungono poi i vincoli di natura comportamentale, ovvero la presenza diffusa di abitudini a specifici comportamenti, sia a livello interpersonale che gerarchico-organizzativo, che possono frapporre ulteriori ostacoli all'integrazione.

Su questo fronte, per esempio, rilevanti sono le differenze tra imprese domestiche a cultura padronale, dove i comportamenti sono spesso soggettivi e legati alla storia e alle caratteristiche personali dell'imprenditore, dalle imprese multinazionali, dove invece vigono regole del gioco oggettive e standardizzate.

Un altro problema ricorrente, e particolarmente difficile da gestire, concerne la necessità di integrare e armonizzare le procedure formali, attraverso le quali ogni organizzazione presidia e controlla i compiti e le responsabilità dell'individuo e delle varie funzioni aziendali.

Classiche appaiono in molte acquisizioni le esigenze di uniformare le procedure relative ai sistemi informativi, con particolare riferimento ai sistemi contabili e gestionali. In quest'ultimo ambito, si creano spesso fortissime resistenze al cambiamento, dovute in parte alla ritrosia nell'ammettere l'inferiorità di un sistema o di una procedura rispetto all'altra, in parte alla perdita di potere di colore a cui viene sottratto il controllo del sistema.

Il secondo imperativo focalizza l'attenzione sul problema relativo alla generazione del consenso. È evidente che i problemi di

⁸⁸ R.DEISER, «Post Acquisition Management: A Process of Strategic and Organisational Learning», in G.VON KROGH, A. SINATRA, H.SINGH, *The Management of Corporate Acquisitions. International Perspectives*, Basingstoke, Macmillan Press, 1994.

coabitazione, ancor più delicati nel caso di una fusione, tendono a emergere quanto più si procede lungo il percorso dell'integrazione organizzativa.

Il consenso non può che scaturire da un atteggiamento partecipativo e costruttivo del management e dell'intera struttura organizzativa aziendale, evitando situazioni impositive, che si dimostrano nel lungo termine scarsamente efficaci. L'ottenimento del consenso è fortemente vincolato da condizioni di *status* e di potere detenute a livello individuale e organizzativo; in questi casi è assolutamente necessario individuare preventivamente le resistenze e le logiche di potere interno precostituite.

La generazione del consenso può essere perseguita sfruttando il carisma di alcuni manager che, assumendo il ruolo di *opinion leaders*, possono contribuire a convincere la struttura sull'opportunità di reagire positivamente ai cambiamenti in atto e alle nuove esigenze dettate dalle strategie dell'acquirente. Anche la progettazione di un efficace piano di comunicazione può essere un valido strumento per costruire il consenso. Una terza soluzione possibile concerne la predisposizione nel piano acquisitivo di un meccanismo formale di incentivazione per il management nella forma di premi, di bonus o di *stock options*.

Infine, il consenso all'acquisizione si può conseguire in modo naturale mediante una strategia di collaborazione pregressa con la società *target*, che può avvenire in svariati campi (nella R&S, nel co-marketing, nella distribuzione). Essa consente non solo di comprendere appieno e valutare ex ante i punti di forza e di debolezza dell'impresa, ma anche di conoscere a fondo e di instaurare un rapporto di stima e fiducia reciproca con le persone che in seguito dovranno collaborare favorendo il processo di integrazione.

Il terzo imperativo affronta il problema di come sia possibile trasferire le risorse e le competenze da un soggetto all'altro, in coerenza con gli studi che hanno stabilito la correlazione tra i risultati dell'impresa e la qualità delle risorse e delle capacità manageriali⁸⁹.

Questa necessità è presente quando la società acquisita non conserva completamente la propria autonomia strategica e operativa.

Gli sforzi sono finalizzati alla creazione di un flusso osmotico tra le due unità organizzative, evitando di attivare una pericolosa crisi di rigetto. Le maggiori difficoltà sono connesse all'appropriatezza delle abilità del know how da parte della nuova struttura, soprattutto laddove esso sia legato al fattore umano. A questo proposito è bene distinguere tra risorse di tipo *hard* (tecnologie, brevetti ecc.) e risorse di tipo *soft* (competenze organizzative, capacità legate al lavoro svolto in team, in generale risorse di tipo immateriale). Mentre il trasferimento di competenze della prima specie si presenta solitamente abbastanza agevole data la loro riproducibilità concreta, la diffusione di capacità ed esperienze *soft* non è sempre reversibile in via diretta. In taluni casi questa difficoltà può rappresentare una delle cause che conducono alla perdita di competitività e quindi alla distruzione di valore.

Il conseguimento di effetti sinergici è favorito proprio dalla possibilità di intervenire sfruttando conoscenze e competenze già acquisite e facilmente applicabili.

In taluni ricerche (Colombo e Conca 2001) si è dimostrato che il trasferimento delle capacità manageriali di gestione operativa fra le imprese coinvolte in acquisizioni internazionali rappresenta un

⁸⁹ R.P.RUMELT, *Strategy, Structure and Economic Performance*, Division of research Graduate School of Business Administration, Harvard University, 1974.

importante fattore di successo specie nel caso di acquisizioni aventi per oggetto business correlati⁹⁰.

L'ultimo imperativo è individuabile nella pianificazione dei tempi di adattamento e di risposta alle nuove esigenze che si manifestano. Ciò che si vuole sottolineare riguarda la necessità di prevedere, e possibilmente contenere, i tempi nei quali la nuova struttura integrata possa iniziare a operare a regime. In molte situazioni aziendali il processo di adattamento è stato fortemente compromesso dall'imposizione di vincoli di breve termine e dall'enfasi posta ai soli risultati, mentre, al contrario, la priorità dovrebbe riguardare le modalità di impostazione, di avvio e di gestione del processo di integrazione, indipendentemente dai risultati, che dovrebbero automaticamente scaturire nel momento in cui il processo sia stato ben condotto.

La chiarezza sui compiti e sulle responsabilità, nonché la volontà di motivare e incentivare il team coinvolto nel processo, sono elementi fondamentali per abbreviare i tempi di adattamento e di risposta.

Sulla base di quanto già affermato in precedenza circa i tempi di raggiungimento degli obiettivi nella fase di integrazione post acquisizione, si stima che il periodo necessario per conseguire le sinergie desiderate risulta mediamente paria due anni. Poco frequenti sono i casi in cui i tempi di adattamento e di risposta sono inferiori a un anno; molto spesso, invece, essi tendono a dilatarsi, anzi, in alcuni casi, può accadere che non si raggiunga la piena integrazione. In queste situazioni il management tende a nascondere la problematicità dell'integrazione, a meno che non si decida, come è accaduto in qualche caso, di rivendere l'impresa proprio a fronte delle difficoltà incontrate. Anche in questo caso è evidente

⁹⁰ G.COLOMBO, V.CONCA, «International Acquisitions», *The Key to Success in the Experience of Italian Companies*, Working Paper n. 43/10, SDA Bocconi, febbraio 2001.

che una pregressa strategia di collaborazione influenza notevolmente i tempi dell'integrazione, ottimizzando il ritorno finanziario dell'investimento.

3. LA VALUTAZIONE DEL BRAND

3.1. Cenni introduttivi ed evoluzione storica

In questo capitolo l'accento è stato volutamente posto sul concetto di valore monetario, ove per valore monetario si intende un valore espresso in dollari o in euro o in una qualunque altra moneta. Questa precisazione potrebbe sembrare superflua e, al limite, anche tautologica: è evidente che il valore va inteso in senso monetario e dunque espresso in moneta. Quando si parla di brand però non è sempre così ovvio, in quanto per valore del brand si intendono tante cose diverse e non necessariamente espresse in termini monetari.

Per il marketing infatti valutare il brand significa valutare l'efficacia delle politiche intraprese in termini di *consumer-based brand equity*, e dunque valutare la stabilità della forza della marca nel tempo. Il marketing indaga in che modo il mercato e, soprattutto, il consumatore valutino la marca. Lo scopo è capire in che termini la promessa di qualità e di *soft value* offerta dal prodotto viene recepita dal cliente-consumatore, se in modo coerente alla volontà dell'azienda o se con distorsioni. Il marketing vuole essere in grado di valutare e monitorare il livello di fedeltà del consumatore, il livello di notorietà e anche di consapevolezza della marca sul mercato.

Per il marketing il valore della marca risiede nella mente del consumatore e non si traduce necessariamente in un valore monetario.

È sicuramente l'impatto del brand sul comportamento del consumatore l'elemento chiave della generazione del valore monetario.

La teoria del *resource based management* offre sicuramente il più puntuale collegamento tra il valore misurato dalle analisi del marketing e il valore monetario.

La creazione di valore, nell'ottica del RBM, dipende dalla capacità dell'impresa di creare e riprodurre risorse nel tempo. Le risorse sono di due tipi: risorse di conoscenza e risorse di fiducia.

Le risorse di conoscenza fanno riferimento all'insieme di informazioni e, più in generale, al sapere che consente il funzionamento del sistema aziendale. Le risorse di fiducia si basano sulla fiducia che l'azienda riesce a generare nei propri *stakeholders*; la fiducia però è essa stessa un insieme di informazioni positive che si basano su precedenti esperienze. Risorse di conoscenza e fiducia si alimentano dunque reciprocamente. La generazione di valore è quindi un processo di «creazione, accumulo, riproduzione e incremento di conoscenza»⁹¹.

Il ruolo delle risorse immateriali nel processo di creazione di valore è di cruciale importanza, in quanto caratteristica distintiva di ogni risorsa immateriale è quella di basarsi sull'informazione ovvero sulla conoscenza. In quest'ottica quindi quantificare il valore della brand equity significa quantificare la capacità della risorsa brand di generare nuove risorse di fiducia e conoscenza per l'impresa.

Proseguendo nella logica del RBM per la misurazione del valore del brand, si prova a determinare quali siano i vettori attraverso i quali il brand genera nuove risorse e come tali risorse si traducano in valori monetari, ovvero in flussi di cassa prospettici.

⁹¹ S.VICARI, *Brand equity, il potenziale generativo della fiducia*, Milano, Egea, 1995.

Il valore di un brand è quindi determinato da:

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{FC_t}{(1+k)^t}$$

Dove:

FC_t = flusso di cassa al tempo t

k = tasso di attualizzazione pari al costo del capitale

Questa è la stessa formula utilizzata per determinare il valore di una qualsivoglia attività, la quale si basa sulla determinazione del valore attuale dei flussi che da essa scaturiranno in futuro.

Nel caso specifico del brand, il problema che verrà affrontato in questo capitolo, non è tanto quello di individuare il modello più corretto per determinare il valore monetario del marchio, quanto quello di applicarlo alla realtà.

Purtroppo neanche la logica del RBM è di grande aiuto in questa direzione. È chiaro infatti che il brand consente, attraverso la creazione e il continuo rafforzamento delle risorse di conoscenza e di fiducia, di incrementare i flussi di cassa al numeratore della formula e magari anche di diminuire il rischio percepito e, dunque, il denominatore. Ma è proprio nella quantificazione di numeratore, denominatore e orizzonte temporale che risiede la principale difficoltà della valutazione monetaria di un brand. Il RBM rimane comunque un'utile guida alla valutazione, specie nella definizione delle ipotesi alla base della determinazione dei flussi di cassa sui quali si andrà a calcolare il valore di un brand.

Numerosi approcci, soprattutto dopo la pubblicazione del libro di Aaker⁹², sono stati sviluppati e utilizzati per determinare il valore

⁹² D.A.AAKER, *Managing Brand Equity: Capitalizing on the Value of a Brand Name*, New York, Free Press, 1991.

monetario di un brand. Alcuni dei modelli proposti trovano la loro origine in ricerche scientifiche, altri sono frutto di soluzioni utilizzate dalla prassi per risolvere problemi di valutazione specifici, altri infine sono modelli proposti dalle società di consulenza.

In questo capitolo si cercherà innanzitutto di fare una riflessione sull'evoluzione storica che hanno avuto i modelli di misurazione del valore del brand e sulle cause di tale evoluzione; successivamente si indagherà sui motivi da cui nasce l'esigenza di valutare il marchio, per poi concludere con una rassegna dei principali approcci di valutazione monetaria del brand proposti da teoria e prassi.

L'analisi storica dell'evoluzione del concetto di misurazione del valore del marchio è stata divisa in tre ere. Tale divisione intende fornire uno spunto di riflessione non tanto sui cambiamenti avvenuti nei metodi di misurazione del valore monetario di un brand, quanto piuttosto sull'evoluzione del *focus* di analisi e sui motivi alla base della necessità stessa della misurazione.

Fino agli anni Ottanta il valore degli intangibili veniva praticamente ignorato nella redazione del bilancio delle aziende. Si assumeva implicitamente che, per quanto riguarda per esempio le aziende quotate, investitori e analisti avrebbero saputo cogliere il valore di un brand o di un portafoglio di brand e rifletterlo nella stima del valore finale della società analizzata.

Il primo slancio verso la valutazione monetaria del brand si ebbe in occasione delle grandi acquisizioni e *spin-offs* avvenuti alla fine degli anni Ottanta e per tutto il decennio successivo. Fu il periodo della corsa all'acquisto di grosse società, o divisioni delle stesse con brand noti. In tali operazioni il valore del *godwill* raggiunse livelli tali da superare significativamente il valore dei beni tangibili.

Secondo Vicari⁹³ «le acquisizioni motivate dalla volontà di controllare determinati marchi hanno avuto notevole diffusione», anzi «le operazioni più interessanti si concentrano proprio sulle imprese a elevata intensità di risorse immateriali la cui presenza conduce frequentemente al formarsi di prezzi di scambio notevolmente superiori rispetto ai valori fondati sulle stime patrimoniali», soprattutto perché le regole contabili in vigore nel decennio passato non consentivano di capitalizzare e ammortizzare come investimenti le spese relative agli *intangibles* e al brand⁹⁴.

Una delle motivazioni principali che causò la propensione ad acquisizioni di aziende con marchio forte, o addirittura solamente di marchi noti, fu la volontà, più o meno consapevole, di entrare in possesso delle risorse immateriali connesse con il brand. In tal modo le aziende cercavano essenzialmente:

- un aumento della quota di mercato, a garanzia di un aumento della redditività;
- un accrescimento della differenziazione settoriale o geografica;
- una via di sviluppo in mercati maturi e a basso livello di tecnologia o innovazione.

In realtà si deve aggiungere che misurare in termini monetari il valore di un brand è cruciale anche per la massimizzazione del risultato di chi decide di vendere un brand o un'azienda con alte caratteristiche di immaterialità. Per il venditore infatti la determinazione di un prezzo il più possibile vicino all'effettivo valore diventa forse ancor più importante che per l'acquirente. L'acquirente entra in possesso di un *asset* che è per definizione un generatore potenziale di valore. Eventuali errori di determinazione

⁹³ S.VICARI, *Brand equity, il potenziale generativo della fiducia*, Milano, Egea, 1995.

⁹⁴ Vedasi per un approfondimento L.GUATRI, M.BINI, *Impairment. Il valore potenziale controllabile*, Milano, Università Bocconi Editore, 2003.

del prezzo potranno dunque venire assorbiti nel tempo se chi compra sarà in grado di far emergere tutto il valore potenziale del brand che ha acquisito. Chi vende al contrario effettua una scelta decisiva, lascia cioè cadere qualsiasi possibile alternativa sulla gestione dell'*asset*. Il venditore pertanto deve riuscire a includere nel prezzo il valore potenziale generabile dal brand. La determinazione monetaria del valore del brand diventa quindi cruciale affinché il venditore possa ottenere una remunerazione congrua per investimenti e strategie implementate in passato.

Le transazioni che avvennero in quegli anni evidenziarono dunque come il pieno valore di società con forti brand non venisse manifestato esplicitamente nei dati contabili, e addirittura neppure riflesso nel valore di mercato delle azioni. Tale consapevolezza portò alla realizzazione di quanto fosse sentito il bisogno di valutare ed esplicitare il valore del bene. Le operazioni di fusione e acquisizione avvenute in questo periodo dimostrarono chiaramente che i mercati finanziati premiano in modo sostanziale le strategie mirate all'accrescimento del valore del brand, soprattutto a livello internazionale. Uno dei risultati di questo frenetico periodo di scambi di aziende, rami di aziende e marchi è stato proprio lo sviluppo che in quegli anni hanno avuto gli studi di marketing mirati alla gestione del valore del brand.

A seguito di questa fase di operazione di finanza straordinaria è emerso chiaramente che il brand è spesso la fonte principale di generazione del valore di un'azienda e soprattutto che un brand, quando forte, rappresenta un valore nel tempo.

A una prima forte presa di coscienza che a determinare il valore di un'attività economica non erano solo gli elementi materiali e la loro redditività nel passato, ma che una porzione importante del generico valore dell'avviamento era costituita da elementi intangibili quali il

brand, si aggiunse, a partire dalla seconda metà degli anni Novanta, un nuovo elemento.

L'avvento e la crescita esponenziale di Internet quale veicolo di informazioni e strumento di scambio modificò integralmente, direttamente o per effetto indotto, il modo di operare della maggior parte della realtà economica internazionale. *The Economist*⁹⁵ nel 1999 affermò che Internet sarebbe in breve diventato così pervasivo che in un orizzonte temporale ristretto ogni attività economica sarebbe dovuta diventare un «Internet business» per sopravvivere.

Nonostante l'euforia che accompagnò la creazione e la crescita di società basate su e operanti in Internet e la conseguente corsa alla quotazione e all'acquisto di azioni delle *Internet based companies*, fu presto chiaro che il valore di mercato di tali società non poteva trovare spiegazione nei fondamentali e che neppure potevano essere impiegate senza modifiche le tecniche di valutazione fino ad allora utilizzate per la valutazione d'azienda. Si manifestò dunque l'esigenza di una valutazione peculiare delle società operanti in e attraverso Internet. Si delineò così la necessità di cercare negli elementi immateriali la spiegazione e la causa del valore di azienda molto capitalizzate con pochi o nulli elementi materiali. Si trattava di dare un valore ad azienda con informazioni storiche nulle o minime sui fondamentali, operanti in un settore nuovo e dalle caratteristiche non delineate, e soprattutto di azienda non ancora in grado di produrre profitti per gli investitori. Si percepì dunque che occorreva misurare la capacità di tali realtà di creare valore in futuro senza però avere dati storici da cui partire.

Unanime era la consapevolezza che i metodi tradizionali di valutazione non erano in grado di spiegare e anticipare la

⁹⁵ «The Net Imperative», *The Economist*, 24 giugno 1999.

valutazione di attività *e-commerce* come Amazion.com, che nel 2001, pur essendo in perdita, presentava un valore di mercato superiore all'intero settore dei propri fornitori, o come Priceline.com, che registrava un livello di capitalizzazione superiore all'insieme delle diverse *airlines* di cui gestiva e vendeva i biglietti via Internet.

Oggi spesso tale fenomeno viene giustificato con un'eccessiva ed errata valutazione del mercato da parte di investitori e analisti: tali errori avrebbero portato ad affrettate e non giustificate quotazioni, alla crescita dei prezzi delle azioni delle società Internet e poi alla creazione di una bolla speculativa delle aziende tecnologiche, fino al crollo del 2001.

Secondo Guatri e Bini⁹⁶ la causa principale della bolla speculativa è stata il «comportamento irrazionale» degli analisti e degli investitori che ha portato alla quotazione aziende ancora nella prima fase di *start up* dove i valori assunti ai fini degli IPO, non potendo basarsi come detto sui metodi tradizionali di valutazione, includevano «valori potenziali puri», spesso «mere scommesse su un futuro sostanzialmente imprevedibile».

Interessante invece la riflessione di Briginshow⁹⁷, il quale suggerisce come possibile spiegazione la *greater fool theory*: secondo tale teoria l'investitore è disponibile ad acquistare azioni a un prezzo elevato avendo la certezza di poterle comunque rivendere in un secondo tempo a un prezzo ancora più alto a un *greater fool*.

Ciò nonostante, chiudere il capitolo dell'era Internet parlando di errata ed eccessiva valutazione e fiducia riguardo all'Internet business non sarebbe corretto. Internet infatti rimane un evento

⁹⁶ L.GUATRI, M.BINI, *Impairment. Gli intangibili specifici*, Milano, Bocconi, 2003, p.45.

⁹⁷ J.BRIGINSHOW, *Internet Valutation: The Way Ahead*, Gran Bretagna, Palgrave Macmillan, 2002, p.4.

positivo per l'economia in sempre più settori, fornendo agli operatori, direttamente o attraverso le innovazioni tecnologiche e di gestione a esso legate, «flessibilità organizzativa, produttiva e comunicativa»⁹⁸.

A posteriori si può ora affermare che l'era del boom di Internet ha posto l'accento sulla questione della centralità del brand. Le aziende che sono sopravvissute e si sono affermate con successo sono infatti aziende in grado di costruire un brand forte e riconosciuto. È infatti proprio il brand l'unico possibile mezzo di comunicazione, in un settore dove la qualità tangibile dell'offerta è ridotta al minimo.

In Internet, dove la materialità è minima e il contatto tra azienda e cliente resta virtuale, è più che mai il brand a essere custode del valore dell'impresa, della sua capacità potenziale di generare utili attraverso la capacità di attrarre e mantenere il traffico dei consumatori. Tale capacità va pertanto nutrita con l'immediatezza di un logo esplicativo di una filosofia e una *mission* costante e fedele a se stessa.

3.2. Assegnare un valore ad un brand: per chi e perchè.

Quando si valuta un brand è particolarmente importante capire per chi viene fatta la valutazione. Infatti non è la stessa cosa valutare un brand per l'impresa che ne è proprietaria o invece per un'eventuale acquisizione da parte di un'azienda che possiede un marchio

⁹⁸ B.BUSACCA, *Il valore della marca tra postfordismo ed economia digitale*, Milano, Egea, 2000, p.17.

concorrente o da parte di un'altra azienda che al contrario non possiede alcun marchio pur operando nel medesimo settore.

Allo stesso modo è molto importante definire perché si effettua una valutazione: se per vendere il marchio, per determinare il tasso di royalty da applicare, per iscrivere in bilancio il valore, in caso di acquisizione, per determinare se vi siano state perdite durevoli di valore ai fini dell'*impairment test* o, infine, per offrire uno strumento di brand management ai responsabili aziendali.

Nel caso di un'acquisizione, la valutazione dei marchi, così come quella di qualsiasi altro bene, di regola, oltre alla valutazione stand alone, richiede un apprezzamento dei benefici che la loro acquisizione comporta per un'impresa in grado di sfruttarne le potenzialità con la propria autonoma struttura produttiva e commerciale. L'appartenenza di una marca a un'azienda piuttosto che a un'altra è spesso la fonte principale del valore della marca stessa. Si fa, quindi, riferimento a nozioni di valore quali il più probabile prezzo di cessione o il valore d'acquisizione, che dovranno essere determinati con criteri di valutazione adeguati. Nel caso di cessione dei marchi, infatti, il valore delle sinergie, e dunque le caratteristiche dell'acquirente incidono in maniera profonda sul valore dato dall'acquirente e sul prezzo di acquisizione.

La finalità della valutazione e la natura del soggetto interessato alla valutazione influenzano in maniera significativa l'intero processo. La valutazione di marchi, come di altri beni immateriali, può infatti avvenire in differenti contesti, che richiedono l'adozione di un approccio di stima diverso.

Per quanto riguarda le motivazioni alla base di una valutazione monetaria di un brand, esistono diverse situazioni da analizzare. La prima di queste è sicuramente collegata ai diversi tipi di operazioni straordinarie. Sono sei le situazioni tipiche in cui è necessario

valutare il marchio nel momento in cui ci si trova ad affrontare una di queste operazioni. Tre possono avere come oggetto negoziale specificatamente il marchio, senza necessariamente coinvolgere l'azienda nel suo complesso:

- la *cessione*, consistente nella vendita del marchio stesso contro un corrispettivo in denaro. Nel determinare il valore del brand, l'acquirente dovrà analizzare con precisione le conseguenze dell'integrazione del brand all'interno della propria azienda. Colui che vende il marchio invece dovrà prendere in considerazione l'effetto fiscale, che è immediato e di cui si dovrà tenere conto anche nella formulazione del prezzo in sede negoziale;
- il *conferimento*, consistente nell'apporto di beni o crediti cui si obbliga ciascun socio nella fase di costituzione della società o, successivamente, se partecipa a un'operazione di aumento del capitale sociale.⁹⁹ Poiché la controprestazione offerta al conferente è rappresentata in termini di capitale sociale, in questo caso si pone molta attenzione alle modalità di stima dei beni oggetto del conferimento. L'art. 2343 c.c. prescrive infatti una perizia asseverata proprio per garantire la funzione di salvaguardia attribuita al capitale sociale. Quanto agli aspetti procedurali, il conferimento di un marchio prevede tre distinte fasi: una propedeutica, in cui vengono stipulati i contratti del caso e che si conclude con la delibera di conferimento; una valutativa, che prende origine dall'istanza al Presidente del Tribunale per la nomina dell'esperto e si conclude con l'asseveramento della perizia; una attuativa, che consiste nella delibera di aumento di capitale e nell'atto di conferimento;

⁹⁹ B.QUATRARO, A.G.MAURI, «L'aumento di capitale con conferimenti di beni in natura o di crediti. La relazione ex 2343 c.c.-contenuto. La revisione della stima. Le responsabilità civili e penali dell'esperto» *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n.3, 1993.

- *l'affitto* : quando un'azienda che possiede un marchio permette a un'altra di utilizzare tale marchio, vi è la necessità di determinare il valore monetario per stabilire l'ammontare dei canoni (*royalties*) da applicare all'operazione.

Le altre tre situazioni, che invece riguardano l'azienda nel suo complesso e dunque il marchio come parte dell'insieme, sono:

- la *fusione*, operazione che rileva principalmente sotto il profilo della determinazione del rapporto di concambio. La finalità di tale stima è quella di individuare le modalità con le quali i soci partecipano al patrimonio della società risultante: i partecipanti al capitale delle società fuse riceveranno un numero di azioni della società risultante il cui valore economico è ritenuto adeguato rispetto a quello delle azioni annullate possedute in precedenza. La valutazione del marchio, di conseguenza, inciderà in maniera diretta sulla determinazione del valore dell'incorporata, e in maniera indiretta su quello della società risultante. Sempre sotto questo profilo, si pone, inoltre, il problema della discrezionalità degli amministratori nell'applicazione delle regole formulate per la stima di valore: il rapporto di cambio può essere giudicato congruo se calcolato con criteri metodologicamente appropriati rispetto all'oggetto di valutazione;

- la *scissione*, operazione la cui *ratio* può presentare profili estremamente difformi. Queste operazioni possono essere infatti finalizzate alla ristrutturazione finanziaria, alla separazione di aree di business, all'attuazione di strategie di disinvestimento o liquidazione. In caso di scissione il complesso aziendale, o parte di esso, si trasferisce senza soluzione di continuità, e le valutazioni devono rispondere al dettato dell'art. 2343 c.c.; anche in caso di scissione e conseguente trasferimento di un marchio è necessaria la valutazione analitica del marchio, tramite perizia asseverata;

- la liquidazione, istituto creato dal Legislatore al fine di disciplinare la fase terminale della vita di un'impresa. Si possono individuare due macroclassi di operazioni: le liquidazioni volontarie e quelle derivanti da decisioni di organi giurisdizionali o amministrativi. La profonda differenza tra le due classi di operazioni si manifesta soprattutto nella causa scatenante del fenomeno: nel primo caso la volontà dei soci, nel secondo caso una patologia della vita dell'impresa, che ne impedisce il regolare corso. Un' altro motivo che giustifica l'assegnazione di un valore monetario ad un brand è sicuramente legato alla possibilità di utilizzarlo come strumento di management.

Sono molto frequenti nelle aziende con marchio forte il senso di appartenenza al brand e il commitment di tutti gli stakeholders verso il suo rafforzamento. È spesso proprio da questo forte commitment che derivano le idee e l'energia che sono alla base del successo di un brand. Da qui nasce dunque la necessità di tecniche di misurazione interna che siano capaci di determinare e successivamente comunicare il vero valore dell'impresa, tenendo conto anche delle caratteristiche intangibili del complesso di beni oggetto di valutazione.

La necessità di misurazione del valore monetario di un marchio viene avvertita infatti dagli stessi imprenditori o manager a supporto della analisi di convenienza economica di scelte strategiche.

Una parte sempre più consistente del budget delle aziende con marchio forte viene allocata proprio alla creazione e al rafforzamento della brand equity. Gli investimenti in brand equity determinano uscite di cassa: vi è dunque la necessità di misurare il ritorno di tali investimenti in maniera omogenea e dunque attraverso l'analisi della creazione o distruzione di valore della brand equity stessa, misurata in termini monetari.

In sostanza la necessità di determinare il valore monetario del marchio a uso interno sta crescendo. Infatti tali misurazioni, oltre a venire utilizzate per spiegare le performance e per motivare il management, vengono sempre più di frequente impiegate anche per determinare tassi interni di royalty. Nei grandi gruppi multinazionali, infatti, solamente così le diverse *subsidiaries* (divisioni) possono avere la percezione del valore delle attività della *corporate* (casa madre) che stanno utilizzando.

Con il progressivo riconoscimento dei marchi quali vere e proprie attività, è aumentata anche la possibilità di usare tali attività a garanzia di linee di credito, soprattutto negli Stati Uniti dove grandi società quali la Disney, hanno preso a prestito ingenti somme di denaro, offrendo in garanzia il proprio marchio. Anche in Italia, seppure in maniere non ancora così diffusa, vi sono società che hanno seguito l'esempio di Disney.

Affinchè l'indebitamento garantito da marchi abbia ancora maggiori possibilità di sviluppo e costituisca una vera alternativa di finanziamento per le imprese è necessario che i metodi di valutazione monetaria si affinino ulteriormente e che la stima periodica del valore dei marchi venga fatta tenendo presente che l'obiettivo della valutazione è quello di determinare un valore che abbia le caratteristiche fondamentali, peraltro irraggiungibili in assoluto, di affidabilità e verificabilità.

È possibile che in futuro si apra anche un nuovo mercato comportante un'accresciuta necessità di determinazione del valore monetario dei marchi: si tratta della possibilità di assicurare il brand. Infatti le stesse metodologie di valutazione applicate per valutare i marchi in sede di fusione e acquisizione, e dunque per valutare *l'upside risk*, possono venire utilizzate anche per valutare il *downside risk*. In sostanza, quando si valuta un marchio in sede di

operazioni di M&A, l'acquirente accetta di pagare il prezzo pattuito in quanto è convinto che il valore del marchio o in generale dell'attività acquistata sia per lui superiore: in caso contrario, infatti, non vi sarebbe alcuna convenienza all'acquisto¹⁰⁰. Nel valutare il marchio l'acquirente dunque tiene conto di quegli eventi positivi che prevede accadranno (*upside risk*) e determineranno la convenienza dell'acquisto, rendendo il valore dell'attività di cui entra in possesso superiore al prezzo pagato.

La stessa tecnica può venire applicata al contrario per stimare il *downside risk*, ovvero la probabilità che si verifichino eventi che invece di far aumentare il valore del marchio, lo facciano diminuire.

3.3. I metodi di valutazione

3.3.1. I metodi basati sul costo.

In questo capitolo vengono illustrati i principali modelli di valutazione monetaria di un marchio. Numerose sono le classificazioni proposte dalla teoria per cercare di mettere ordine tra gli innumerevoli modelli e metodi esistenti.

Nei metodi basati sul costo il valore di un marchio viene calcolato attraverso la determinazione della quantità di risorse monetarie

¹⁰⁰ È evidente che un qualunque progetto di investimento ha convenienza a essere realizzato se il valore attuale netto (VAN o NPV) è positivo, ovvero se l'investimento fatto oggi, nel caso di acquisizione si tratta del prezzo pagato, è inferiore al valore attuale dei flussi di cassa che dall'investimento verranno generati in futuro, nel caso dell'acquisizione il valore stimato.

necessaria per ricreare un marchio identico o che almeno consenta di godere degli stessi vantaggi competitivi del marchio oggetto di valutazione.

È errato però affermare che si tratta di metodi che si rivolgono esclusivamente al passato dell'azienda: l'obiettivo è comunque quello di determinare i benefici futuri del brand.

In pratica poi l'analisi viene effettuata indagando su quanto sia costato costruire il brand o sulla base di quanto possa costare ricrearlo¹⁰¹.

Il principio sottostante a tale approccio è quello della sostituzione: si cerca infatti di individuare le caratteristiche principali del brand, la cui riproduzione è necessaria per ottenerne uno nuovo che offra gli stessi benefici futuri di quello oggetto di valutazione.

Da un punto di vista squisitamente teorico il collegamento tra valore/costo di riproduzione o sostituzione degli *assets* e flussi di beneficio futuro immediato. Si è più volte infatti ripetuto che il valore di una qualunque attività è funzione dei flussi di cassa che essa sarà in grado di generare in futuro. Se dunque si prendono a riferimento i valori/prezzi attuali di mercato di tutte le attività acquistate in passato per creare il brand, è evidente come la sommatoria di tali valori/prezzi non possa coincidere proprio con il ricercato valore del marchio. Come sempre però il passaggio da un modello corretto sotto il profilo teorico a un metodo concretamente applicabile alla realtà è molto arduo, e lo è in particolare quando si parla di metodi basati sui costi.

Due sono le versioni con cui viene applicato il metodo del costo:

- il costo storico (aggiornato);

¹⁰¹ J.PARKHUST, L.GIANDOMENICO, «Calculating and Leveraging Brand Value Determining the Impact on Company Performance Requires Mix of Marketing and Finance», New York Law Journal, vol. 229, 27 maggio 2003, p.2.

- il costo di rimpiazzo.

Il metodo del costo storico aggiornato si basa sulla riespressione a valori correnti dei costi sostenuti in passato per sviluppare il brand, indipendentemente dalla loro capitalizzazione in bilancio.

Da un punto di vista applicativo, per pervenire alla misurazione del valore monetario di un marchio vanno essenzialmente identificati alcuni elementi:

- a. I costi da considerare nell'operazione di capitalizzazione;
- b. L'indice di aggiornamento monetario dei costi;
- c. La vita economica del bene

I costi da considerare nell'operazione di capitalizzazione. La principale difficoltà riguarda l'identificazione dei costi di capitalizzazione¹⁰². Sarà necessario cercare di ricostruire tutti i costi che sono alla base della forza del brand. Teoricamente bisognerebbe riuscire a risalire a tutti i costi/investimenti sostenuti in passato per ottenere le attuali caratteristiche di differenziazione, affidabilità e diffusione del brand.

Secondo alcuni studiosi¹⁰³, vanno inclusi nell'analisi solamente i costi che hanno natura di investimento, indipendentemente dalla loro capitalizzazione in bilancio. In finanza un investimento è un'operazione che prevede in una fase iniziale il sostenimento di uscite di cassa, al fine di ottenere, in un momento successivo, dei benefici sotto forma di entrate di cassa¹⁰⁴. Per quanto riguarda dunque i costi di marketing, andrebbero inseriti solamente i costi

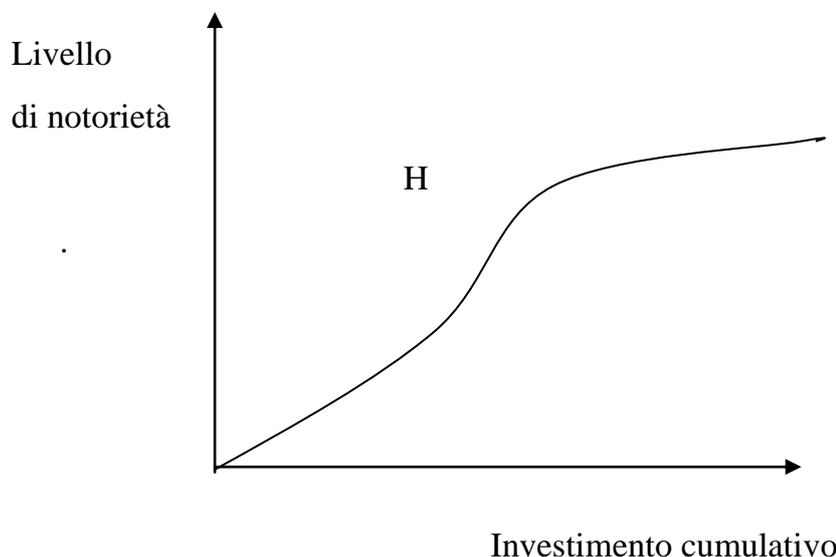
¹⁰² «Intangibles: metodi di misurazione e valorizzazione», *Quaderno AIAF*, n. 113, aprile 2003, pp.58-59.

¹⁰³ Si veda, per esempio, A.RENOLDI, *La valutazione dei beni immateriali. Metodi e soluzioni*, Milano, Egea, 1992, p.71.

¹⁰⁴ Tale definizione di investimento in senso finanziario, introdotta in Italia da G.BRUGGER, «Le decisioni finanziarie», in G.PRIVATO (a cura di), *Trattato di finanza aziendale*, Milano,Angeli, 1989, p. 807, è tuttora attuale.

sostenuti una sola volta durante il ciclo di vita del prodotto, ovvero quelli relativi alle fasi di lancio e consolidamento. Secondo tale scuola di pensiero andrebbero dunque escluse le spese di pubblicità, promozione e sponsorizzazione che si limitano al mantenimento del valore del brand. Tale approccio però è in aperto contrasto con quanto effettuato nella prassi, e anche da un punto di vista squisitamente teorico è difficilmente sostenibile.

Per renderlo più accettabile è però stato introdotto il concetto di utilità marginale, come illustrato nella seguente figura.



Renoldi¹⁰⁵ afferma che il principio suddetto è applicabile solamente nei casi in cui sia possibile individuare il punto H, ovvero il punto in cui l'utilità marginale di ulteriori spese di pubblicità, indipendentemente dal loro ammontare, diventa modesta.

Prendere in considerazione tali spese porterebbe infatti ad attribuire al marchio un valore crescente al loro crescere; in realtà invece tali investimenti/spese riducono il valore del marchio in quanto il loro ritorno è inferiore a quello atteso.

¹⁰⁵ A.RENOLDI, *La valutazione dei beni immateriali. Metodi e soluzioni*, Milano, Egea, 1992, p.71.

Quest'analisi sull'utilità marginale di ulteriori investimenti in pubblicità è molto stimolante sul piano concettuale e fornisce anche un'interessante guida ai responsabili aziendali nel momento cui devono decidere come allocare le proprie risorse suddividendole tra diverse alternative di investimento a sostegno del brand. Purtroppo però l'individuazione ex ante del punto H non è agevole, e spesso solamente a posteriori, quando molte risorse sono già state spese in maniere forse non ottimali, è possibile determinarlo con precisione. Perché un brand abbia forze è necessario sostenere costantemente tre elementi, ovvero *la diffusione, l'affidabilità e la differenziazione*. Il continuo flusso di investimenti in questi elementi sembra quindi essere alla base del valore stesso. Si ritiene quindi di poter affermare che solo attraverso l'imputazione di tutti i suddetti costi è possibile cercare di risalire al valore del brand. Riuscire a definire nella realtà aziendale una netta linea di separazione tra investimenti sostenuti ante punto H e post punto H significherebbe conoscere con precisione gli effetti in termini di creazione di valore di tutte le azioni e le strategie messe in atto dai responsabili aziendali a sostegno del brand.

I costi considerati nelle valutazioni effettuate ricorrendo a questo metodo sono soprattutto i costi espliciti; stabilire infatti il costo, per esempio, della creatività di un programmatore di software ai fini della valutazione del marchio Microsoft, sembra essere alquanto complesso¹⁰⁶.

I costi che dunque nella prassi vengono inclusi nell'analisi sono:

- i costi imputabili a investimenti di marketing quali costi di promozione e pubblicità;

¹⁰⁶ Per approfondimenti sul tema dei costi impliciti vs quelli espliciti di veda J. ELLWOOD, *The Essential Brand Book*, Sterling, Stylus Publishing, 2003, p.203.

- i costi legati alla realizzazione e al design di un *packaging* particolare o del logo stesso;
- i costi di registrazione e tutela del marchio;
- i costi legati alla creazione e allo sviluppo della rete di vendita;
- i costi di penetrazione su un canale di vendita;
- i costi di un determinato servizio, come per esempio, in alcuni casi, certe tipologie di costi di consulenza per il design o lo sviluppo di alcuni prodotti;
- i costi di sponsorizzazione;
- i costi di pubbliche relazioni;
- i costi di ricerca e sviluppo.

b. *l'indice di aggiornamento monetario dei costi*. Per rendere omogenei sotto il profilo temporale i diversi costi considerati è necessario aggiornarli in termini monetari: nella prassi si fa ricorso agli indici dell'inflazione¹⁰⁷.

c. *La vita economica del bene*. La vita economica di un bene è un aspetto rilevante e una componente fondamentale di qualsiasi processo di valutazione. La vita economica corrisponde all'arco temporale nel quale un bene è in grado di generare flussi di cassa per l'azienda che lo possiede. Si tratta in sostanza di ridefinire la formula base del valore, trasformandola nella seguente:

$$\sum_{t=0}^n \frac{F_t}{(1+k)^t}$$

La vita economica del bene corrisponde a n nella formula precedente. Nel caso di valutazione di investimenti in un bene

¹⁰⁷ I più frequentemente utilizzati sono l'indice dei prezzi al consumo, il deflatore del PIL e l'indice del costo della vita.

materiale, la trasformazione della formula esposta nel primo paragrafo in questa attuale, è ovvia ed evidente. È infatti logico che un bene materiale, si pensi a un macchinario, abbia una sua vita utile, ovvero un lasso di tempo durante il quale l'utilizzo di tale bene potrà generare flussi finanziari positivi per l'impresa che lo possiede. Dopo un certo numero di anni il macchinario smetterà di funzionare e magari diventerà obsoleto. La determinazione della vita utile, che nei metodi di valutazione basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa si traduce nel numero di anni su cui proiettare i flussi futuri, nel caso dei metodi di valutazione al costo è invece necessaria per la determinazione del corrispettivo per degrado e della quota di ammortamento.

La considerazione della vita utile di un bene quindi, serve sia per valutare il bene stesso con il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa, sia quando si ricorre al metodo del costo. L'obiettivo di una valutazione è infatti la determinazione del valore del bene nello stato di utilità in cui si trova al momento della valutazione stessa. Il correttivo a titolo di degrado assume quindi una rilevanza particolare nel caso di beni materiali.

Ma cosa succede nel caso degli intangibili e, in particolare, nel caso del marchio? Esiste la vita utile di un marchio? Sicuramente è questa la domanda a cui è forse più difficile dare risposta. È proprio per questo motivo che anche lo IASC nel definire le recenti modifiche ai principi contabili internazionali in tema di beni immateriali ha voluto distinguere tra beni immateriali a vita definita e a vita indefinita, ove la vita indefinita non è assolutamente intesa come sinonimo di vita infinita, ma proprio di durata che non è possibile definire. Il marchio rientra sicuramente tra i beni a vita indefinita.

Una stima dell'arco temporale durante il quale gli investimenti in brand e i costi sostenuti a sostegno dello stesso esplicano i propri effetti è comunque necessaria. Si immagini il caso di un brand che è presente sul mercato da più di vent'anni. Per poterlo valutare con il metodo del costo è necessario sapere per quanti anni bisogna andare indietro nel tempo quando si prendono in considerazione le diverse tipologie di costi sostenuti. Le spese di pubblicità sostenute quindici anni fa, per esempio, rilevano ancora? La soluzione a questo problema non è univoca, non vi è infatti una modalità standard, ma è solamente attraverso la profonda conoscenza dell'azienda il cui marchio è oggetto di valutazione e delle dinamiche competitive del settore in questione che è possibile capire come procedere nella valutazione. Sicuramente una preliminare analisi delle relazioni causa-effetto tra, in questo caso spese di pubblicità e fatturato, può essere di aiuto nella comprensione delle caratteristiche del marchio oggetto di valutazione.

Per quanto riguarda, invece, il metodo del *costo di rimpiazzo*, questo prevede la stima dell'ammontare di investimenti che si dovrebbero sostenere, al momento della valutazione e dunque nell'attuale situazione competitiva, per disporre di un brand che abbia le stesse potenzialità di quello oggetto di valutazione.

Teoricamente questo metodo sembra più convincente del precedente. Il metodo del costo storico aggiornato infatti si basa esclusivamente sulla rivalutazione di costi effettivamente sostenuti in passato, indipendentemente dal loro livello di efficacia e quindi dai risultati ottenuti in termini di brand equity; con il metodo del costo di rimpiazzo invece si tenta una stima nell'ottica di chi volesse, oggi, al momento della valutazione e dunque in un contesto di mercato e competitivo quale quello attuale, realizzare un brand simile a quello oggetto di stima.

Per poter applicare correttamente questo metodo, è necessario disporre di numerosissime informazioni riguardo alla struttura del settore in cui opera l'azienda il cui marchio è oggetto di valutazione. Infatti per poter stimare l'effettivo ammontare e l'esatta tempificazione futura degli investimenti necessari per disporre di un brand del tutto simile a quello oggetto di valutazione, bisognerebbe prendere in considerazione anche l'impatto delle eventuali reazioni messe in atto dalle imprese concorrenti, già presenti nel settore, per ostacolare l'affermazione del brand da valutare. È oggettivamente molto difficile però prevedere la futura evoluzione della dinamica competitiva di un settore; il metodo del costo di rimpiazzo quindi viene solitamente applicato a prescindere dalle suddette ipotesi. In sostanza, nell'applicarlo si assume implicitamente che non vi saranno contromisure da parte dei concorrenti già presenti nel settore. Questo ovviamente ne inficia molto la validità sul piano teorico.

Per poter applicare il metodo del costo di rimpiazzo è necessario innanzitutto conoscere i *drivers* del valore del brand. In sostanza bisogna essere in grado di valutare l'ammontare esatto degli investimenti in *diffusione, affidabilità e differenziazione*. Quindi:

- per la *diffusione* vanno stimati gli investimenti necessari per ottenere la medesima *brand awareness* e la medesima presenza sul territorio: quindi investimenti in pubblicità e investimenti in distribuzione commerciale;
- per *l'affidabilità* vanno stimati gli investimenti necessari per ottenere e mantenere inalterate nel prodotto o nei prodotti caratterizzati da marchio oggetto di stima le caratteristiche di qualità;
- per la *differenziazione*, invece, il problema è molto più complesso; infatti, pur essendo la differenziazione componente

primaria della forza di un brand, in quanto è quella che stimola l'acquisto sia la prima volta che un consumatore si avvicina al prodotto con il marchio oggetto di stima, sia tutte le volte successive e che dunque mantiene fedeli i consumatori nel tempo, il raggiungimento di un certo livello di differenziazione non è necessariamente legato a investimenti di tipo monetario; questa è infatti una componente che può non costare nulla all'azienda, ma che risiede soprattutto nella capacità di saper, in ogni momento, come soddisfare in maniera unica i bisogni consci o inconsci dei consumatori.

Una volta definite le tipologie di investimenti che è necessario sostenere per poter ricostruire il brand, è possibile applicare due procedimenti alternativi:

1. *Il metodo analitico.* In questo caso è necessario stimare tutti i singoli elementi che determinano l'ammontare dell'investimento complessivo. Bisogna dunque procedere alla previsione separata dei seguenti elementi:

- i volumi di risorse da impiegare nell'ipotetica ricostruzione del brand oggetto di stima e i relativi prezzi unitari d'acquisto;
- il tasso di attualizzazione dei flussi di investimento stimati;
- l'orizzonte temporale su cui è necessario distribuire gli investimenti.

2. *Il metodo sintetico.* Tale approccio può essere sintetizzato dalla seguente formula: $W_r = MT \times C$

Dove:

- W_r indica il valore di rimpiazzo a nuovo del brand;
- C indica i costi da sostenere su base annua. C deve dunque rappresentare «l'entità medio-normale degli investimenti che, per generale accettazione, si ritiene siano annualmente indispensabili»

per disporre di un bene immateriale simile a quello da valutare»¹⁰⁸. Il problema principale consiste nell'individuare a cosa ammonta un costo di «generale accettazione» e che cosa implica l'essere simile al brand oggetto di stima. Questi due elementi sono solitamente frutto di considerazioni soggettive dell'analista che effettua la valutazione; le presunte caratteristiche di oggettività di questo metodo di determinazione del valore monetario di un brand vengono quindi decisamente meno;

- MT è un coefficiente tecnico di capitalizzazione. Esso è espressione di un complesso giudizio di sintesi formulato dal mercato, circa i tempi attuali di realizzazione di tali intangibili, in ipotesi di un adeguato dimensionamento dell'investimento annuo; giudizio che va opportunamente filtrato alla luce delle caratteristiche intrinseche del bene immateriale di cui si stima il costo di rimpiazzo. Nel caso della stima del valore di un brand MT corrisponde, per esempio, al numero di anni per cui si ritiene necessario moltiplicare il costo stimato annuo al fine di determinare il valore del marchio. Anche nel caso di stima del coefficiente tecnico di capitalizzazione, l'assoluta mancanza di dati oggettivi e di fonti certe su cui basare la determinazione di tale elemento fanno ritenere il metodo del costo di rimpiazzo un procedimento che non risponde ad alcuna delle caratteristiche di oggettività e prudenza che dovrebbero improntare una qualsivoglia valutazione.

Una qualunque analisi del valore di un marchio deve necessariamente passare attraverso la conoscenza della storia passata di creazione del marchio stesso e quindi necessariamente anche degli investimenti effettuati nel tempo per creare e successivamente sostenere il brand.

¹⁰⁸ A.RENOLDI, *op. cit.*, p.87.

È infatti solamente attraverso un'attenta analisi delle relazioni causa-effetto tra investimenti in brand e affermazione dello stesso sul mercato che è possibile iniziare un'analisi di valutazione del brand. L'osservazione delle relazioni passate permette di individuare quali sono stati i *drivers* di valore del brand.

Si immagini di osservare che in passato, fino a due anni prima del momento in cui viene effettuata la valutazione, vi è stata sempre e in maniera costante una relazione diretta tra investimenti in pubblicità e incremento di fatturato. L'analista preposto alla valutazione deve necessariamente disporre di questa informazione per poter efficacemente iniziare la valutazione del marchio. I motivi per i quali da due anni la relazione è venuta meno, debbono infatti essere oggetto di indagine. L'analista si deve interrogare sui motivi dei mancati incrementi di fatturato a fronte di costanti investimenti in campagne pubblicitarie.

È oltremodo evidente che solamente con l'analisi storica dei dati a disposizione dell'azienda, e in particolare degli investimenti in brand, che chi effettua la valutazione riesce a ottenere una conoscenza approfondita del marchio in questione.

Ma non basta. Il valore del marchio deriva infatti non dal passato, ma dai flussi che esso sarà in grado di generare in futuro per l'azienda che lo possiede. La conoscenza della storia passata del marchio e del settore è però condizione necessaria, seppure non sufficiente, per poter prevedere con un certo grado di accuratezza i flussi futuri.

Le critiche mosse al metodo del costo quale metodo per la determinazione del valore di un marchio vanno, quindi, sempre intese quali critiche riferite a una valutazione basata esclusivamente sull'impiego di tale metodologia. Se viceversa l'analisi basata sul costo viene utilizzata in aggiunta alle metodologie basate sulla

previsione dei risultati futuri, la valutazione non può che trarne giovamento in termini di completezza dell'informazione.

La critica più pesante che si può muovere al metodo del costo riguarda il fatto che esso si basa implicitamente sul fatto che un marchio ha tanto più valore quante più risorse sono state investite, senza in alcun modo prendere in considerazione gli effettivi risultati ottenuti dagli investimenti effettuati, in termini di creazione della forza del brand e dunque del suo vero valore, che è evidentemente funzione dei risultati futuri.

Ulteriori critiche riguardano l'elevatissimo grado di soggettività che caratterizza dette analisi, superiore sicuramente a quello che comunque è presente in tutte le analisi di valutazione. Il grosso rischio è quello di considerare una stima del valore del marchio basata sul metodo del costo come la più attendibile, a causa della supposta maggiore oggettività; infatti, ogniqualvolta si evoca il concetto di costo, si è soliti ritenere che si parte da dati certi.

Utilizzando il metodo del costo con riferimento al marchio, si fa solitamente riferimento quasi esclusivo agli investimenti posti in essere in relazione alla *diffusione* del marchio.

3.3.2. I metodi basati sull'attualizzazione dei flussi futuri.

I metodi basati sull'attualizzazione dei flussi futuri rispecchiano in pieno i fondamenti della teoria del valore. In tutti i metodi che fanno parte sia di questa macroclasse sia della successiva, cioè i metodi basati sul confronto con aziende *unbranded*, il valore del brand viene calcolato attualizzando i flussi futuri.

In questa macroclasse si attualizzano flussi prospettici calcolati partendo dalle vendite che riguardano i prodotti con il marchio oggetto di valutazione. Se dunque si tratta di un'azienda monobrand, per la quale tutto il fatturato coincide con vendite di un prodotto e più prodotti, ma tutti con lo stesso marchio, il fatturato di partenza per la determinazione dei flussi da attualizzare coincide con il fatturato dell'azienda.

Nella macroclasse successiva, cioè per quanto riguarda i metodi che si basano sul confronto con azienda *unbranded*, la determinazione del valore del marchio si basa sempre sull'attualizzazione di flussi futuri. Tali flussi però non vengono determinati semplicemente imputando al brand tutto il fatturato relativo a vendite di prodotti con il marchio oggetto di valutazione: i flussi imputati al marchio vengono calcolati come differenza tra i flussi che si ipotizza si avranno attraverso la vendita dei prodotti con il marchio oggetto di valutazione e i flussi che invece si avrebbero se lo stesso ammontare di vendite fosse riferito a prodotti simili, ma senza marchio.

Sia a livello teorico tra gli accademici, sia nella prassi professionale tra gli addetti ai lavori vi è un quasi totale accordo sulla superiorità delle metodologie comprese in questa macroclasse rispetto alle altre. Per poter applicare operativamente tale metodologia, teoria e prassi hanno però sviluppato soluzioni pratiche molto differenziate, che in alcuni casi finiscono addirittura con il capovolgere completamente il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa.

Si osserva che Simon e Sullivan¹⁰⁹, Doyle¹¹⁰, Lev e Damodaran, solamente per citare alcuni autori, condividono tutti l'idea che il marchio:

¹⁰⁹ C.J.SIMON, M.W. SULLIVAN, «The Measurement and Determinants of Brand Equity: a Financial Approach», *Marketing Science*, n.12, Winter 1993, pp.28-52.

- aumenta il livello dei flussi, attraverso un price premium;
- estende la durata, a parità di altre condizioni, del periodo di crescita elevata dei flussi.

Procediamo ora all'analisi delle metodologie comprese in questa macroclasse, che si basano dunque tutte sull'attualizzazione di flussi futuri riferiti al marchio, ma si differenziano notevolmente tra di loro quanto alla modalità di determinazione dei flussi da attualizzare.

La prima metodologia in questione è quella dei *flussi di cassa operativi o netti*. Nel caso di un'azienda monobrand, il cui fatturato è imputabile al 100 per cento al marchio oggetto di valutazione, la determinazione del valore del marchio ha origine dal valore dell'azienda calcolato secondo il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa. Al valore dell'azienda così determinato si sottrae il patrimonio netto, che ovviamente corrisponde al valore dei beni tangibili al netto dell'indebitamento. Il valore del marchio viene infine calcolato come differenza tra il valore complessivo dell'azienda e il valore dei beni tangibili.

La valutazione del marchio ottenuta mediante l'applicazione di questo metodo è tra le più corrette dal punto di vista concettuale. È infatti del tutto evidente che il differenziale tra valore dei beni tangibili e valore dell'azienda è dovuto a elementi immateriali.

Un altro modello che fa parte dei modelli basati sull'attualizzazione dei flussi futuri è quello del *valore delle relazioni*.

La determinazione del valore del marchio viene fatta sulla base dell'analisi del valore delle relazioni e rientra nella logica del resource based management (RBM), di cui si è fatto cenno in precedenza. Il valore del marchio è funzione della capacità della

¹¹⁰ P.DOYLE , «Shareholder-Value-based Brand Strategies», *Brand Management*, vol 9, n.1, Septembet 2001, pp.20-30.

risorsa brand di generare nuove risorse di fiducia e conoscenza per l'impresa.

Il contributo di questo metodo risiede nell'elevato grado di analiticità con cui ci si propone di prevedere sia i flussi futuri riferiti al marchio sia la durata di detti flussi.

Per quanto riguarda la parte applicativa di questo metodo, il valore di un marchio è dato dalla somma del valore delle relazioni con i clienti attuali dell'azienda e del valore delle potenziali relazioni con clienti prospettici¹¹¹:

$$W_{\text{marchio}} = W_{\text{ra}} + W_{\text{rn}}$$

Dove:

W_{marchio} = valore del marchio

W_{ra} = valore delle relazioni con i clienti attuali

W_{rn} = valore delle nuove relazioni con i clienti

Il valore delle relazioni attuali dipende dai seguenti fattori:

- coefficiente di fedeltà, espresso dalla percentuale di clienti che rimangono fedeli al brand, nel periodo di tempo preso in considerazione;
- longevità prospettica delle relazioni attuali, ovvero durata attesa delle relazioni con i clienti attuali, in funzione proprio del coefficiente di fedeltà;
- margine atteso dalle relazioni attuali, al netto dei costi connessi con la gestione e lo sviluppo di dette relazioni;
- tasso di attualizzazione.

Analogamente il valore delle relazioni con i clienti nuovi dipende dai seguenti fattori:

¹¹¹ La seguente illustrazione del metodo del valore delle relazioni è tratta da B.BUSACCA, *Il valore della marca. Tra postfordismo ed economia digitale*, Milano, Egea, 200, p. 187 e ss., a cui si rimanda anche per ulteriori approfondimenti sul metodo in esame.

- coefficiente di attrazione di nuovi clienti;
- durata delle relazioni con i nuovi clienti, in funzione proprio del coefficiente di attrazione;
- margine atteso dalle relazioni con i nuovi clienti, anch'esso al netto dei costi di acquisizione dei nuovi clienti;
- tasso di attualizzazione.

Il terzo modello analizzato, tra quelli facenti parte dei modelli che si basano sull'attualizzazione dei flussi futuri, è quello *del costo della perdita*. Il valore del marchio calcolato attraverso questo criterio di determinazione dei flussi considera, anziché i benefici portati all'azienda dal marchio, i mancati flussi che si registrerebbero se l'azienda fosse privata del marchio. Il metodo dunque consiste nella determinazione del valore della perdita che l'impresa dovrebbe sopportare in questo caso. Attraverso l'analisi differenziale è dunque necessario calcolare il valore attuale dei margini che andrebbero perduti nell'arco temporale che corrisponde al periodo necessario alla ricostruzione del marchio non più disponibile.

Da un punto di vista applicativo il calcolo dei flussi differenziali da attualizzare è illustrato nella seguente tabella.

-ricavi di vendita perduti

+costi operativi variabili risparmiati

+costi operativi monetari fissi (specifici) ed eventualmente risparmiati

=perdita di margine di contribuzione conseguente alla perdita del marchio

+costi indiretti comuni cessanti

+imposte risparmiate

-investimenti che dovranno essere sostenuti dall'impresa per ricostruire le capacità competitive andate perdute

=flusso differenziale complessivo perduto

L'applicazione di questo metodo ad aziende monomarca e per le quali la totalità del fatturato riguarda vendite con marchio, coincide in sostanza con la determinazione del valore dell'azienda stessa.

In conclusione il valore di un marchio determinato mediante il ricorso al metodo del costo della perdita configura nella sostanza il prezzo minimo al di sotto del quale un'azienda non avrebbe convenienza a vendere il proprio marchio.

Nella prassi l'utilizzo più frequente di questa metodologia riguarda:

- le valutazioni in merito alla determinazione del danno a seguito di indebite sottrazioni o utilizzi (contraffazioni) del marchio;
- i casi di valutazione del marchio per azienda in crisi e che quindi si vedono costrette a cedere il proprio marchio.

Infine, l'ultimo metodo di questo gruppo che prenderemo in considerazione, è il cosiddetto metodo delle *royalties*.

Questo approccio valuta il brand sulla base del valore del diritti esclusivo di utilizzo del brand stesso che il possessore del brand

concede a un terzo. I flussi da attualizzare in questo caso corrispondono all'ammontare annuo delle *royalties* (R) ottenibili tramite la licenza d'uso del marchio. Nella prassi è frequente il ricorso a questo metodo per la determinazione del valore di un marchio in caso di estensione del suo utilizzo.

Una volta calcolate le *royalties*, vengono attualizzate per un periodo che corrisponde alla vita utile residua stimata. Si è già osservato come nel caso di un marchio la vita utile sia indefinita: il primo problema dunque consiste nella stima dell'orizzonte temporale per il quale attualizzare i flussi. Le *royalties* annue vengono calcolate sulla base della seguente formula:

$$R = r \times S$$

Dove:

S = al fatturato derivante dai prodotti con il marchio oggetto di valutazione

R = tasso di royalty, un coefficiente moltiplicativo desunto dal mercato che corrisponde a quanto un ipotetico concorrente privo di marchio sarebbe disposto a pagare per ottenere la cessione, in licenza d'uso, del marchio stesso.

Per quanto riguarda le modalità di stima del tasso *r*, in teoria si trovano frequentemente illustrati due criteri distinti¹¹²:

a. *Market royalty rate*;

b. *Royalty relief rate*.

a. *Market royalty rate*. La valutazione avviene sulla base di contratti d'uso o di *licensing* del brand stipulati nel medesimo settore e per marchio comparabili. Per la determinazione del *royalty rate* ci si basa su dati di mercato relativi ai contratti di *licensing* e vendita di brand stipulati in passato che costituiscono appunto dai dati di

¹¹² Tra tutti si vedano, per approfondimenti, R.MAZZEI, *Brand Equity : il valore della marca. Teoria e prassi dei processi valutativi*, Milano, Egea, 1997.

riferimento. Esistono comunque database ai quali si attinge per avere informazioni in merito ai tassi di *royalties* specifici per settori. In Italia, per esempio, nel settore della moda è noto l'osservatorio Pambianco, che raccoglie informazioni su tutte le transazioni avvenute in questo settore e da cui si possono avere indicazioni relative ai tassi da applicare.

Benchè di immediata comprensione, tale metodologia presenta il limite di dipendere dalla possibilità di trovare *royalty rates* confrontabili in transazioni realmente avvenute; anche in presenza di dati confrontabili, vi è comunque sempre il rischio di non poter entrare in possesso dei dettagli relativi alla determinazione delle *royalties*, dettagli spesso legati non al valore del brand ma a situazioni verificatesi in sede di negoziazione.

Per il resto le precauzioni da osservare nell'applicazione di questa metodologia sono analoghe a quelle illustrate in merito all'applicazione del metodo dei multipli per la valutazione delle aziende. Ogniqualvolta infatti si ricorre a dati di mercato, la cura maggiore riguarda il giudizio di comparabilità. I dati di mercato infatti solitamente determinano un *range* all'interno del quale è necessario scegliere il valore più adatto.

b. *royalty relief rate*. Secondo questo criterio il parametro r delle formula precedente è valorizzato in termini di risparmio prodotto dal mancato pagamento di una royalty da parte del proprietario del marchio, che se non possedesse il marchio si vedrebbe costretto a pagare per poter disporre del diritto di utilizzare il marchio stesso¹¹³. Se da un punto di vista concettuale è possibile immaginare di distinguere tra questo criterio e quello precedente, dal punto di vista applicativo tale distinzione diventa quasi impossibile. Si immagini

¹¹³ A.RENOLDI, *La valutazione dei beni immateriali. Metodi e soluzioni*, Milano, Egea, 1992, p.142.

di voler ricorrere all'applicazione del criterio della *royalty relief*. È necessario allora determinare il valore del tasso r , ma come cercare elementi utili alla determinazione di detto tasso se non facendo riferimento alle banche dato con rilevazioni di transazioni comparabili?

In sostanza dunque si tratta dello stesso criterio; anzi forse è possibile affermare che si tratta di due fasi dello stesso procedimento. È infatti la logica dell'esenzione da royalty che guida inizialmente la determinazione dei tassi di royalty nelle transazioni; successivamente, quando le operazioni sono concluse, i tassi vengono rilevati dalle banche dati e costituiscono i tassi di mercato presi a riferimento.

3.3.3. I metodi basati sul confronto con aziende unbranded.

Sempre nella categoria più generale dei metodi che basano la determinazione del valore di un marchio sull'attualizzazione dei flussi di cassa futuri, appartengono numerosi criteri che, in sede di valutazione, attribuiscono al marchio solamente i flussi differenziali rispetto a quelli di un'azienda priva del marchio.

Sotto il profilo concettuale si tratta sicuramente dei metodi più corretti. È evidente, infatti, che sono proprio i flussi incrementali, rispetto a quelli che si manifesterebbero in assenza di marchio, a determinare il valore del marchio stesso. Il problema principale che incontrano tutti questi metodi è però quello di definire e trovare i valori relativi a una o più aziende *unbranded* sulla base dei quali effettuare il confronto.

Innanzitutto il confronto deve avvenire con prodotti *unbranded* che presentino le medesime caratteristiche dei prodotti con marchio. In taluni casi, quando trovare un prodotto *unbranded* comparabile non è possibile, si usa fare riferimento:

- al livello di redditività ottenuto dall'impresa quando la notorietà del prodotto e il ruolo della marca erano ancora limitati; anche questa soluzione però è praticabile solamente in taluni casi. Molto spesso infatti i prodotti di marca vengono lanciati investendo fin dall'inizio sul marchio stesso; i volumi dunque sono magari piccoli, ma la marginalità è pressoché identica. Questo avviene in particolare per i marchi che hanno un elevato *premium price* e che da subito puntano sul riconoscimento di una leadership, per esempio di qualità;

- ai prodotti dei concorrenti. In questo caso però risulta difficile ottenere informazioni dettagliate sui livelli di redditività delle aziende, a parte quelli pubblicamente disponibili.

Attenzione infine anche ai marchi detti commerciali, ovvero ai marchi della distribuzione: per esempio i biscotti con marchio Esselunga che assomigliano sia come *packaging*, sia come forma, sia come nome a quelli del Mulino Bianco. Il marchio Esselunga è infatti anch'esso un marchio con caratteristiche riconosciute dai consumatori. Il cliente dell'Esselunga che acquista i biscotti Esselunga lo fa perché sa che si può fidare. Il biscotto Esselunga dunque non è un biscotto privo di marchio.

All'interno di questa classe sono stati raggruppati tre metodi principali, il primo di questi è quello del *premium price*.

Questo modello¹¹⁴ procede alla determinazione del valore del valore di un marchio misurando, su un definito orizzonte temporale, il vantaggio economico che sorge in seno a un'azienda con marchio forte, imputabile alla differenza tra il prezzo del prodotto dotato di marchio e quello di un uguale prodotto non dotato di marchio.

Il valore del marchio viene calcolato mediante l'attualizzazione dei flussi differenziali che emergono confrontando ricavi e costi dell'azienda A, il cui marchio è oggetto di valutazione, e quelli di un'azienda B comparabile priva di marchio. In pratica:

1. si procede alla determinazione del ricavo differenziale in seno all'azienda A imputabile al marchio. Il *premium price* è la differenza tra i prezzi unitari di vendita di A e B: in sostanza, se il prezzo di vendita unitario del prodotto dell'azienda B è pari a 100 euro, mentre un analogo prodotto è venduto da A con il proprio marchio a un prezzo unitario pari a 250 euro, si dirà che vi è un *premium price* del 150 per cento;

2. si moltiplica il differenziale di prezzo, nell'esempio precedente pari a 150 euro, per le quantità vendute da A – ipotizziamo che si tratti di 1.000.000 unità -; si ottiene così l'ammontare dei ricavi differenziali di A per effetto del *premium price* conseguente al marchio; sempre con riferimento all'esempio precedente, il fatturato differenziale risulta pari a 150.000.000 euro. In alcuni casi è a questo punto dell'analisi che si procede direttamente alla determinazione del valore del marchio. Dopo aver considerato l'impatto fiscale differenziale, ovvero dopo aver sottratto ai 150 milioni di euro le imposte differenziali, che ipotizzano un'aliquota del 33 per cento sono pari a 50 milioni di euro, si ottengono i ricavi

¹¹⁴ Tra i sostenitori del metodo, C.S.PARK, V.SRINIVASAN, «A Survey-Based Method for Measuring and Understanding Brand Equity and its Extendibility», *Journal of Marketing Resources*, n. 31, May 1994, pp.271-288.

differenziali netti: 100 milioni di euro. A questo punto si procede direttamente alla determinazione del valore del marchio attraverso l'attualizzazione dei ricavi netti differenziali. Questo approccio in sostanza ipotizza che i benefici che derivano dal premium price si riflettano integralmente a livello di *free cash flow*. Nella realtà si tratta di un caso rarissimo, in quanto il prezzo elevato di un prodotto di marca è spesso giustificato da una qualità superiore e dunque da costi superiori relativamente alla materia prima o magari alle modalità di produzione; a questo di affiancano costi relativi alla comunicazione, anch'essa a sostegno del *premium price* del prodotto di marca.

L'applicazione del metodo del premium price, dunque, solitamente non si conclude con le analisi descritte ai punti 1 e 2, ma procede come segue:

3. l'analisi dei costi differenziali tra A e B, connessi al marchio¹¹⁵. Si tratta della parte più delicata, in quanto non è sempre evidente quali siano i costi differenziali.

In alcuni casi, e soprattutto per alcune voci, l'individuazione degli elementi differenziali è evidente:

- si pensi, per esempio, al cioccolato: quello delle marche con il *premium price* più elevato è anche quello fatto sia con cacao di qualità superiore, sia con una maggiore percentuale di cacao. È quindi corretto imputare il costo relativo alla qualità e alla quantità di cacao utilizzato a giustificazione parziale del *premium price*;
- anche per quanto riguarda i processi produttivi, in alcuni casi il maggiore costo di produzione tra i prodotti di marca e prodotti *unbranded* è evidente. Si pensi al caso delle scarpe, che possono essere cucite a mano oppure totalmente a macchina, con costi

¹¹⁵ Per approfondimenti si veda G.V.SMITH, *Trademark Valuation*, New York, Wiley, 1997, pp. 88-93.

ovviamente molto diversi. Se il prodotto contraddistinto dal marchio oggetto di valutazione è fatto integralmente a mano, è evidente che per calcolare i flussi da attualizzare per determinare il valore del marchio, il costo differenziale relativo alla produzione artigianale rispetto a quella meccanica andrà anch'esso imputato a deduzione parziale dei ricavi differenziali, conseguenti al *premium price*.

In altri casi o per altre categorie di costi l'analisi differenziale non è così agevole.

I costi di pubblicità, promozione e commercializzazione in genere, infatti, sono sicuramente connessi al prodotto di marca, ma vanno considerati integralmente? Se no, in quale misura? Quali altri costi prendere in considerazione? Approfondita deve necessariamente essere, da parte dell'analista che procede alla valutazione, la conoscenza del settore e dell'azienda a cui il marchio appartiene.

Solamente così, infatti, la scelta dei costi da imputare a deduzione dei ricavi differenziali può essere puntuale e l'inevitabile soggettività che caratterizza sempre la stima del valore monetario di un marchio può venire ridotta a livelli accettabili;

4. il calcolo del margine netto differenziale. Il margine netto differenziale può fare riferimento:

- al *reddito operativo netto* (NOPOAT). Nella prassi, quando si ricorre a questo criterio, il calcolo del valore del marchio viene fatto attualizzando, per un periodo che si stima corrisponda alla vita utile del marchio, il reddito operativo differenziale, al costo medio ponderato della società. Anche qui vi sono poi due strade alternative:

a. si stima in maniera analitica il reddito operativo netto differenziale che corrisponde a ciascuno degli esercizi futuri, per tutta la vita utile stimata; la determinazione del valore del marchio avviene in base alla seguente formula:

$$\sum_{t=1}^n \frac{Fd_t}{(1 - ko)^t}$$

Dove:

n = numero di anni che corrisponde alla vita utile stimata

Fd_t = flusso differenziale relativo al periodo t

Ko = costo medio ponderato del capitale dell'azienda che possiede il marchio.

b. Si normalizza il reddito operativo netto differenziale e si procede all'attualizzazione per il periodo di vita utile stimato di tale figura di reddito normalizzato; la determinazione del valore del marchio in questo caso avviene invece in base alla seguente formula:

$$W_{\text{marchio}} = Fd_n \times a_{n-ko}$$

Dove :

Fd_n = flusso differenziale normalizzato

a_{n-ko} = fattore di attualizzazione in relazione alla vita utile del marchio.

- al *free cash flow* operativo. Per determinare il FCF operativo è necessario conoscere, oltre ai ricavi e ai costi differenziali, anche le eventuali differenze nelle grandezze relative al capitale circolante e agli investimenti:

a. per quanto riguarda il capitale circolante è possibile immaginare che un'azienda con marchio forte abbia più forza contrattuale di un'azienda priva di marchio e che dunque riesca a spuntare più favorevoli condizioni di incasso e pagamento. Si immagini il caso

dell'azienda che fornisce lo zucchero a un'ipotetica azienda F leader di mercato nelle merendine, nei cioccolatini, negli snack per bambini e nei biscotti. È ragionevole pensare che l'azienda fornitrice accetti di essere pagata dall'azienda F anche in tempi più lunghi, rispetto a quelli che accetta da altri clienti, quali per esempio, piccole pasticcerie locali. Il minor investimento richiesto in capitale circolante¹¹⁶ dell'azienda F può quindi costituire un ulteriore elemento che concorre a determinare il valore monetario di un marchio;

b. per quanto riguarda gli investimenti differenziali, in realtà sono stati già in parte considerati parlando di costi differenziali, se tra questi costi vengono considerati anche gli ammortamenti differenziali. È infatti ragionevole immaginare che per sostenere un marchio forte vi sia anche la necessità di investimenti più significativi rispetto a quelli necessari nel caso di prodotti *unbranded*.

In conclusione, quanto detto sopra può essere schematizzato come nella tabella seguente.

¹¹⁶ È evidente che si parla di dimensione dell'investimento in circolante in percentuale sul fatturato e non in termini assoluti.

+ Ricavi differenziali

-costi differenziali relativi alla materia prima utilizzata

-costi differenziali di produzione

-costi differenziali di commercializzazione

-costi differenziali di pubblicità

=margine operativo lordo differenziale (EBITDA)

-ammortamenti differenziali

=reddito operativo differenziale (EBIT)

-imposte differenziali

=reddito operativo netto differenziale (NOPAT)

+ammortamenti differenziali

+/- variazione di capitale circolante differenziale

-investimenti differenziali

=free cash flow operativo differenziale (FCFF)

Il secondo modello che prenderemo in considerazione è quello dei *differenziali di margini*. Questo metodo si discosta di poco, nella sostanza, da quello illustrato precedentemente. È solamente nelle modalità applicative che emergono le differenze.

Nel metodo del premium price si scorrono gli elementi di ricavo e di costo, evidenziando solamente le voci differenziali tra prodotti con marchio e prodotti *unbranded*, così come illustrato nella tabella precedente. Nel caso del metodo del margine differenziale invece:

1. Si procede all'analisi parallela di tutte le voci di ricavo e costo caratterizzanti sia l'azienda che produce i prodotti con marchio sia

l'azienda/e con prodotti privi di marchio, fino ad arrivare al FCF operativo¹¹⁷;

2. si determina l'incidenza percentuale del margine riferito al FCF operativo sul fatturato;

3. facendo la differenza tra l'incidenza percentuale dei margini delle due diverse situazioni si ottiene il margine differenziale (espresso sempre in percentuale);

4. si moltiplica il margine differenziale per il fatturato dell'azienda con marchio e si calcola così il FCF operativo differenziale;

5. si stimano i flussi differenziali prospettici, sulla base delle previsioni di fatturato dell'azienda con marchio;

6. i flussi differenziali stimati vengono attualizzati al costo medio ponderato del capitale dell'azienda con marchio.

In sostanza, con questo metodo si stima il valore monetario del marchio sulla base dell'ammontare differenziale di flussi di cassa che si renderanno disponibili in futuro per effetto della disponibilità del marchio, rispetto a quelli che si avrebbero in assenza del marchio¹¹⁸

In questa luce dunque si dovrebbe verificare la coincidenza dell'incidenza percentuale sul fatturato del margine differenziale e del tasso di *royalty*. Se infatti si rivedono in quest'ottica le considerazioni sviluppate nel paragrafo delle *royalties*, si osserva come il tasso di *royalty* sia proprio il tasso che, moltiplicato per il fatturato, consente di determinare i flussi di cassa differenziali che sorgono in seno all'azienda con marchio.

¹¹⁷ Anche in questo caso, non sempre l'analisi viene fatta a livello di FCF operativo: vi sono situazioni, analogamente a quanto visto precedentemente, in cui l'analisi si ferma all'EBITDA, all'EBIT o al NOPAT.

¹¹⁸ Numerose applicazioni del metodo dei differenziali di margine integrate da puntuali analisi sui drivers di valore del brand sono riportate nel testo: C.ZARA, *La valutazione della marca. Il contributo del brand alla creazione del valore dell'impresa*, Milano, Etas, 1997.

Il terzo metodo preso in considerazione è quello dei *differenziali di multiplo EV/ Fatturato*. Questo metodo si basa sull'ipotesi che la differenza di valore tra due società simili, che quindi operano nel medesimo settore e producono lo stesso tipo di beni, l'una con marchio e l'altra senza, sia, a parità di fatturato, da attribuirsi al valore del marchio.

In sostanza il valore monetario del marchio può venire espresso con la formula seguente.

$$W_{\text{marchio}} = \left[\underbrace{\left(\frac{EV}{\text{Fatturato}} \right)}_{\text{Marchio}} - \underbrace{\left(\frac{EV}{\text{Fatturato}} \right)}_{\text{Unbranded}} \right] \times \text{Fatturato}_{\text{marchio}}$$

Tale metodologia viene illustrata in dettagli da uno dei guru internazionali in tema di valutazioni, Damodaran, e applicata a due casi famosi: la Coca-Cola e la Kellogg's¹¹⁹. questi due esempi vengono poi ripresi diffusamente in tutta la letteratura nazionale e internazionale in tema di valutazione di marchi¹²⁰.

Quello che interessa qui notare è che, ipotizzando, come fa Damodaran, l'irrelevanza della struttura finanziaria, in quanto considerata uguale nell'azienda con marchio (Coca-Cola e Kellogg's) e in quella *unbranded*, la formula precedente equivale in sostanza alla seguente¹²¹:

¹¹⁹ La valutazione della Kellogg's si trova in A. DAMODARAN, *Investment Valuation*, New York, Wiley, 1994, pp. 346-348, mentre la valutazione di Coca Cola è riportata in A. DAMODARAN, *Damodaran on valuation*, New York, Wiley, 1994, pp. 256-257.

¹²⁰ Tra gli altri, P. FERNANDEZ, *Valuation Method and Shareholders Value Creation*, San Diego, Academic Press, 2002, pp.562 e ss; successivamente, con riferimenti alle analisi di Fernandez sui due esempi tratti da Damodaran, anche in Italia da L. GUATRI, M. BINI, *Impairment. Gli intangibili specifici*, Università Bocconi, 2003, pp. 121-126.

¹²¹ Per l'illustrazione di tutti i passaggi che dimostrano come questo sia vero, si veda P.FERNANDEZ, op. cit., p.563.

$$W_{\text{marchio}} = \left[\underbrace{\left(\frac{E}{\text{Fatturato}} \right)}_{\text{Marchio}} - \underbrace{\left(\frac{E}{\text{Fatturato}} \right)}_{\text{Unbranded}} \right] \times \text{Fatturato}_{\text{marchio}}$$

Dove all'EV viene sostituito il valore dell'equity.

L'utilizzo di questo metodo nella prassi valutativa non è frequente ed è limitato a scopi di controllo di valori calcolati con altre metodologie.

Da un punto di vista operativo, il metodo dei differenziali di multiplo può venire applicato in due modi:

- il criterio di mercato. I multipli in questo caso si basano su osservazioni di mercato. Si immagini di voler valutare il marchio A dell'azienda A, quotata in borsa e con un fatturato di 100 milioni di euro. Per determinare il valore del marchio A si ricorre alle osservazioni dei multipli di mercato.

Tali multipli possono fare riferimento a:

- Multipli di borsa;
- transazioni comparabili.

Si immagini di far riferimento a multipli di borsa e di osservare che il valore del multiplo EV/Fatturato per A è pari a 3¹²², mentre è pari a 1 per un'azienda comparabile priva di marchio. Questo metodo si basa sul presupposto che se l'azienda A fosse priva di marchio, il multiplo EV/Fatturato sarebbe pari a 1 anche per A; il valore monetario del marchio A viene dunque determinato, in base alla formula esposta in precedenza, come segue:

$$W_{\text{marchio}} = (3-1) \times 100 = 200$$

Il valore del marchio A risulta dunque pari a 200 milioni di euro;

¹²² L'EV di A è dato dalla somma della capitalizzazione di borsa delle azioni di A e del valore di mercato del suo debito, e risulta quindi pari a 300 milioni di euro: infatti 3 x 100 milioni di euro è uguale a 300 milioni di euro.

- la determinazione analitica del valore dell'azienda. Alla determinazione del valore del multiplo riferito sia all'azienda con il marchio oggetto di valutazione sia all'azienda *unbranded* si arriva attraverso la preventiva determinazione per via analitica del valore delle due azienda con il metodo del DCF. Successivamente, a seconda che la valutazione sia stata eseguita attualizzando FCFF o FCFE, viene calcolato o il multiplo EV/Fatturato o il multiplo E/Fatturato (Equity/Fatturato), e si procede infine, alla determinazione del valore del marchio.

3.3.4. I modelli basati sul reddito residuale.

Il modello del reddito residuale si basa sul presupposto che le aziende che hanno un grande patrimonio di intangibili generano dei sovraredditi. I beni immateriali in generale, e il marchio in particolare, vengono quindi valutati in base al differenziale di rendimento atteso tra beni tangibili e intangibili. In sostanza il marchio viene valutato in via residuale, dopo aver sottratto al reddito operativo dell'azienda la parte relativa al rendimento medio-normale delle attività tangibili.

L'unico modello che prenderemo in considerazione in questo gruppo è quello di *Baruch Lev*, accademico a cui oggi, più che a chiunque altro, viene riconosciuto a livello mondiale un ruolo di primo piano in tema di valutazione dei beni immateriali.

La metodologia di Lev¹²³ è basata sul concetto di funzione di produzione, per cui il risultato economico di un'azienda si immagina originato da tre classi di input: i beni tangibili, le attività finanziarie e i beni intangibili:

$$R = \alpha (T) + \beta (F) + \delta (I)$$

Dove:

R = reddito aziendale

T = beni tangibili

F = attività finanziarie

I = beni intangibili

α , β , δ = coefficienti che indicano il contributo di ciascuna classe di attività al reddito dell'azienda.

Dal punto di vista applicativo i passaggi logici del procedimento in esame sono illustrati in seguito:

1. determinare il reddito normalizzato, basandosi sia sui redditi storici riferiti agli ultimi 3-5 anni, sia sui redditi stimati futuri sempre riferiti a un orizzonte di 3-5 anni. I redditi vanno rettificati per eliminare l'impatto di elementi straordinari;
2. stimare i coefficienti α , β e δ . Lev usa il 7 per cento per i beni tangibili e il 4,5 per cento per le attività finanziarie, quando si valutano società quotate; i tassi sono invece stimati di volta in volta per le società non quotate. I tassi però possono variare in funzione delle condizioni di mercato e della specifica situazione dell'azienda il cui marchio è oggetto di valutazione;

¹²³ La metodologia viene illustrata in L.BARUCH, «Intangibles-Management, Measurement and Reporting», *Brookings Institution Press*, 2003. Nel testo l'autore parla anche del value chain scoreboard (VCS), che è una matrice di indicatori non monetari suddivisi in tre categorie a seconda del ciclo di sviluppo dei prodotti: scoperta, implementazione e commercializzazione. Il VCS è un metodo analitico di misurazione delle risorse intangibili tuttora in evoluzione

3. dal reddito normalizzato determinato al punto 1 si sottraggono:

- il reddito imputabile ai beni tangibili e calcolato moltiplicando il valore tratto dal bilancio riferito alle attività materiali per 7 per cento (netto d'imposta);

- il reddito attribuibile alle attività finanziarie e determinato sempre moltiplicando il valore di bilancio delle attività finanziarie per 4,5 per cento (netto d'imposta).

Quello che rimane è il reddito riferito ai beni immateriali, ossia, nel caso specifico, al marchio;

4. si procede quindi alla stima dei redditi attribuibili al marchio e riferiti a tre periodi futuri.

In particolare i periodi sono così individuati:

- per i primi 5 anni i redditi vengono stimati facendo riferimento ai piani finanziari dell'azienda il cui marchio è oggetto di valutazione;

- per gli anni dal sesto al decimo si fanno convergere le stime di crescita dei redditi verso i tassi di crescita di lungo termine dell'economia;

5. si attualizzano i redditi stimati al punto 4 a un tasso che esprime la maggiore rischiosità riferita a questi redditi. Si ottiene in questo modo il valore del marchio o, in generale, degli intangibili.

Questo modello ha riscosso, a livello internazionale¹²⁴, un grosso interesse, in particolare proprio nell'applicazione proposta da Baruch Lev¹²⁵.

¹²⁴ Anche in C.J. SIMON, M.W.SULLIVAN, «The Measurement and Determinants of Brand Equity: A Financial approach», *Marketing Science*, n. 12, Winter 1993, pp.28-52, il valore degli intangibili viene calcolato in via residuale sottraendo dal valore di mercato dell'azienda il valore di libro dei beni materiali.

¹²⁵ Lev ha anche testimoniato sul caso Enron in Parlamento a Washington e il testo del suo intervento riporta alcuni passaggi in cui si fa riferimento alla metodologia presentata: «The reform of Corporate Reporting and Auditing», Testimony of Baruch Lev before the House of Representatives Committee on Energy and Commerce, 6 febbraio 2002.

Anche in Italia, a livello accademico alcuni studi hanno riproposto il metodo di Lev¹²⁶; nella prassi però tale metodologia viene di rado utilizzata, a causa probabilmente dell'elevato grado di soggettività che caratterizza la determinazione di alcuni dati di input del modello.

3.3.5. I metodi misti della consulenza.

In questo paragrafo si cercherà di illustrare, con riferimento a due tra le più note società di consulenza a livello mondiale per quanto riguarda specificatamente la valutazione monetaria del marchio, le metodologie proposte.

La scelta di illustrare solamente queste due metodologie è legata semplicemente alla notorietà delle due società, Interbrand e Brand Finance, in ambito internazionale. Il giudizio su queste o altre metodologie proposte dalla consulenza non è tra gli scopi del presente lavoro, e dunque per questo motivo si è deciso di restringere l'ambito di osservazione solamente alle due realtà più conosciute.

Partiamo dal metodo Interbrand.

Interbrand è una società di consulenza con sede a Londra, e su *Business Week* viene pubblicata ogni anno la nota classifica dei 100

¹²⁶ Tra tutti si veda C. DELLA BELLA, *Value-value compagnie nel settore del lusso: generazione di valore per azionisti, investitori e management*, Milano, Egea, 2002.

marchi di maggior valore al mondo. Quello proposto da Interbrand¹²⁷ è un metodo composto che unisce a una valutazione di tipo finanziario basata sull'attualizzazione dei flussi differenziali prodotti dal marchio oggetto di valutazione, una valutazione di tipo qualitativo legata alla determinazione della forza del brand.

Il valore del marchio viene determinato attraverso la seguente formula:

$$W_{\text{brand}} = F_{\text{marchio}} \times \mu$$

Dove:

F_{marchio} = flussi di reddito differenziali attribuibili al marchio oggetto di valutazione

μ = multiplo che esprime la forza del marchio

Il valore monetario del marchio viene determinato attraverso le seguenti fasi:

1. determinazione del flusso di reddito differenziale attribuibile al marchio:

- si prendono in considerazione i redditi operativi riferiti agli ultimi 3-5 anni e i redditi operativi previsionali sempre riferiti a un orizzonte di 3-5 anni;
- si determina il reddito attribuibile a un prodotto *unbranded* secondo la logica illustrata per il metodo del margine differenziale e si calcola per ciascun anno il reddito operativo differenziale attribuibile al marchio oggetto di valutazione;
- si esprimono a valori correnti i redditi operativi differenziali;

¹²⁷ Il testo in cui viene illustrato in maniera dettagliata l'approccio di Interbrand è J.MURPHY, *Brand Valuation: Establishing a True and Fair View*, Londra, Business Books, 1991.

- si calcola il reddito differenziale medio ponderato, tenendo conto dei diversi pesi attribuiti ai diversi esercizi in base alla loro significatività;
- si sottrae al reddito operativo differenziale complessivo la parte che corrisponde alla remunerazione media normale attesa relativa al capitale tangibile impiegato, in base alla logica del reddito residuale;
- si determina il reddito netto differenziale attribuibile solamente al marchio al netto delle imposte;

2. determinazione della forza del brand. È la parte centrale del modello di valutazione proposto da Interbrand.

La valutazione della forza del brand mira infatti a individuare l'affidabilità del reddito determinato al punto 1. L'analisi della forza del brand, espressa dal moltiplicatore μ , è volta a individuare i punti di forza e di debolezza del marchio oggetto di valutazione all'interno del contesto competitivo in cui lo stesso è presente. La forza del brand è espressa da un punteggio, che si situa in un *range* compreso tra 0 e 100, basato su 7 variabili. Ciascuna variabile è a sua volta suddivisa in numerosi altri value drivers o indicatori; non è però possibile trovare un'illustrazione dettagliata riguardo a tali indicatori specifici in quanto il metodo Interbrand è proprietario e dunque non viene mai divulgato nella sua interezza. Le 7 variabili generiche che concorrono a determinare il valore del multiplo sono:

- *leadership* (punteggio massimo 25): per avere il punteggio massimo un brand deve detenere la leadership sul mercato; in virtù della posizione dominante esso viene considerato più stabile. L'indicatore principale per l'assegnazione del punteggio relativo alla leadership è la quota di mercato;
- *stabilità* (punteggio massimo 10): per avere il punteggio massimo il brand deve aver instaurato una relazione di fiducia con i propri

consumatori ed essere diventato parte integrante del mercato e della cultura stessa dei consumatori. Indicatore principale è il *customer retention rate*;

- *mercato di riferimento* (punteggio massimo 15): è più elevato il valore di un brand che si posiziona in mercati e settori con livelli di vendite stabili o in crescita, settori con una struttura di prezzi tale da consentire a un'azienda di successo di produrre anche redditi significativi, e quindi spesso caratterizzati da elevate barriere all'entrata; inferiore sarà invece il punteggio riferito ai marchi, magari anche leader nella propria arena competitiva, ma presenti in settori tendenzialmente instabili, quali l'alta tecnologia, la moda ecc. Tra gli indicatori specifici vi sono le analisi del mercato in termini di struttura della concorrenza e quelle in termini di valore e volumi delle vendite;

- *internazionalità* (punteggio massimo 10): l'analisi prospettica delle vendite riferite al marchio riflette stime sul valore del marchio stesso. Un brand è forte se rimane sempre attuale e significativo per i consumatori. Indicatori di trend sono l'analisi della variazione dei volumi delle vendite e la quota di mercato;

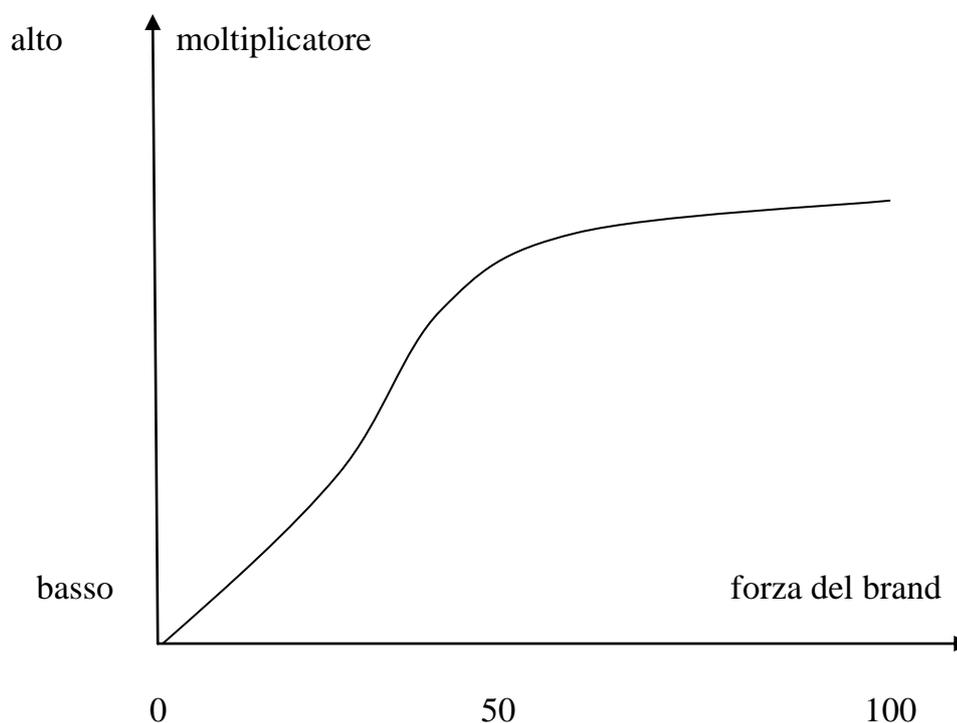
- *sostegno* (punteggio massimo 10): brand che hanno ricevuto un forte supporto in termini di investimenti di marketing vengono considerati più forti. Indicatori sono non solo la quantità, ma anche la qualità degli investimenti in pubblicità e in promozioni delle vendite;

- *protezione* (punteggio massimo 5): quanto maggiori sono la difendibilità legale di un marchio e l'esclusività del suo utilizzo, tanto minore sarà il pericolo che in concorrenti se ne appropriino e tanto maggiori la sua forza e il suo valore. Indicatori sono l'ampiezza dei diritti legati al nome e la registrazione del marchio.

Si fa la somma dei punteggi assegnati alle sette variabili e si determina il punteggio da assegnare al marchio oggetto di valutazione;

3. il terzo passo necessario per arrivare alla valutazione monetaria del marchio è la trasformazione del punteggio compreso tra 0 e 100 in un multiplo.

Tale operazione avviene attraverso l'impiego di una relazione matematica di tipo logaritmico che consente appunto di trasformare il punteggio di forza della marca in un multiplo compreso, in linea generale, tra 0 e 20¹²⁸: si tratta della nota curva a S di Interbrand, illustrata graficamente nella figura seguente:



¹²⁸ Il valore massimo del multiplo è determinato sulla base delle rilevazioni di valore di mercato e in alcuni casi risulta anche superiore a 20; per ulteriori approfondimenti si veda R.MAZZEI, *Brand equity: il valore della marca. Teoria e prassi dei processi valutativi*, Milano, Egea, 1999, pp.143-145.

Nella costruzione della relazione tra i due indicatori, Interbrand si basa sia su valori di mercato, quali per esempio, l'indice P/E, sia su studi empirici effettuati su transazioni aventi per oggetto marchi.

Infine, il multiplo viene moltiplicato per il reddito medio differenziale calcolato al punto 1; si determina così il valore monetario del marchio.

Questo metodo è estremamente diffuso, soprattutto per l'elevato numero di azienda valutate e, soprattutto, per la notorietà che la pubblicazione della lista dei marchi di maggior valore al mondo apporta.

Nonostante questo, tale metodo presenta anche molti punti deboli, tra i quali il più importante è sicuramente quello legato alla creazione del multiplo attraverso cui vengono filtrati i redditi aziendali; tale multiplo ha il limite della soggettività. La soggettività si estende non solo alla selezione dei criteri per determinare il punteggio da attribuire alle 7 variabili, ma soprattutto alla funzione di trasformazione per la determinazione del moltiplicatore.

A questo punto non resta che analizzare l'altra società di consulenza enunciata precedentemente.

Brand Finance è anch'essa una società di consulenza, con sede a Londra.

Il metodo di valutazione proposto da Brand Finance rientra nell'ambito dei metodi basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa futuri, integrata con valutazioni sulla forza del brand.

Tale metodo si articola in quattro momenti principali:

- la creazione di un piano finanziario;
- l'analisi del *brand value added* (BVA);
- la determinazione del BrandBeta;
- l'attualizzazione dei flussi.

1. *la creazione di un piano finanziario.* Il metodo di Brand Finance integra la costruzione del semplice piano finanziario con la determinazione dell' *economic value added*. Attenzione, però: *l'economic value added* a cui fa riferimento Brand Finance non ha nulla a che vedere con l'EVA di Stern Stewart¹²⁹. L'*economic value added*, in questo caso, è semplicemente un reddito residuale; infatti Brand Finance fa riferimento al reddito operativo che rimane, una volta dedotta la parte relativa alla remunerazione medio-normale attesa del capitale tangibile impiegato nella produzione.

Il tasso utilizzato con riferimento alla remunerazione medio-normale attesa del capitale tangibile è posto pari al tasso privo di rischio, in quanto, in base a quanto affermato da Brand Finance¹³⁰, non vi è alcun rischio nel semplice possesso del capitale tangibile. Il reddito operativo residuale netto d'imposta così determinato corrisponde al reddito generato dall'insieme delle attività intangibili dell'azienda. Il passaggio successivo mira dunque a isolare la parte di reddito residuale attribuibile in via esclusiva al marchio, rispetto a quella attribuibile in via più generale agli altri beni immateriali.

2. *L'analisi del brand Value Added (BVA).* In alcuni settori il peso del brand nello stimolare la domanda e nel sostenere *premium prices* elevati è molto maggiore che in altri. Brand Finance si pone l'obiettivo di individuare che cosa stimola la domanda nello specifico settore a cui appartiene il marchio oggetto di valutazione; in questo modo viene anche identificato quello che si ritiene essere il contributo del brand all'attività aziendale. Questa analisi porta alla

¹²⁹ Per un'illustrazione del metodo dell'EVA si veda G.B.STEWART, *The quest for value*, New York, Harper Collins, 1991.

¹³⁰ Dal sito di Brand Finance sono scaricabili numerosi *papers* che illustrano la metodologia applicata. In particolare qui si fa riferimento al *paper* «Understanding the Financial Value of Brands», European Association of Advertising Agencies, June 1999, p.17.

determinazione dell'indice *Brand Value Added (BVA)*. L'analisi viene condotta con ricerche su ampi campioni di consumatori per determinare l'importanza attribuita al marchio nella decisione d'acquisto, con riferimento a:

- diversi brand;
- diversi orizzonti temporali;
- diversi campioni di consumatori;
- diverse tipologie di prodotti.

Moltiplicando l'indice BVA per il reddito operativo residuale netto d'imposta determinato al punto 1, si determina il reddito attribuibile in via esclusiva al marchio.

3. *la determinazione del BrandBeta*. Il valore del brand deve riflettere non solamente le potenzialità legate alla possibilità che ha il brand di generare flussi futuri, ma anche la probabilità che ciò avvenga. Per valutare dunque il rischio del brand, Brand Finance ha sviluppato una metodologia per determinare un appropriato tasso di attualizzazione attraverso l'analisi del BrandBeta.

Il BrandBeta viene stimato sulla base dei dieci indicatori della performance illustrati nella tabella seguente.

Indicatori di performance	punteggio
Tempo di presenza sul mercato	0-10
Distribuzione	0-10
Quota di mercato	0-10
Posizione competitiva	0-10
Tasso di crescita delle vendite	0-10
Price premium	0-10
Elasticità al prezzo	0-10
Spese di marketing	0-10
Awareness pubblicitaria	0-10
Brand awareness	0-10
Totale	0-100

Il punteggio o *rating* attribuito a ciascun indicatore varia da 0 a 10. Il massimo punteggio ottenibile da un marchio è dunque pari a 100. A un brand mediamente forte, con un punteggio pari a 50, viene attribuito un tasso di attualizzazione medio per il contesto di riferimento e quindi un BrandBeta pari a 1.

Un brand con un punteggio pari a 0 sarà un brand molto debole e dunque con un elevato rischio circa la futura manifestazione dei flussi a esso attribuiti; affinché anche nel tasso di attualizzazione venga riflessa tale debolezza e dunque rischio, risulterà un BrandBeta pari a 2. Un brand infine che ottenga un punteggio pari a 100 sarà un brand molto forte e verrà considerato, nel modello di Brand Finance, alla pari di un investimento privo di rischio, e risulterà pertanto un BrandBeta di 0.

4. L'attualizzazione dei flussi. Determinati dunque i futuri redditi operativi residuali netti d'imposta attribuibili al brand e calcolato l'appropriato tasso di attualizzazione, è possibile procedere al calcolo del valore del marchio.

La metodologia proposta da BrandFinance ha il pregio, così come quella di Interbrand, di cercare di coniugare le valutazioni legate all'apprezzamento della forza del brand sotto il profilo delle variabili tipiche delle analisi del marketing con i metodi della finanza d'azienda.

L'approccio di Brand Finance, così come quello di Interbrand, ha però anche il limite di essere estremamente soggettivo in tutti i suoi passaggi più importanti.

4. IL CASO FINMECCANICA-AGUSTAWESTLAND

4.1. La storia del gruppo Finmeccanica

Le origini. La Società Finanziaria Meccanica Finmeccanica venne costituita il 18 marzo del 1948 dall'IRI – Istituto per la Ricostruzione Industriale - per gestire l'insieme delle partecipazioni nell'industria meccanica e cantieristica acquisite nei primi quindici anni di vita dell'Istituto. La fine del secondo conflitto mondiale aveva lasciato l'industria italiana in condizioni critiche: gli stabilimenti erano stati distrutti dai bombardamenti e le fabbriche, che fino a quel momento avevano prodotto su commesse belliche, non erano in grado di riconvertirsi rapidamente per impieghi civili.

La ricostruzione. Pochi dati aiutano a comprendere la dimensione del problema che la nascente Finmeccanica doveva affrontare. Dopo la guerra, a seguito delle esigenze belliche, l'occupazione nelle industrie meccaniche era salita a 100.000 persone mentre nel frattempo erano scomparsi tutti i mercati di sbocco. Sulla cantieristica, la prima relazione di bilancio della Finmeccanica annotava: “Dal 1945 nessuna commessa degna di nota per le nuove costruzioni dall'armamento mercantile italiano”. L'attenzione si concentrò su settori come la cantieristica, che fu scorporata nel 1959 per confluire nella neonata Fincantieri, l'automotoristico, il ferroviario e il macchinario industriale.

L'Aeritalia. Il portafoglio delle attività era tuttavia molto diversificato e negli anni Sessanta il Gruppo scelse di concentrarsi su precisi settori chiave, acquisendo le aziende elettromeccaniche e

trasferendo le aziende ferroviarie ed elettroniche. All'inizio degli anni Settanta Finmeccanica aveva cambiato fisionomia, con pochi settori industriali che ruotavano attorno ad Alfa Romeo, ad Ansaldo e ad Aeritalia. Quest'ultima era nata nel 1969, quando Fiat e Finmeccanica concentrarono le loro migliori risorse in un'azienda che per molti anni sarebbe stata la più importante in Italia nel campo aerospaziale. Nel comparto termo-elettro-meccanico, facendo perno sulla storica azienda fondata nel 1853 da Giovanni Ansaldo, Finmeccanica avviò una serie di acquisizioni, creando un polo leader nella produzione di impianti e macchine per l'energia e i trasporti.

La sfida internazionale. La crisi energetica del 1973 spinse Finmeccanica a mutare orizzonte strategico, puntando le proprie carte sui settori a maggior prospettiva di crescita. Il futuro di Alfa Romeo fu garantito dal passaggio a Fiat, mentre Ansaldo si orientò verso l'internazionalizzazione, valorizzando il settore ferroviario e impiantistico. Infine, dopo il disimpegno di Fiat da Aeritalia, Finmeccanica puntò decisamente sulla scommessa internazionale per questa giovane azienda, partecipando a importanti programmi civili e militari, tra i quali lo Spacelab, che lanciò il Gruppo verso posizioni di primato in campo spaziale.

La scommessa sull'elettronica. Alla fine degli anni Ottanta i tempi erano maturi per passare dal risanamento allo sviluppo internazionale. L'apertura dei mercati imponeva alle imprese acquisizioni e alleanze che avrebbero ridisegnato, nel giro di un decennio, interi settori industriali. Finmeccanica decise di scommettere sull'elettronica, riportando a casa Selenia ed Elsag. Dalla fusione di Aeritalia e Selenia nasceva Alenia, complesso industriale dotato di una base tecnologica ampia e avanzata nell'aerospazio e nei sistemi elettronici. Contemporaneamente

Ansaldo si espandeva oltre confine con acquisizioni nel settore del segnalamento ferroviario, mentre il settore energia trovava, dopo varie revisioni societarie, la definitiva sistemazione in Ansaldo Energia.

Lo sbarco in Borsa. La via dell'internazionalizzazione era tracciata: l'incidenza della componente estera sui ricavi era al 40%. Ma i nuovi cambiamenti mondiali aprivano altre incognite e sfide per il Gruppo. La fine della Guerra Fredda, la crisi del trasporto aereo e le liberalizzazioni energetiche ebbero pesanti ripercussioni sulle commesse per la difesa e sui prezzi dell'energia, ma Finmeccanica seppe mantenere la rotta seguendo le proprie linee strategiche più qualificanti, impegnandosi al contempo in azioni per il recupero della redditività, fino all'ingresso in Borsa. Nel 1992, attraverso la fusione con la controllata SIFA Finmeccanica fece il suo ingresso nel listino ufficiale del mercato azionario con la nuova denominazione sociale di Finmeccanica Società per Azioni.

Il “polo” della difesa. Di lì a poco nella holding confluivano le società della difesa che facevano capo all'Efim, concentrando nel Gruppo oltre il 70% delle capacità industriali nazionali per l'aerospazio e la difesa. Tutte con un importante passato industriale alle spalle: Agusta, Officine Galileo, Breda Meccanica Bresciana, Breda Costruzioni Ferroviarie, che portava in dote BredaMenarinibus, Oto Melara. Nasceva la WASS, che univa le attività subacquee di Fiat e Finmeccanica, mentre dall'integrazione di Ansaldo Trasporti e Breda Costruzioni Ferroviarie emergeva un gruppo ferroviario al vertice dei mercati internazionali. Con Ansaldo Signal trovava un assetto anche il settore del Segnalamento ferroviario, mentre qualche anno dopo Ansaldo Trasporti Sistemi Ferroviari raggruppava le attività nei Sistemi ferroviari.

Il core business. La sfida della globalizzazione tuttavia, restringeva la platea dei giocatori veramente competitivi e Finmeccanica scontava ancora un tasso eccessivo di diversificazione, pur contando su un patrimonio tecnologico di indiscussa qualità. La successiva sfida fu quella di puntare dritto al core business, giocando le proprie carte solo nei settori con più elevate prospettive di crescita. È il momento delle joint venture con i principali operatori europei: AgustaWestland, Alenia Marconi Systems, MBDA, ATR.

Da holding finanziaria a industriale. Nel 2000 l'IRI collocò sul mercato la quasi totalità della sua partecipazione in Finmeccanica, per un controvalore di oltre 5 miliardi di euro, riducendo così la presenza pubblica nel capitale Finmeccanica. Dopo il disimpegno dell'IRI, Finmeccanica procede verso la trasformazione da holding finanziaria a gruppo industriale integrato. Le attività sono aggregate in società operative, in molti casi recuperando i nomi di antichi e gloriosi marchi, lasciando a Finmeccanica le funzioni di indirizzo e controllo. Eltag, Alenia Spazio, Agusta, Galileo Avionica, Oto Melara, Alenia Aeronautica, AnsaldoBreda: questi nomi sarebbero stati i protagonisti di una nuova stagione di successi.

La “crescita mirata”. Il 2002 segna l'avvio di una politica di espansione nei settori dell'aerospazio, difesa e sicurezza, senza perdere d'occhio il settore dell'Energia e dei Trasporti, con strategie mirate alla valorizzazione delle eccellenze. Da queste scelte strategiche ha preso corpo l'attuale realtà Finmeccanica, Gruppo con solide basi in Italia ma fortemente proiettato sulla scena mondiale. La campagna acquisti porta nel perimetro del Gruppo Marconi Mobile, OTE e Marconi Mobile Access, che danno vita a Selenia Communications. E poi Aermacchi, Fiat Avio, Telespazio, Datamat e Vega. Infine il 100% di AgustaWestland, il “colpo” più importante, che aprirà a Finmeccanica le porte del

mercato statunitense.

Finmeccanica nel mondo. Il 2005 è l'anno dei grandi successi che accreditano Finmeccanica nella top ten internazionale. Con lo US101 AgustaWestland si aggiudica la commessa della Casa Bianca per l'elicottero destinato al trasporto del Presidente USA. Il Ministero della Difesa britannico sceglie AgustaWestland per equipaggiare le forze armate del Regno Unito che diventa, per Finmeccanica, un vero e proprio mercato domestico. Con l'accordo Eurosystems Finmeccanica acquisisce importanti asset produttivi di BAE Systems nell'elettronica per la difesa: nasce la famiglia delle SELEX che riconfigura l'intero assetto del settore proiettando Finmeccanica al secondo posto in Europa e nella ristretta rosa dei competitor internazionali. E mentre Alenia Aeronautica mette a segno la collaborazione con Boeing per il 787 Dreamliner, si accorda con la russa Sukhoi per dar vita al progetto SuperJet 100 negli aerei regionali e vince, con il C-27J, la gara per il programma statunitense Joint Cargo Aircraft (JCA), la Space Alliance, prima con Alcatel e poi con Thales, dà a Finmeccanica il primato spaziale europeo garantendole una posizione di primo piano nei più importanti programmi europei, da Galileo a COSMO-SkyMed.

La quotazione di Ansaldo STS. La focalizzazione sul core business non ha comportato una minore attenzione ai settori civili, dove Finmeccanica ha messo in atto una strategia mirata alla loro valorizzazione. A novembre 2005 Finmeccanica costituisce Ansaldo STS nella quale confluiscono le attività di Ansaldo Signal nel Segnalamento e di Ansaldo Trasporti Sistemi Ferroviari nei Sistemi. Subito dopo il 60% della società viene collocato in Borsa. Oggi Ansaldo STS è un grande gruppo internazionale con risorse distribuite in 18 paesi ed è all'avanguardia nella progettazione e realizzazione di sistemi integrati per i trasporti mass-transit e su

rotaia. Infine, nel settore dei Veicoli, il recente accordo con Bombardier apre, per AnsaldoBreda, interessanti prospettive nell'Alta Velocità, mentre Ansaldo Energia rafforza la presenza internazionale con acquisizioni mirate e punta sulle energie alternative, dal nucleare, alla tecnologia delle celle a combustibile.

Il Sessantesimo. Nel 2008 Finmeccanica festeggia 60 anni di attività, sotto il segno - nelle parole del Presidente e Amministratore Delegato Pier Francesco Guarguaglini, “della continuità fra le scommesse vinte nel passato e le nuove opportunità che si aprono ad un Gruppo che vuole giocare da protagonista sui mercati internazionali”. E a conferma di questa strategia giungono due importanti risultati. A ottobre 2008, Finmeccanica acquisisce DRS Technologies, leader statunitense nell'elettronica per la difesa: si tratta della più grande acquisizione mai fatta da un Gruppo europeo nel settore dell'industria della difesa americana. È il coronamento del lungo percorso di Finmeccanica negli USA che ha permesso al Gruppo di entrare direttamente nel mercato della difesa a stelle e strisce, il più difficile e ricco al mondo. A marzo 2009 giunge, dagli Emirati Arabi Uniti, la prima commessa per 48 velivoli M-346, l'addestratore di ultima generazione prodotto da Alenia Aermacchi. Un successo di grandissimo valore per l'industria italiana dell'alta tecnologia e di notevole valenza strategica per Finmeccanica, che apre la strada a nuovi successi in altri mercati mondiali.

Finmeccanica oggi. Oggi Finmeccanica è un grande Gruppo integrato, focalizzato su tre pilastri strategici: elicotteri, elettronica per la difesa e sicurezza e aeronautica, settori nei quali genera il 65% dei ricavi e dispone di tecnologie di eccellenza a livello mondiale, sostenute da investimenti in ricerca di lungo periodo. Finmeccanica è un Gruppo realmente internazionale, con oltre 240 sedi estere, delle quali oltre il 40% è costituito da siti produttivi. E

mentre cinque anni fa solo il 20% degli ordini era originato al di fuori del mercato domestico, che allora era costituito dalla sola Italia, oggi il dato è più che raddoppiato: il 50% degli ordini proviene dal di fuori del mercato domestico che, oltre all'Italia, comprende Regno Unito e Stati Uniti. Nel 2008 Finmeccanica ha generato ricavi per 15 miliardi di euro e conta circa 73.000 dipendenti, di cui il 41% si trova all'estero, e ha fatto della tecnologia e innovazione gli elementi essenziali della propria competitività e una solida base del successo internazionale. Per questo investe ogni anno in Ricerca e Sviluppo una quota consistente dei ricavi (1,8 miliardi nel 2008) e, per mantenere le posizioni di eccellenza conquistate, pone la massima attenzione alla valorizzazione del proprio capitale umano: 13.200 sono nel mondo gli addetti alle attività di progettazione e sviluppo, mentre 5.100 sono i ricercatori altamente specializzati che lavorano nei laboratori del Gruppo.

4.2. La storia di Agusta e la nascita di AgustaWestland

Finmeccanica è tra i leader mondiali nel settore elicotteristico nel quale opera tramite la società controllata AgustaWestland, con competenze che spaziano dall'analisi preliminare e definizione dei requisiti operativi alla progettazione, allo sviluppo e alla produzione delle trasmissioni, dei rotori, delle strutture in metallo e materiale composito e della sistemistica avionica, fino all'integrazione di tutte queste componenti nel "sistema elicottero" completo. Questa posizione di vertice nel mercato scaturisce dai risultati costruiti da Agusta in mezzo secolo di attività, consolidata poi dalla joint venture con GKN e dai notevoli investimenti in ricerca e sviluppo che consentono oggi alla società di poter offrire sui mercati elicotteri di tecnologia avanzata come l'EH101, l'AB139, l'A109, l'A119 ed il convertiplano BA609.

Gli eventi internazionali che hanno caratterizzato gli ultimi anni hanno strutturalmente modificato lo scenario strategico. Tali eventi stanno conducendo ad una radicale trasformazione degli strumenti per la sicurezza e la difesa dei Paesi occidentali, sempre più finalizzati a un controllo dinamico su scala mondiale. Tutto questo ha richiesto un mutamento sostanziale delle strutture militari, nelle quali l'elicottero ha assunto un'importanza fondamentale qualificandosi quale strumento operativo preferenziale. Le operazioni condotte dalle Forze Armate e dalle forze di Polizia nell'ultimo quinquennio hanno, infatti, evidenziato esigenze di mobilità e flessibilità delle forze, integrazione operativa, operazione di controllo del territorio, che hanno comportato un uso più intenso e qualificato degli elicotteri. La crescita della domanda di elicotteri per uso militare, peraltro concentrata in prevalenza negli

Stati Uniti, risulta coerente con le mutate esigenze di sicurezza e difesa dei Paesi che evidenziano maggiori necessità di mobilità, flessibilità e integrazione operativa delle forze armate, nonché di operazioni di controllo del territorio su vasta scala, che nel complesso, hanno comportato un uso più intenso e qualificato dell'elicottero. Nel settore militare l'incremento della domanda è sostenuta sia dall'esigenza di elicotteri nuovi sia da programmi di modernizzazione delle flotte esistenti.

Nel mercato civile la domanda di nuovi elicotteri è sostenuta dal settore di servizi di pubblica utilità: servizio antincendio, corpo forestale, forze dell'ordine.

Le evidenti esigenze di ristrutturazione del settore elicotteristico accentuano la competizione tra le varie società per acquisire posizioni dominanti in aree di mercato e/o segmenti di prodotto in vista di possibili fusioni ed integrazioni industriali. È significativa la politica di ampliamento di gamma dei prodotti (e di mercato) da parte di Eurocopter il cui obiettivo dichiarato è di collocarsi in posizione di leader in tutti i principali segmenti di mercato; in tale strategia – diversamente dall'Italia, che pure ha nel comparto una riconosciuta area di eccellenza – è ampiamente supportata, specie dal Governo francese che, tramite specifici contratti, favorisce lo sviluppo di nuovi programmi.

In questo contesto AgustaWestland ha proseguito la strategia di diversificazione in mercati fino a oggi considerati difficilmente "aggredibili" per sfruttare al meglio le opportunità offerte dal mutato contesto internazionale e bilanciare le non favorevoli condizioni esogene del mercato.

Finmeccanica è presente in campo elicotteristico dal 1994 quando rilevò, dal gruppo statale italiano Efim, la società Agusta. Da oltre cent'anni il nome Agusta è legato al mondo dell'aviazione.

Nelle sue officine di Cascina Costa a Samarate sono stati costruiti aeroplani e elicotteri che hanno solcato e solcano i cieli di tutto il mondo.

Giovanni Agusta, considerato uno dei pionieri dell'aeronautica, costruisce il suo primo biplano nel 1907.

Durante la prima guerra mondiale, sul territorio di Samarate a Cascina Costa si insedia un campo scuola di aviazione militare, frequentato dai più conosciuti aviatori di quel tempo, anche stranieri (l'ingresso monumentale al campo, funge ancora oggi da ingresso agli stabilimenti Agusta).

Nata geograficamente a Cascina Costa di Samarate (VA), Agusta si struttura nel 1923 come industria portante del settore aeronautico. Le officine sono dedite dapprima alla riparazione e alla modifica dei bombardieri Caproni Ca.3; successivamente si passa alla progettazione, alla costruzione, alla revisione e alla riparazione di velivoli civili, di aeroplani da caccia e da addestramento, di apparecchi da bombardamento fino a tutta la seconda guerra mondiale, nel corso della quale vengono aperti anche vari stabilimenti in Italia e in Albania.

Al termine della guerra l'intera industria nazionale è praticamente disastata e, in base al trattato di pace, non è più possibile costruire aeroplani.

L'Agusta allora si orienta verso il settore motociclistico e fonda a Verghera l'MV Agusta che costruisce motociclette; il prodotto riscuote ben presto un clamoroso successo grazie anche alla conquista di 270 Gran Premi mondiali e di 37 Campionati mondiali marche. Nel 1977, con la concentrazione dell'Agusta in campo elicotteristico e la concomitante crisi del settore motociclistico, l'attività agonistica viene sospesa e nel 1988 MV Agusta viene messa in liquidazione.

Nel dopoguerra si specializza nella produzione d'elicotteri: acquisita, nel 1952, dalla statunitense Bell la prima licenza per la produzione di elicotteri, al primo accordo ne seguirono altri con i maggiori produttori mondiali, come le statunitensi Boeing e Sikorsky che le rilasciano analoga licenza per modelli di notevoli dimensioni e tuttora impiegati in conflitti (quali, l'elicottero a duplice rotore denominato "Chinook").

Una svolta importante perché il famoso Model 47 comincia così a essere prodotto anche in Europa e, il 24 maggio 1954, alla presenza di Larry Bell presidente delle omonime officine, vola a Cascina Costa il primo Bell Model 47 (siglato AB47G) costruito in Agusta.

La produzione di elicotteri si espande notevolmente negli anni '60, anche grazie a accordi con produttori d'oltre oceano.

Nel 1973 Agusta vende il 51% della società all'Efim, ente di Stato che intende realizzare un polo aerospaziale, acquisendo varie aziende aeronautiche e ponendole sotto il controllo della base di Cascina Costa.

Nasce così il Gruppo Agusta che ben presto ottiene importanti successi commerciali, cooperando anche con altre industrie elicotteristiche europee.

Agli inizi degli anni '90 la liquidazione dell'Efim e la generale crisi economica incidono notevolmente sul Gruppo Agusta che deve subire una profonda riorganizzazione, sia in termini di riduzione del personale che di ridefinizione della gamma dei prodotti.

Agusta SpA è stata costituita nel 1999 nell'ambito del processo di societizzazione con lo scopo di reperire il conferimento delle attività del settore elicotteristico di Finmeccanica; ad oggi è riconosciuta a livello mondiale come uno dei principali fornitori. Il piano aziendale conta su sei luoghi di produzione: Brindisi, Benevento, Anagni (FR), Frosinone, Vergiate (VA) e Samarate.

Ogni sede si è specializzata in una particolare tecnologia (ad es. Brindisi per strutture metalliche di parti dell'elicottero, Frosinone per i rotori) e fa giungere i vari componenti ai centri di integrazione finale (Cascina Costa e Vergiate), responsabili dell'assemblaggio dell'elicottero e dei test di funzionamento. Inoltre, a Cascina Costa vengono sviluppati i progetti, i prototipi di elicotteri ed è il riferimento nazionale ed internazionale per i settori commerciali, di import ed export e di pubbliche relazioni. Nello stesso periodo storico (1915) nasce in Inghilterra la Westland, basata a Yeovil nel Somerset. Il percorso intrapreso ricalca quello di Agusta: passa dalla produzione d'aerei a quella di elicotteri e si specializza nel settore bellico. Westland fornisce alla British Army i famigerati elicotteri chiamati "Apache", i più avanzati elicotteri d'attacco terrestre, in operazioni diurne e notturne.

La reciproca ricerca di un partner europeo, in campo internazionale di successo, ha permesso la costituzione della joint venture, paritetica, AgustaWestland nel luglio 2000, attraverso il conferimento da parte di Finmeccanica della partecipazione in Agusta SpA e da parte di GKN della partecipazione in Westland Holding Ltd (che comprende Westland Transmissions Ltd e Westland Helicopters Ltd) con l'obiettivo di consolidare la propria posizione competitiva sul mercato globale e creare un operatore del settore in grado di competere con i principali gruppi elicotteristici mondiali (e catturare quindi crescenti quote di mercato), attraverso un bilanciamento della presenza delle due aziende nei settori civili e militari.

Gli obiettivi che hanno condotto alla decisione di joint venture si sono focalizzati fin dall'inizio sull'ottenimento di riduzioni di costo e soprattutto sul miglioramento della qualità dei prodotti tali da accrescere la quota di mercato e da incrementare

complessivamente la redditività, dato che le due aziende sono complementari perché hanno poche sovrapposizioni di prodotto. AgustaWestland si pone, così, come una delle principali aziende a livello mondiale per capacità tecnologiche e produttive, con una quota del 20% del mercato mondiale. La società, divenuta operativa il 12 febbraio 2001, ha conseguito importanti successi commerciali ed è oggi presente in oltre 80 Paesi e impiega circa 9.000 addetti dislocati in tutto il mondo con le attività produttive concentrate in Italia, Gran Bretagna e Stati Uniti.

4.3. Finmeccanica acquista interamente AgustaWestland

Il 28 Luglio del 2004 il gruppo Finmeccanica decide di acquistare interamente la società AgustaWestland. L'acquisizione ha per oggetto il restante 50 per cento della società ancora in mano al gruppo inglese GKN e il contratto definitivo è stato firmato a due mesi dalla lettera d'intenti sulla base di un controvalore di 1.506 milioni di euro a cui vanno sommati 93 milioni per l'acquisto di immobili di proprietà della GKN.

Per finanziare l'acquisizione Finmeccanica ha aperto una linea di credito quinquennale con un pool di 11 banche per un miliardo di euro; l'acquisizione di Agusta-Westland sarà finanziata anche attraverso le risorse ottenute dalla cessione di azioni STM. La holding di Piazza Monte Grappa, infatti, ha concluso un'operazione tesa a proteggere il valore delle azioni STM in via di cessione (55

milioni di titoli per un controvalore di circa 850 milioni di euro) da un possibile, ulteriore deprezzamento del titolo.

La cessione di queste azioni era già stata messa in preventivo al momento dell'acquisizione di Augusta, il destinatario finale dovrebbe essere verosimilmente la Cassa Depositi e Prestiti. Il consolidamento di Augusta Westland è importante perché consentirà a Finmeccanica di acquisire il pieno controllo della maggiore joint venture, accrescendo pertanto in notevole misura l'accesso diretto di Finmeccanica ai flussi di cassa generati dalle proprie controllate.

I dati consolidati pro-forma relativi all'esercizio 2003 evidenziano un incremento di circa il 20 per cento del volume d'affari e del portafoglio ordini di Finmeccanica nei settori aerospazio e difesa.

Acquisire il 100% di Agusta Westland per Finmeccanica vuole dire essere presente in oltre 80 paesi, con attività produttive concentrate in Italia, Regno Unito e Stati Uniti, impiegando circa 9000 addetti. Il 2003 (anno in cui Agusta Westland ha consegnato 118 elicotteri di cui 75 per applicazioni commerciali) per il colosso dell'elicotteristica si è chiuso con un ricavo della produzione di 2,594 miliardi di euro e un portafoglio ordini che ammonta a 6,206 miliardi di euro.

AgustaWestland ha la più completa gamma di prodotti per usi commerciali e per la difesa. Gli elicotteri in produzione coprono tutte le principali categorie di peso, dal monomotore da 1,8 tonnellate al trimotore da 16 tonnellate e sono in grado di compiere qualsiasi missione e di coprire tutte le principali applicazioni. Nel campo del training offre soluzioni addestrative attraverso corsi specifici per tecnici di manutenzione e piloti, anche attraverso avanzati simulatori di volo di livello D.

I principali siti produttivi di AgustaWestland sono in Italia, Regno Unito, Stati Uniti e Polonia ed opera globalmente attraverso joint venture e programmi di collaborazione con i principali operatori Europei e Americani. Il network internazionale di alleanze con gli attori più importanti del settore nel mondo ha contribuito altresì ad ampliare la gamma dei prodotti e ad accrescere la penetrazione dei mercati e le opportunità commerciali.

Da sempre sulla frontiera tecnologica, AgustaWestland investe annualmente quasi il 12% dei propri ricavi totale in R&D. La Società svolge anche un ruolo fondamentale nell'ambito del programma europeo Clean Sky volto tra l'altro allo sviluppo di soluzioni tecnologiche all'avanguardia per la riduzione delle emissioni di rumore e per favorire un impiego degli impianti propulsivi che sia più efficiente e rispettoso dell'ambiente.

4.4. Il calcolo del valore del brand pre e post acquisizione

A questo punto, dopo aver accennato alla storia di Finmeccanica e di AgustaWestland, e dopo aver discusso della suddetta acquisizione totalitaria, bisogna entrare nel vivo della questione e analizzare numericamente il valore del brand Finmeccanica prima e dopo aver acquisito il controllo totalitario di AgustaWestland.

Il metodo utilizzato è quello delle royalties. Esso fonda la determinazione del valore del marchio sul reddito generabile dalle

royalties, cioè dai canoni pattuiti per la concessione in uso del marchio.

Il reddito viene in particolare determinato sulla base delle royalties che sul mercato un terzo sarebbe disponibile a pagare per ottenere l'autorizzazione ad utilizzare il marchio.

In particolare, questo metodo si basa sull'ipotesi che, qualora un bene dovesse essere preso in licenza da un soggetto terzo proprietario del bene, bisognerebbe versare un ammontare periodico (le royalties appunto) per il suo utilizzo. Il metodo Relief from Royalty prevede quindi la stima dei flussi di ricavi derivanti dalla vendita di un prodotto e l'applicazione di un tasso di royalty che consenta di valutare l'ammontare attribuibile al bene immateriale oggetto di valutazione.

Per arrivare alla determinazione del valore finale del brand, utilizzando questo metodo, sono necessari una serie di passaggi attraverso i quali sarà possibile ottenere le royalties attualizzate anno per anno, la cui somma ci darà poi il risultato finale del lavoro. In primis, quindi, cominciamo a introdurre il tasso di royalty.

Determinare il corretto tasso di royalty.

Il primo passo da compiere per arrivare a determinare il valore di un brand tramite il metodo delle Royalties è riuscire a determinare correttamente il tasso di royalty (r).

Vi sono due metodi generali per determinare il corretto tasso di royalty da

inserire in un accordo per la cessione in licensing di un marchio:

1. Il primo è il metodo analitico.

Partendo dal valore della tecnologia, calcolato con il metodo finanziario o sia per il licenziante che per il licenziatario, cerca di calcolare il tasso più corretto che risponde alle esigenze di entrambe le parti:

- da un lato, quella di avere un buon tasso di rendimento dalla cessione in licenza della tecnologia;
- dall'altro, quella di ottenere un flusso di profitti operativi elevato, anche al netto del pagamento delle royalties;

2. Il secondo è il metodo sintetico

In alternativa al metodo analitico, o come metodo complementare nel caso venga deciso un utilizzo congiunto dei due metodi, si può utilizzare il metodo delle royalty di transazioni comparabili.

Il tasso di royalty ottimale per il contratto di licensing di un brand è quello prevalente sul mercato, o che si è verificato in casi simili.

L'applicazione di questo metodo, solitamente, non restituisce un valore fisso delle royalties, ma tende piuttosto a definire un intervallo di royalties entro il quale si potrà scegliere sia di considerare un'analisi che tenga conto dei due estremi dell'intervallo, sia di calcolare un valore medio.

Una delle difficoltà più frequenti e sicuramente più difficili da risolvere è quella legata alla possibilità di reperire transazioni che siano effettivamente comparabili: vengono allora in aiuto i cosiddetti royalties books, che –almeno per gli USA – raccolgono dati sulle royalties medie di settore.

Quello che noi prenderemo in considerazione è il metodo sintetico, la cui adozione è andata decisamente diffondendosi negli anni.

La condizione a tal fine imprescindibile è ovviamente rappresentata dall'esistenza di un numero adeguato di transazioni sufficientemente rappresentative e trasparenti. Queste, inoltre, devono rispettare alcune condizioni relative alle caratteristiche delle controparti, alla

natura delle transazioni e all'oggetto delle medesime. Più precisamente, per quanto riguarda le controparti, le imprese coinvolte nella transazione di riferimento non dovrebbero innanzitutto essere collegate o controllate fra loro, in modo che non risultino alterati i meccanismi di mercato; inoltre, non dovrebbero essere vincolate dal punto di vista finanziario e gestionale alla conclusione della transazione, al fine di tutelare l'autonomia e la discrezionalità delle scelte. Per quanto concerne invece la natura delle transazioni, va in primo luogo verificata la trasparenza delle condizioni contrattuali, che non dovrebbero celare aspetti di remunerazione non monetaria; occorre poi appurare che le medesime siano libere da condizionamenti legislativi e con condizioni contrattuali comparabili. In relazione, infine, all'oggetto delle transazioni, è necessario il rispetto di ovvie condizioni di comparabilità merceologica, settoriale e di ciclo di vita del prodotto. Nella sua forma "pura", l'approccio è difficilmente applicabile, a causa del fatto che ogni marca, come del resto ogni risorsa immateriale, è per definizione *unica* e in ciò risiede il suo valore.

Ciò fa sì che, nella pratica, i tassi di royalty dedotti dal mercato debbano essere solitamente integrati e rettificati sulla base di alcuni elementi. Interessante, a riguardo, è il modello di determinazione della royalty proposto da Forbes (2006)¹³¹, il quale si articola in una serie di fasi che prendono avvio dall'identificazione del *price point* a cui è agganciato il royalty rate (ad esempio, prezzo retail vs. prezzo wholesale). La fase successiva consiste nell'individuazione di un insieme di transazioni comparabili, mediante le quali disporre di un intervallo di royalty rates di riferimento. Una volta ottenuti tali

¹³¹ Un'altra tecnica, proposta sempre da società di consulenza, che segue un approccio valutativo piuttosto simile, dal punto di vista logico, è nota con la denominazione di *ValMatrix Strength Assessment* (cfr. Anson e Waters, 1999).

dati, occorre posizionare la marca all'interno di tale intervallo, il che richiede di stimare la "forza" rispetto a quelle oggetto delle transazioni identificate. La fase più delicata è indubbiamente quest'ultima, in quanto richiede di attribuire un punteggio a una serie di "fattori di forza". Quelli proposti da Forbes sono i seguenti: 1) il tasso di sviluppo del mercato; 2) il grado di sostituzione; 3) il livello della tensione competitiva; 4) la percezione della marca; 5) la fedeltà di cui essa beneficia; 6) la storia, l'eredità e la longevità; 7) il livello di premium price; 8) la quota di mercato; 9) il potenziale di estensione; 10) l'incidenza sugli investimenti pubblicitari complessivi. Ognuno di questi fattori è valutato sulla base di una scala compresa tra 1 e 5 (in cui 5 è il valore massimo). La somma dei punteggi attribuiti a ciascun fattore esprime la "forza" della marca, sulla cui base sarà possibile posizionare la stessa all'interno dell'intervallo di royalty individuato in precedenza.

Nella tabella sottostante sono illustrate le royalty % nei contratti di licenza per settore industriale.

Industry	0-2%	2-5%	5-10%	10-15%	15-20%	20-25%	>25%
Aerospace	50,0%	50,0%					
Automotive	52,5%	45,0%	2,5%				
Chemical	16,5%	58,1%	24,3%	0,8%	0,4%		
Computer	62,5%	31,3%	6,3%				
Electronics		50,0%	25,0%	25,0%			
Energy		66,7%					
Food/Consumer		100,0%					
General Mfg.	45,0%	28,6%	12,1%	14,3%			
Government/University	25,0%	25,0%	50,0%				
Health Care	3,3%	51,7%	45,0%				
Pharmaceuticals	23,6%	32,1%	29,3%	12,5%	1,1%	0,7%	0,7%
Telecommunications	40,0%	37,3%	23,6%				

Fonte: Dan McGavock of IPC Group, Chicago

Nel nostro caso specifico, per riuscire a determinare un range di valori all'interno del quale scegliere il tasso di royalty più adeguato, si è dovuto tenere in considerazione che per il gruppo Finmeccanica, essendo caratterizzato dalla presenza di aziende che svolgono attività anche molto diverse tra loro, non esiste un unico settore di riferimento da cui poter ricavare il tasso di royalty. Proprio per questo motivo ho ritenuto necessario prendere in considerazione tutti i settori all'interno dei quali opera il gruppo Finmeccanica, e tra questi calcolare un valore medio.

Successivamente al compimento di tale operazione, come precedentemente detto, si arriva a definire un intervallo di royalty rates di riferimento, all'interno del quale poi, sarà scelto il tasso più adeguato in riferimento ai punteggi realizzati complessivamente.

Sulla base di quelli che sono i dati a nostra disposizione, l'intervallo di valori rilevato va da un valore minimo del 2,5% ad un valore massimo del 10%. A questo punto bisogna prendere in considerazione i "fattori di forza", individuati da Forbes, e assegnare a ogni fattore un punteggio da un minimo di 1 fino a un massimo di 5.

Considerando che il gruppo Finmeccanica è da anni uno dei principali gruppi italiani, il cui marchio è riconosciuto sia a livello nazionale che a livello mondiale, proprio grazie alle numerose acquisizioni effettuate nel corso degli anni, e considerando che sia alla quota di mercato sia al tasso di sviluppo di quest'ultimo devono essere assegnati dei punteggi che sicuramente superano la metà dei possibili valori assegnabili (1-5), ho ritenuto opportuno scegliere un tasso di royalty del 7%.

La scelta del tasso di attualizzazione

Il saggio di redditività che si è scelto di utilizzare, in base alle decisioni metodologiche operate, deve tener conto del costo dei mezzi propri riferibile ad un'impresa media del settore. La formula di partenza può essere quindi scritta come:

$$I = R_f + (R_m - R_f) \times \beta$$

Dove :

R_f = rendimento corrente degli investimenti a lunga scadenza privi di rischio (titoli di stato)

R_M = rendimento medio del mercato azionario

β = coefficiente di rischio specifico per i titoli del settore di riferimento

A questo punto bisogna determinare R_f . Il risk free rate è quel rendimento che si ottiene con un rischio, misurato come beta rispetto al mercato, pari a zero. Il puro rischio di insolvenza trova remunerazione nel rendimento offerto dal titolo. Purtroppo, anche i rendimenti nei titoli di Stato hanno un beta. Ecco perché non sono tassi risk less: il rendimento non è certo, ma dipende, in piccola misura, dall'andamento del mercato azionario. Affinchè il beta sia minimizzato, occorre posizionarsi su titoli a più lunga scadenza, i quali risentono meno degli andamenti ciclici dell'economia. Il rendimento risk free esprime dunque il rendimento atteso dall'investitore avverso al rischio. Nel momento in cui decide di investire nel capitale proprio dell'impresa, deve aggiungere al tasso R_f il rischio/rendimento medio associato all'investimento azionario (MRP) e il rischio specifico dell'impresa su cui investe (beta).

Attualmente il saggio corrente sui titoli di stato è del 3.79%¹³², ed è questo che noi prenderemo in considerazione.

Per quanto riguarda, invece il premio per il rischio (Market Risk Premium), questo è il maggior rendimento atteso dal mercato azionario (R_m) rispetto ad un investimento in titoli di debito privi di rischio (risk free rate). Dal momento che essere azionisti è più rischioso che essere obbligazionisti, allora ci si aspetta anche una maggiore remunerazione dall'investimento azionario. Dai dati del mercato azionario, considerato il lungo periodo e considerando un'analisi storica dei rendimenti del mercato azionario italiano, emerge un rendimento medio per le attività rischiose pari al 8/8,5%. In base a ciò il premio per il rischio è stato quantificato nel 4,21% ($R_m - R_f$). Nella tabella sottostante è riportato un esempio di calcolo del Market Risk Premium effettuato in un periodo di tempo che va dal 1967 al 1990.

Il MRP nei mercati europei dal 1967 al 1990

	<u>Germania</u>	<u>Francia</u>	<u>Italia</u>	<u>Belgio</u>
Rm	9,5% (20,3)	9,4% (26,9)	4,0% (35,9)	6,3% (16,7)
Rf	2,7% (14,9)	1,0% (13,1%)	-0,2% (18,3)	1,3% (11,7)
MRP	6,8%	8,4%	4,2%	5%

Fonte: Davis (1995)

Dopo aver calcolato il valore del MRP e degli indici R_m e R_f , è

¹³² Finanza-mercati. Il sole24Ore. In data 4 febbraio 2014.

necessario introdurre, ai fini dell'applicazione della formula per calcolare il corretto tasso di attualizzazione, il coefficiente beta.

Il coefficiente beta misura la rischiosità specifica della singola impresa; in altri termini è la quantità di rischio che l'investitore sopporta, investendo in una determinata impresa, anziché nel mercato azionario nel suo complesso. Il beta è espressione solamente del rischio sistematico, quindi non diversificabile, dell'investimento nell'impresa.

Esso indica il modo in cui, in media, i rendimenti di un titolo variano al variare dei rendimenti del mercato¹³³

È importante ricordare che i beta sono direttamente collegati con l'attività dell'impresa oggetto di analisi. Due sono i macro *drivers* : la volatilità dei flussi di cassa operativi e il grado di *leverage* ¹³⁴.

Nel nostro caso il beta del gruppo Finmeccanica è di 1,24¹³⁵.

A questo punto abbiamo tutti gli elementi necessari per poter calcolare il tasso di attualizzazione da usare nel metodo delle royalties.

La formula da prendere in considerazione è la seguente:

$$i^i = Rf + (Rm - Rf) \times \beta$$

Sostituendo i dati a nostra disposizione avremo:

¹³³ Da un punto di vista statistico, il beta è pari alla covarianza tra i rendimenti attesi del titolo e quelli del mercato, divisa per la varianza del rendimento atteso del mercato.

$$\beta = \frac{COV(RiRm)}{VAR(Rm)} \quad \text{dove:}$$

Ri = rendimento atteso dell'azione i

Rm = rendimento atteso del portafoglio di mercato

¹³⁴ R.S.HAMADA, The effect of a Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks, *Journal of Finance*, maggio 1972.

¹³⁵ Borsaitaliana.it.reuters.com. Consultato in data 5 febbraio 2014.

$$i^i = 3,79\% + (8,25\% - 3,79\%) \times 1,24$$

Otteniamo così un tasso di attualizzazione pari al 9,3%.

Il valore del brand Finmeccanica pre e post acquisizione di AgustaWestland.

A questo punto abbiamo tutti i dati necessari per poter calcolare quanto vale il brand Finmeccanica prima dell'acquisizione totalitaria di AgustaWestland, avvenuta nel 2004.

Considerando la natura e la forza del marchio si è deciso di procedere a capitalizzare il royalty rate per un periodo di 15 anni, al tasso espressivo della redditività media del settore. Di seguito è stata elaborata una tabella che illustra in maniera schematica tutti i dati a nostra disposizione.

I fatturati sono stati rilevati consultando i bilanci, disponibili online, del gruppo Finmeccanica, ma per ovvi motivi, sono disponibili sino all'anno 2012. Dal 2012 in poi quindi, si è ipotizzato un tasso di crescita costante del fatturato dell'1% fino al 2017.

Anno	fatturato (Mln)	R/R	Royalty	tasso attualizzazione
2003	7.496	7%	524.720	9,3%
2004	7.529	7%	527.030	9,3%
2005	10.952	7%	766.640	9,3%
2006	11.179	7%	782.530	9,3%
2007	11.916	7%	834.120	9,3%
2008	15.037	7%	1.052.590	9,3%
2009	18.176	7%	1.272.320	9,3%
2010	18.695	7%	1.308.650	9,3%
2011	17.318	7%	1.212.260	9,3%
2012	17.218	7%	1.205.260	9,3%
2013	17.390	7%	1.217.312	9,3%
2014	17.563	7%	1.229.473	9,3%
2015	17.738	7%	1.241.704	9,3%
2016	17.915	7%	1.254.076	9,3%
2017	18.094	7%	1.266.590	9,3%

Questi sono i dati necessari per la nostra analisi, i quali andranno poi inseriti all'interno della formula generale per calcolare il valore totale del brand.

La formula che prenderemo in considerazione è la seguente:

$$\sum_{t=1}^n \frac{(r \times S) - \text{tax}}{(1 + i)^t}$$

Dove:

S = fatturato dell'azienda

r = tasso di royalty

tax = imposte gravanti sul reddito derivante dalle royalties

i = tasso di attualizzazione

Calcolando i valori per gli anni presi in considerazione, e applicando un imposta sul reddito pari al 33% fino al 2007 e del 27,5 % dal 2007 in poi, otteniamo i seguenti risultati:

Anno	Royalties tassate	Royalties attualizzate
2003	351.562	321.648
2004	353.110	294.258
2005	513.649	395.114
2006	524.295	374.496
2007	604.737	403.158
2008	763.127	448.898
2009	922.432	512.462
2010	948.771	474.385
2011	878.888	391.494
2012	873.813	364.088
2013	882.551	339.442
2014	891.367	307.367
2015	900.235	290.398
2016	909.205	259.772
2017	918.277	241.651
TOTALE		5.418.631 (Mln)

Il valore del brand Finmeccanica prima dell'acquisizione di AgustaWestland risulta essere pari a 5.418.63 milioni di euro.

A questo punto, ai fini della determinazione del brand Finmeccanica dopo la suddetta acquisizione, bisogna effettuare gli stessi calcoli svolti precedentemente ma effettuando l'analisi partendo dall'anno 2004, anno dell'acquisizione. Siccome il periodo di riferimento deve essere obbligatoriamente lo stesso (15 anni), e siccome a

differenza dell'analisi precedente l'anno di partenza è spostato in avanti di due anno, anche l'anno di chiusura dovrà subire lo stesso trattamento. In sintesi, mentre per il calcolo del valore del brand pre-acquisizione si prende in considerazione il periodo 2003-2017, per il calcolo post- acquisizione il periodo di riferimento è 2005-2019, sempre considerando un tasso di crescita costante del fatturato dell'1% fino al 2019.

Le tabelle seguente illustrano i risultati ottenuti:

Anno	fatturato (Mln)	R/R	Royalty	tasso attualizzazione
2005	10.952	7%	766.640	9,3%
2006	11.179	7%	782.530	9,3%
2007	11.916	7%	834.120	9,3%
2008	15.037	7%	1.052.590	9,3%
2009	18.176	7%	1.272.320	9,3%
2010	18.695	7%	1.308.650	9,3%
2011	17.318	7%	1.212.260	9,3%
2012	17.218	7%	1.205.260	9,3%
2013	17.390	7%	1.217.312	9,3%
2014	17.563	7%	1.229.410	9,3%
2015	17.738	7%	1.241.704	9,3%
2016	17.915	7%	1.254.076	9,3%
2017	18.094	7%	1.266.590	9,3%
2018	18.274	7%	1.279.245	9,3%
2019	18.456	7%	1.291.971	9,3%

Anno	Royalties tassate	Royalties attualizzate
2005	513.648	469.949
2006	524.295	436.912
2007	604.737	465.182
2008	763.127	545.090
2009	922.432	614.954
2010	948.771	558.100
2011	878.888	488.271
2012	873.813	436.906
2013	882.551	401.160
2014	891.332	371.384
2015	900.235	346.244
2016	909.205	313.518
2017	918.277	296.218
2018	927.459	264.988
2019	936.678	246.494
TOTALE		6.255.364 (Mln)

Il valore del brand Finmeccanica dopo l'acquisizione di AgustaWestland risulta essere pari a 6.255.364 milioni di euro, con un incremento percentuale del 15,44% rispetto al suo valore pre-acquisizione.

Conclusioni

L'analisi appena conclusa mi ha permesso di mettere in evidenza e di sottolineare l'importanza di due fattori che sempre di più possono essere considerati necessari ai fini del raggiungimento del successo da parte di un'azienda. Il primo è sicuramente la crescente importanza delle operazioni di M&A come strumento di realizzazione di una crescita aziendale. Queste operazioni, soprattutto nell'ultimo ventennio, hanno avuto una rapida espansione e sono diventate uno strumento necessario per tutte le imprese che cercano di sopravvivere in un mondo attuale che risulta essere fortemente interconnesso e nel quale, l'unica soluzione a disposizione delle imprese per adattarsi a tale situazione è quella di essere presenti attraverso l'espansione delle proprie attività, in contesti e mercati diversi da quello di origine. Tali operazioni consentono alle imprese di ottenere dei vantaggi che raramente sono raggiungibili tramite un processo di crescita interna. Ci si riferisce sicuramente alla possibilità di riuscire a centrare gli obiettivi prefissati in tempi assai più rapidi; alla capacità di consentire l'ingresso in settori o in mercati nei quali le barriere all'ingresso risultano insuperabili; e non ultimo, alla possibilità di combinare i punti di forza dell'impresa acquirente e dell'acquisita ottenendo così un'ottimizzazione delle risorse complessive e uno sfruttamento delle sinergie realizzabili.

Il secondo fattore che ho preso in considerazione è il brand.

Senza soffermarmi troppo sulle caratteristiche, sulle opportunità che genera e sulla crescente importanza che negli ultimi anni ha assunto questo asset immateriale, ho deciso di concentrare la mia analisi

sugli strumenti e sulle metodologie utilizzate dagli studiosi e dalle imprese per riuscire a calcolare il valore monetario di un marchio.

Le motivazioni alla base di tale valutazione è il filo conduttore che unisce i due temi che ho deciso di prendere in considerazione: le operazioni di M&A, e la valutazione del brand.

Ho già avuto modo di sottolineare, nell'introduzione, che gli anni Ottanta e tutto il decennio successivo fu caratterizzato dalla corsa all'acquisto di grosse società, o divisioni delle stesse con brand noti. Fu proprio questo periodo a dare il via a una serie di operazioni di finanza straordinaria con l'intento principale di acquisire la gestione di brand già noti e forti.

Come più volte ripetuto, esistono svariati motivi per cui è necessario valutare un brand, e uno di questi è sicuramente legato alle ipotesi di acquisto/cessione d'azienda. Il brand, infatti, è probabilmente l'asset intangibile più importante di un'impresa, e può arrivare a valere fino all'80 per cento del valore dell'azienda.

I vantaggi ottenibili dall'acquisizione di un brand forte sono molteplici e svariati, ma su di uno in particolare ho deciso di basare il mio lavoro. Può un'operazione di M&A aumentare il valore monetario di un brand? Questa è stata la domanda a cui ho cercato di rispondere durante il mio lavoro di tesi.

Il case study da me realizzato nell'ultimo capitolo, mi ha portato a rispondere positivamente a questa domanda, ma mi preme in questa sede specificare alcuni aspetti e alcune ipotesi che devono essere tenuti in considerazione durante la lettura del capitolo.

Il primo aspetto da tenere in considerazione è la difficoltà legata alla scelta dell'arco temporale di riferimento. Le *royalties*, vengono attualizzate per un periodo che corrisponde alla vita utile residua stimata. Si è già osservato come nel caso di un marchio la vita utile

sia indefinita: il primo problema dunque consiste nella stima dell'orizzonte temporale per il quale attualizzare i flussi.

Solitamente la scelta del periodo di riferimento è legata a fattori come la natura e la forza del marchio, e le analisi più frequenti sono quelle che prendono in considerazione un orizzonte temporale compreso tra i 10 e 25. Sulla base di questi due elementi ho scelto di procedere a capitalizzare il royalty rate per un periodo di 15 anni.

Il secondo aspetto da tenere in considerazione è legato ai fatturati previsionali dal 2013 al 2017 nella valutazione pre-acquisizione, e dal 2013 al 2019 in quella post-acquisizione.

Fino al 2012, infatti, ho potuto usufruire dei dati reperibili sui bilanci pubblicati online dal gruppo Finmeccanica, mentre per i fatturati successivi, basandomi su un'analisi delle serie storiche, ho ipotizzato una crescita costante del fatturato dell'1%. Questo valore però, è sempre legato ad un'ipotesi previsionale e va considerato tenendo presente tutti i dubbi e le incertezze ad esso legato. La crisi economica mondiale avvenuta di recente, è un classico esempio di come questi valori possono essere soggetti a forze esterne, spesso imprevedibili, che ne modificano radicalmente l'affidabilità.

Il terzo e ultimo aspetto da considerare, e forse il più importante, è legato al tipo di azienda presa in considerazione. Il gruppo Finmeccanica opera contemporaneamente in diversi settori (elicotteri, aeronautica, elettronica per la difesa e sicurezza, aeronautica, spazio, energia, trasporti), ognuno dei quali può influire negativamente o positivamente sul risultato del bilancio consolidato, e nel nostro caso, anche sul valore del brand Finmeccanica.

Bisogna tenere ampiamente in considerazione questo aspetto e sottolineare che la conclusione alla quale sono giunto alla fine di questo mio lavoro, ossia che il valore del brand Finmeccanica è incrementato in seguito all'acquisizione di AgustaWestland, non può

essere considerata inconfutabile, date le possibili influenze dei vari settori, né può essere ritenuta una certezza per tutte le operazioni di M&A poiché ogni operazione è caratterizzata da una storia a sé.

Bibliografia

AAKER D.A., *Managing Brand Equity: Capitalizing on the Value of a Brand Name*, New York, Free Press, 1991

AMADUZZI A, *La fusione delle imprese*, Roma, Casa editrice della Rivista Italiana di Ragioneria, 1926

ANDRADE G., STAFFORD E., “New evidence and perspectives on mergers,” *Journal of Economic Perspectives* 15, 2001

ANSOFF I., *Strategia aziendale*, Milano, 1968

BENNET STEWART III G., *La ricerca del valore. Una guida per il management e gli azionisti*, Milano, Egea, 1998

BERTINI U., *Il sistema d'azienda. Schema di analisi*, Torino, Giappichelli Editore, 1990

BIANCHI L., *Il giudizio di Congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il sole 24 Ore, 2002

BONAFEDE A., *Un boccale per brindare all' Europa*, in« La Repubblica» di venerdì 22 aprile 1988

BOONE L., HAROLD MULHERIN J. , “How are firms sold?” *Journal of Finance* 62, 2007

BRIGINSHOW J., *Internet Valutation: The Way Ahead*, Gran Bretagna, Palgrave Macmillan, 2002

BRUGGER G., «L'analisi delle strategie di creazione di valore delle imprese» *Italia Oggi*, n. 20, 1994

BUSACCA B., *Il valore della marca tra postfordismo ed economia digitale*, Milano, Egea, 2000

CAPUTO M., *La flessibilità nei sistemi di produzione: dalle economie di scala alle economie di portata*, Genova, 1985

CENCIARINI R., *Ristrutturazione e crescita. Le strategie adottate dalle imprese di successo*, Milano; Giuffrè, 1998

CODA V., *L'orientamento strategico dell'impresa*, UTET, 1992

COMANA M., *Il bilancio bancario e i coefficienti patrimoniali*, in «Il bilancio degli enti creditizi», Milano, Edibank, 1993

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

CONCA V., «Management intelligence e pianificazione», n. 20, aprile- maggio 1991

CONCA V., *M&A as a vehicle og change management*, III CEMS Academic Conference, Università Louvain-la-Nueve, maggio, 1998

COPELAND T, KOLLER T., MURRIN J., *Valutation. Measuring and Managing the Value of Companies*, New York, Wiley, 1990

CORTESI A., *La crescita delle piccole imprese. Fusioni, acquisizioni, accordi*, Torino, Giappichelli Editore, 2001

CORTESI A., *La gestione del processo di integrazione nelle fusioni e nelle acquisizioni*, Pearson Education, 2008

DAMODARAN A., *Investment Valutation*, New York, Wiley, 1994

DELLA BELLA C., *Value-value compagnie nel settore del lusso: cogenerazione di valore per azionisti, investitori e management*, Milano, Egea, 2002

DEMATTE' C., *Modello di gestione e ciclo di vita delle imprese. Economia e Management*, n. 3, maggio-giugno, 2001

DOYLE P. , «Shareholder-Value-based Brand Strategies», *Brand Management*, vol 9, n.1, Septembet 2001

DONALDSON G.,*Corporate Restructuring*, Boston, Harvard Business School Press, 1994

ELLWOOD J., *The Essential Brand Book*, Sterling, Stylus Publishing, 2003

FAULKNER D., *International Strategic Alliances*, New York, McGRaw-Hill, 1995

FISHER R., URY W., *L'arte del negoziato*, Mondadori, Milano, 1985

FONTANA F., CAROLI M., *Economia e gestione delle imprese*, Milano, McGraw-Hill, 2009

GARDI F., *Fusioni e altre combinazioni di imprese*; Milano; Egea, 1990

GAUGHAN P.A., *Merger and Acquisition*, New York, Harper & Collins, 1991

GRENIER L., *Evolution and Revolution as Organisations Growht*, Harvard Business Review, July- August 1972

GUATRI L., BINI M., *Impairment. Il valore potenziale controllabile*, Milano, Università Bocconi Editore, 2003

GUATRI L., «La creazione di valore per vie esterne», in *Strategie e organizzazione delle aziende. Scritti in onore di C. Masini*, tomo II, Milano, Egea, 1993

GUATRI L., «Manifesto dell' impresa valore. Appello a un comune impegno per la definizione dell' impresa moderna», introduzione al convegno *Valori di capitale economico e valori di mercato delle imprese: quali strumenti per attuare i divari?*, Milano, Università Bocconi, novembre 1992

GUATRI L., *Trattato di economia delle aziende industriali*, Milano, Egea, 1988

GUATRI L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2005

KAPLAN S.N., «The Market Pricing of Cash Flow Forecast: Discounted Cash Flows Vs. the Method of “Comparables”», *Journal of Applied Corporate Finance*, n.4, Winter 1996

MAZZEI R., *Brand Equity : il valore della marca. Teoria e prassi dei processi valutativi*, Milano, Egea

MIGLIETTA A., *Valutazione nelle operazioni di Fusione*, Etas, 1991

MURPHY J., *Brand Valuation: Establishing a True and Fair View*, Londra, Business Books, 1991

MUSTILLI M., *Strategie di sviluppo esterno dell'impresa aziendale*, Cedam, 1990

ONIDA P., *Economia d'azienda*, Utet, 1985

ONIDA P., *Le dimensioni del capitale di impresa. Concentrazioni, trasformazioni, variazioni di capitale*, Seconda Edizione, Milano, Giuffrè, 1944

OSCOLATI G.E., «Strapagare è pericoloso», *Milano Finanza*, 30 ottobre 1999

PANTALEONI M., *Erotemi di economia*, II, Bari, Laterza, 1925

PEPE F., *Studio sulle Fusioni di imprese di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1965

PIVATO S., GILARDONI A., *Elementi di economia e gestione delle imprese*, Milano, Egea, 2000

POTITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Torino, Giappichelli Editore, 2004

RAPPAPORT A., *La strategia del valore*, Milano, Angeli, 1989

RENOLDI A., *La valutazione dei beni immateriali. Metodi e soluzioni*, Milano, Egea

RHODES, MATTHEW S., VISWANATHAN S., «Market valuation and merger waves», *Journal of Finance*, 2004

RUMELT R.P., *Strategy, Structure and Economic Performance*, Division of research Graduate School of Business Administration, Harvard University, 1974

SABINE M., *Alta finanza aziendale*, Milano, IPSOA, 1989

SAVIOLI G., *Fusione di società. Motivazioni economico-aziendali, valutazione, aspetti contabili, civilistici e fiscali*, Milano, Etaslibri, 1994

SCHERER M., *Economia Industriale. Struttura del mercato, condotta delle imprese e performance*, Milano, Unicopoli, 2009

SCIARELLI S., *Economia e gestione delle imprese*, Padova, CEDAM, 2011

SCIARELLI S., *Il Sistema d'Impresa*, Padova, Cedam, 1985

SICCA L., *La gestione strategica dell'impresa*, Padova, CEDAM, 1998

SICCA L., *Strategie d'impresa. La formazione di un gruppo italiano: la SME*, Milano, 1987

SIMON C.J., SULLIVAN M.W., «The Measurement and Determinants of Brand Equity: a Financial Approach», *Marketing Science*, n.12, Winter 1993

SMITH G.V., *Trademark Valutation*, New York, Wiley, 1997

STAMPACCHIA P., *Economia e Gestione delle Imprese Industriali Internazionali*, Cedam, 1984

STEWART G.B., *The quest for value*, New York, Harper Collins, 1991

UBERTAZZI T., *Il processo di acquisizione di imprese*, Padova, CEDAM, 2008

VALDANI E., *Marketing strategico. Un' impresa proattiva per sviluppare capacità market driving e valore*, Milano, Etas, 1995

VICARI S., *Brand equity, il potenziale generativo della fiducia*, Milano, Egea, 1995

VOLPATO G., *Concorrenza, impresa e strategie*, Il Mulino, 2008

WILLIAMSON O., *Economies as an antitrust defense: the welfare trade-offs*, in "American Economic Review", vol. 58, n° 1, 1968, March

ZANDA G., *La grande impresa. Caratteristiche strutturali e di comportamento*, Milano, Guiffrè, 1974

ZARA C., *La valutazione della marca. Il contributo del brand alla creazione del valore dell'impresa*, Milano, Etas, 1997

