

Corso di laurea magistrale in:

Economia e direzione delle imprese

Cattedra:

strategie di impresa

LE ACQUISIZIONI NEL SETTORE ALIMENTARE: IL CASO EBRO FOODS - PASTA
GAROFALO

Relatore:

Prof. Franco Fontana

Correlatore:

Prof. Enzo Peruffo

Candidato:

Guido Galletti

Matricola:

656791

Anno accademico 2014/2015

Alla mia famiglia e i
miei amici.

Indice dei contenuti

ABSTRACT

INTRODUZIONE.....	1
1. LE ACQUISIZIONI TRA LE OPZIONI STRATEGICHE DI CRESCITA	3
1.1. Il concetto di strategia	3
1.1.1. L'implementazione delle strategie di corporate	5
1.2. L'acquisizione.....	6
1.3. Merger waves: le m&a da un punto di vista macroeconomico	7
1.4. I motivi che guidano una acquisizione	10
1.4.1. Le sinergie.....	10
1.4.2. Sinergie derivanti da asset in place.....	13
1.4.3. Opzioni reali.....	14
1.4.4. Le sinergie negative.....	15
1.4.5. Economie di scala e di scopo.....	15
1.4.6. Accesso ad asset e risorse complementari.....	16
1.4.7. Potere di mercato.....	17
1.4.8. Diversificazione geografica.....	17
1.4.9. Anticipazione o imitazione.....	18
1.4.10. Shock industriali.....	19
1.4.11. m&a pararrele.....	20
1.4.12. Condizioni favorevoli di mercato.....	20
1.5. Le fasi del processo di acquisizione.....	21
1.5.1. Acquisition plan.....	21
1.5.2. Implementation plan: il primo contatto e la due diligence.....	22
1.6. I metodi di valutazione.....	25
1.6.1. Il target as it is.....	25
1.6.2. Il valore del controllo.....	29
1.6.3. Il valore delle sinergie.....	30

1.6.4.	L'acquisition premium.....	31
1.7.	Acquisizioni friendly: i vantaggi reciproci.....	32
1.8.	I metodi di pagamento e gli effetti sul valore azionario.....	33
1.8.1.	Pagamenti cash.....	34
1.8.2.	Pagamenti in azioni.....	35
1.8.3.	Pagamenti misti.....	36
2.	IL SETTORE E LE SUE CARATTERISTICHE	37
2.1.	I mercati globali e l'espansione geografica.....	37
2.2.	Il business della pasta: analisi del settore	41
2.2.1.	Il grado di segmentazione e la tipologia di operatori.....	43
2.2.1.1.	La matrice di Abell.....	43
2.2.2.	La filiera produttiva ed il grado di integrazione verticale.....	47
2.2.3.	Il mercato del grano.....	48
2.2.4.	La produzione.....	53
2.2.5.	La distribuzione.....	55
2.2.6.	SWOT analysis.....	56
2.3.	L'attrattività del settore: il modello delle cinque forze di Porter.....	58
3.	IL MADE IN ITALY ED IL VALORE DEL MARCHIO Errore. Il segnalibro non è definito.	63
3.1.	Il made in italy e gli strumenti legali di protezione	64
3.1.1.	Il quadro normativo di riferimento.....	67
3.2.	Il marchio e gli strumenti di valutazione	72
3.2.1.	La valutazione finanziaria	74
3.2.2.	Attualizzazione dei redditi differenziali attesi	74
3.2.3.	Determinazione del costo sostenuto	76
3.2.4.	Determinazione del costo di riproduzione.....	77
3.2.5.	L'ufficio marchi e brevetti.....	77
3.3.	Lo sfruttamento del marchio.....	80
3.3.1.	La riconoscibilità ed il concetto di brand awareness.....	80
3.3.2.	Brand globali e portafoglio marchi.....	81
4.	IL CASO EBRO FOODS - GAROFALO.....	84

4.1.	Ebro foods: la storia e le strategie di crescita.....	84
4.1.1.	Il progressivo disinvestimento e la focalizzazione su un nuovo core business	85
4.1.2.	Le matrici di portafoglio	89
4.1.3.	La struttura organizzativa ed il business model	93
4.1.4.	La combinazione prodotti/mercati.....	96
4.2.	Il pastificio Garofalo.....	101
4.2.1.	La storia della società	102
4.2.2.	Il rilancio sul mercato italiano	103
4.2.3.	Le strategie di comunicazione ed il rafforzamento del marchio.....	104
4.3.	I motivi dell'acquisizione	107
4.4.	Analisi delle due società e la valutazione di Garofalo	111
4.4.1.	La valutazione.....	113
4.5.	La strutturazione dell'accordo	116
4.6.	Il post acquisizione e la fase di integrazione	119
4.6.1.	Le prospettive future.....	122
5.	CONCLUSIONI.....	125
	Bibliografia	131
	Sitografia	133

Indice delle tabelle e dei grafici

Announced M&A : worldwide, 1985 – 2015e.....	10
Mappa degli accordi commerciali e di libera circolazione a livello globale.....	38
Elaborazione Ismea su dati Istat circa i consumi di diverse tipologie di pasta.....	43
Matrice di Abell.....	44
Elaborazione Istat sui paesi destinatari dell’export di pasta.....	47
Paesi che aderiscono al WTO.....	50
Principali paesi produttori di grano.....	51
Andamento del prezzo del grano nel triennio 2012 – 2014.....	52
Dati Istat sulle esportazioni di prodotti italiani.....	54
Le determinanti del raggio di azione.....	56
Analisi delle cinque forze di Porter nel settore della pasta.....	61
Elenco delle top 20 società operanti nel business della pasta.....	62
Articolo 23 regolamento CEE n.2913/92.....	68
Articolo 24 regolamento CEE n.2913/92.....	69
Requisiti pasta commercializzata in Italia per tipologia, DPR 187/2001.....	71
Quote di mercato Ebro divise per divisione e per paese.....	90
Matrice BCG.....	92
Matrice ADL.....	94
Prodotti lanciati dalle controllate Ebro tra il 2013 ed il 2014.....	97
Elenco delle società controllate Ebro al 31/12/2014.....	101
I consumi di pasta e le quote dei produttori in Italia (Sole24ore).....	107
Indici di performance Ebro 2012 – 2014.....	113
Crescita % delle revenues 2001 – 2015.....	113
Indici di redditività Garofalo 2013 – 2014.....	114
Valutazione al fair value degli asset Garofalo.....	116

Andamento del titolo Ebro nel corso del 2014.....	118
Debiti Garofalo trasferiti alla capogruppo.....	119
Vendite, Ebit ed utile Ebro semestrali 2013 – 2015.....	121
Orientamento Ebro clienti/ tipologia di prodotti.....	124

ABSTRACT

Nell'ambiente economico degli ultimi decenni, caratterizzato da una crescita esponenziale della globalizzazione e dunque della competizione, le società hanno dovuto adattare le loro strategie di crescita e le attività volte alla loro realizzazione a nuove minacce considerate fino a poco prima trascurabili e ad opportunità ritenute difficili da sfruttare. In questo contesto, molti soggetti utilizzano strategie di crescita inorganica per perseguire i loro obiettivi nel modo più veloce ed efficace possibile. L'acquisizione rappresenta, tra le alternative di crescita diverse da quella interna, quella più vincolata sia da un punto di vista finanziario che di impegno nel lungo termine; lo scarso grado di reversibilità e la difficoltà nell'integrazione e nell'armonizzazione che seguono la chiusura dell'accordo la rendono una alternativa tanto affascinante quanto pericolosa, che richiede una analisi approfondita della situazione presente nonché delle prospettive future.

L'obiettivo di questa tesi è quello di analizzare le fasi principali del processo di ricerca e selezione di potenziali target e le *best practises* per portare avanti la *due diligence*, nonché le modalità di strutturazione dell'accordo, grazie alle quali riuscire a creare un valore sostenibile nel lungo termine.

In particolare l'attenzione verrà focalizzata sull'acquisizione di Pasta Garofalo da parte della multinazionale spagnola Ebro foods e sui vantaggi che entrambe le società hanno avuto in termini di sinergie e di opzioni strategiche.

L'intento è quello di dimostrare come sia possibile rafforzare il made in Italy e far sì che questo soddisfi la domanda di consumatori lontani geograficamente e culturalmente, senza per questo perdere le radici e le tradizioni che sono la fonte primaria del valore che gli viene attribuito.

INTRODUZIONE

La mutevolezza dell'ambiente competitivo e delle dinamiche di domanda e offerta ha costretto le imprese a considerare il cambiamento come costante delle scelte di breve e di medio lungo termine, la flessibilità e la capacità di innovare come presupposto alla sopravvivenza ed il mantenimento di tassi di crescita adeguati al fine di stabilizzare la propria posizione e rafforzare il proprio vantaggio competitivo. Il successo non dipende più solo dalla capacità di fare la scelta giusta, ma anche di farla nel momento giusto; il timing da solo può determinare il successo ed il fallimento di qualsiasi strategia o progetto (Bill Gross ;TED conference ,Giugno 2015). Tra le possibili opzioni strategiche finalizzate alla crescita ed alla creazione di valore infatti, quelle inorganiche sono diventate predominanti nel corso dei decenni (Balakrishnan, 1988; Shelton, 1988) grazie anche alla rapidità ed al grado di penetrazione del mercato che garantiscono.

D'altra parte, numerosi studi di accademici e professionisti hanno dimostrato negli anni come una altissima percentuale di M&A fallisca e porti alla distruzione di valore nel tempo, specie in riferimento all'acquirente, ovvero la parte che proattivamente ricerca, seleziona e prende il controllo sulla controparte (Porter, 1987; Ravenscraft e Scherer, 1989; Tichy, 2001; Cartwright e Schoenberg, 2006; Mckinsey, 2010; Pwc, 2010 tra gli altri). I motivi per i quali l'operazione spesso risulta fallimentare sono innumerevoli e dipendono dal contesto e dai soggetti coinvolti; vi sono comunque delle cause comuni identificabili in: una strategia poco chiara o motivi diversi dalla massimizzazione di valore, ad esempio considerazioni di tipo esclusivamente finanziario o fiscale; *hubris* (Cartwright e Schoenberg, 2006); l'esecuzione parziale o superficiale della *due diligence* (Mckinsey, 2010; Pwc, 2010); errori nella valutazione delle sinergie che influenzano il pricing (Accenture, 2007); piani di integrazioni troppo "deboli" e frizioni tra culture organizzative diverse (Mckinsey, 2010).

E' chiaro che esiste un forte grado di correlazione tra i problemi sopra citati, motivo per il quale fin dalle prime fasi è necessario muoversi con eccezionale cautela e basare ogni "mossa" su solide basi ed analisi.

Per queste ragioni la prima parte dell'elaborato offrirà una panoramica generale sulle strategie di corporate e sulle M&A; sarà valutato il fenomeno da un punto di vista macroeconomico, verranno messi in evidenza i motivi che ne guidano la scelta e l'implementazione, il processo valutativo e le possibili modalità di pagamento.

Lo studio si concentrerà poi sul settore della pasta in Italia e sulle sue caratteristiche, analizzando il grado di segmentazione, la tipologia di operatori e la filiera produttiva; lo scopo sarà quello di mettere in luce i driver della sua attrattività e dei rischi associati. A tal proposito l'attenzione verrà focalizzata sul concetto di "made in Italy" e le sue potenzialità all'estero, nonché le possibilità di sfruttamento dei marchi e gli strumenti di protezione a disposizione delle imprese.

In particolare si evidenzieranno le ragioni che hanno spinto la Ebro Foods, multinazionale spagnola, a disinvestire dai propri *core business* ed a focalizzarsi sul business della pasta, del riso e dei sughi pronti; si valuterà la decisione di entrare nel mercato italiano attraverso l'acquisizione del Pastificio Garofalo con lo scopo di realizzare una strategia di diversificazione geografica e sfruttare le sinergie tra le due società. L'obiettivo è la comprensione dei benefici ottenuti da entrambi i soggetti, nonché le prospettive future in relazione alla qualità dei prodotti e l'affermazione del marchio all'estero, rappresentativo del made in Italy, alla sua diffusione commerciale e alla sostenibilità del valore creato.

Verrà dimostrato come le acquisizioni possano essere uno strumento idoneo a realizzare o perfezionare processi di internazionalizzazione di piccole medie imprese italiane ad alto potenziale, senza che queste perdano le loro radici e senza compromettere il rapporto con la comunità che le ospita.

1. LE ACQUISIZIONI TRA LE OPZIONI STRATEGICHE.

1.1 Il concetto di strategia e le alternative di crescita

Una strategia viene definita come la tecnica di individuare gli obiettivi generali di qualsiasi settore di attività pubbliche e private, nonché i modi e i mezzi più opportuni per raggiungerli ovvero regola generale di condotta che, prevedendo i possibili sviluppi di certe situazioni (ad esempio le successive mosse dell'avversario), stabilisce quali linee di azione si debbano seguire per il conseguimento dell'obiettivo. (Enciclopedia Treccani).

Kenneth Andrews fu il primo ad introdurre il concetto di *corporate strategy*: definì la strategia in una cornice nella quale occorre specificare la parte forte e la parte debole interna ad una organizzazione integrandole con le opportunità e le minacce dell'ambiente esterno (ciò che viene definita analisi SWOT). Più tardi, Bruce Henderson (fondatore della società di management Boston Consulting), combinò il concetto di strategia con quello di vantaggio competitivo, introducendo inoltre il concetto di differenziazione dell'offerta.

Della stessa idea è Michael Porter, che sostenne, a partire dagli anni Ottanta, che il significato di una strategia competitiva è quello di "essere differenti" agli occhi del consumatore.

Nel caso di una impresa dunque l'obiettivo ultimo è quello di raggiungere e mantenere una posizione di vantaggio competitivo, ovvero ottenere una performance superiore ai propri competitors in un determinato mercato. Il fine è la creazione di valore, tenendo conto dei costi necessari a raggiungere tale scopo e scegliendo tra le possibili alternative quella che comporti un utilizzo migliore di risorse e competenze nel medio lungo termine; migliore significa tanto ottenere un prodotto simile a costi più bassi che differenziare la propria offerta (fare altro o farlo meglio).

L'efficacia della strategia stessa dipende poi dal modo in cui viene implementata e dunque dalla capacità di allineare ed armonizzare le scelte di lungo periodo con le attività da compiere nel breve.

Considerando una società da un punto di vista modulare, va evidenziato come ogni livello gerarchico e di responsabilità abbia degli obiettivi precisi e diversi tra loro, che però mirano ad uno scopo comune e pertanto sono interdipendenti e devono rispettare un principio di coerenza.

In ambito accademico si è soliti distinguere tra strategie di corporate, di business e di singola funzione, di seguito descritte brevemente.

- Le strategie di corporate vengono determinate dai vertici della società ed hanno lo scopo di circoscrivere l'ambito competitivo e le modalità di utilizzo delle risorse al fine di raggiungere gli obiettivi prefissati. Le questioni affrontate sono di vasta portata e spaziano dalla cultura aziendale, alla concorrenza, alla diversificazione, alle interrelazioni e le sinergie tra le aree d'affari ed ai problemi ambientali e sociali, cercando di creare una corrispondenza tra le risorse disponibili e le opportunità e minacce dell'ambiente. I problemi tipici affrontati da una strategia di corporate riguardano dunque in quali mercati entrare, a quali prodotti dare priorità, se acquisire altre imprese e quali, se diversificare o disinvestire e in che modo, fino a che punto integrarsi verticalmente, ovvero esplorare le diverse alternative perseguibili per crescere in modo sostenibile.
- Le strategie di business sono invece relative alle singole SBU (unità di business), ovvero parti dell'organizzazione che si configurano come dei centri di profitto, la cui articolazione può essere basata su prodotti, mercati o divisioni operative. Lo scopo di tali piani è la ricerca del vantaggio competitivo circoscritto alle attività di loro competenza, attraverso la gestione ottimale delle attività della catena del valore.
- Le strategie funzionali sono infine quelle necessarie a guidare l'operato dei manager responsabili delle singole funzioni, di cui ogni SBU è composta.

1.1.1. L'implementazione delle strategie di corporate

L'ambito entro il quale l'impresa opera può essere circoscritto attraverso l'utilizzo di tre dimensioni: il grado di integrazione verticale dell'impresa rispetto alla filiera dell'industria, la diversificazione, ovvero il numero di prodotti e servizi offerti e la diversificazione geografica, il numero di paesi ed aree nei quali si compete (Collins, 1995).

La crescita può essere perseguita seguendo una o più di queste dimensioni, implementando una strategia di corporate che espanda l'ambiente competitivo di riferimento; vengono generalmente identificate quattro modalità attraverso cui portare a termine tale obiettivo:

- Solo venture; il perseguimento degli obiettivi strategici in questo caso avviene senza il ricorso ad accordi, alleanze, acquisizioni e fusioni.
- Alleanze strategiche; si tratta di accordi tra due o più imprese finalizzati a condividere conoscenze, competenze e risorse, così da raggiungere insieme obiettivi specifici che creino un vantaggio competitivo (Gulati,1998). Gli obiettivi sono spesso riconducibili a: rafforzamento della propria posizione competitiva, entrata in nuovi mercati, protezione in caso di incertezza sui mercati, accesso a risorse ed asset complementari nonché a nuove competenze. Le alleanze strategiche si distinguono fondamentalmente tra non equity ed equity, le prime realizzate attraverso la stipula di contratti (fornitura, *licensing* ad esempio) mentre le altre attraverso la partecipazione nel capitale di un altro soggetto, che le rendono maggiormente vincolanti.
- Le *Joint venture* costituiscono una fattispecie di accordo strategico, che comporta la creazione di una organizzazione terza ad opera di due imprese per un fine specifico; visto l'impegno significativo che comporta e l'orizzonte temporale su cui si articola alcuni studiosi la considerano come una opzione strategica che spesso precede una M&A (al pari degli accordi strategici di tipo equity).

- I *network* strategici sono una serie di alleanze tra imprese, volte al perseguimento di un obiettivo comune, caratterizzati da legami e da nodi: ogni nodo ha compiti e svolge attività diverse e complementari ed ogni legame è diverso per intensità e durata; il *network* ha il vantaggio di essere flessibile e consente l'internazionalizzazione anche di imprese medio piccole, d'altra parte però si basa sulla cooperazione e non ha strumenti di controllo e coordinamento vincolanti come una rete creata attraverso l'acquisto del pacchetto di maggioranza di un altro soggetto.
- Fusione e acquisizioni, di cui si parlerà in modo approfondito nel capitolo successivo.

1.2. L'acquisizione

L'implementazione di una strategia competitiva di corporate, formalizzata attraverso un *business plan*, può avvenire, come detto, attraverso la crescita interna (solo venture) o stringendo accordi strategici di varia intensità: partnership, *agreement*, JV, acquisizioni e fusioni. La scelta è influenzata dall'ammontare degli investimenti richiesti, dal grado di controllo offerto, dal livello di rischio e dal grado di reversibilità del legame.

Il controllo su risorse, competenze e *asset*, tangibili e intangibili, nonché la velocità con cui può essere conclusa rendono le M&A la modalità più diffusa tra le alternative di crescita inorganica; sono definite come operazioni straordinarie cui le imprese fanno ricorso per realizzare lo sviluppo dimensionale.

Insieme ad altre operazioni di concentrazione sono finalizzate ad aumentare o mantenere il vantaggio competitivo di soggetti che cercano di acquisire il controllo di mercati e settori spesso lontani da quelli di riferimento. Sono processi volti alla creazione di reti ed interrelazioni che "scavalcano" vincoli economici ed istituzionali e che influenzano fortemente la vita, gli obiettivi e le attività delle imprese coinvolte.

Da un altro punto di vista possono essere considerate strumenti di consolidamento della *leadership* soprattutto in contesti nei quali le dinamiche competitive e le regole renderebbero velleitario qualsiasi tentativo di imposizione

Le entità così create risultano un enorme veicolo di scambio e trasmissione di conoscenze e informazioni, raccolte nei contesti specifici ed elaborate dal centro così da poter essere fruibili da tutti i “rami” della società, consentendo la diffusione di buone pratiche, tecnologie e competenze manageriali altrimenti difficilmente accessibili. Dal punto di vista del soggetto acquisito, nel caso specifico una azienda italiana che produce pasta, l’acquisizione (ovvero l’ingresso in un sistema globale) consente di varcare i confini nazionali e di sfruttare la rete messa a disposizione dal gruppo per poter raggiungere nuovi mercati e consumatori e perfezionare un processo di internazionalizzazione.

La creazione di queste interdipendenze, strumentali al trasferimento di capacità strategiche, può portare a frizioni tra i soggetti protagonisti dell’operazione; se non si riescono ad armonizzare le peculiarità delle imprese coinvolte ed a bilanciare necessità di accentrato e di controllo con bisogni di discrezionalità nelle decisioni operative, la fase di integrazione non verrà realizzata e ciò potrebbe portare al fallimento dell’operazione stessa.

1.3. *Merger waves: le m&a da un punto di vista macroeconomico*

Lo studio dei fenomeni di M&A da un punto di vista macroeconomico consente di raggruppare tali operazioni in onde, che occorrono in corrispondenza di determinate congiunture economiche e che coinvolgono per la stragrande maggioranza società quotate. Alcuni studiosi sostengono che le *merger waves* avvengano in concomitanza di *shock* industriali e tecnologici (Martynova e Renneboog, 2008; Brealey e Myers, 2003) come cambiamenti nelle normative, nuove tecnologie emergenti, nuovi canali e modalità distributive, nuovi prodotti sostitutivi e così via; altri sostengono invece che questi fenomeni siano guidati dal mercato, ed in particolare che vengano sfruttati periodi

in cui le azioni del *bidder* sono sopravvalutate per acquistare gli *asset* di società in quel momento sottovalutate (Rhodes – Kropf e Viswanathan, 2004). La prima teoria sembra trovare comunque maggiori conferme empiriche.

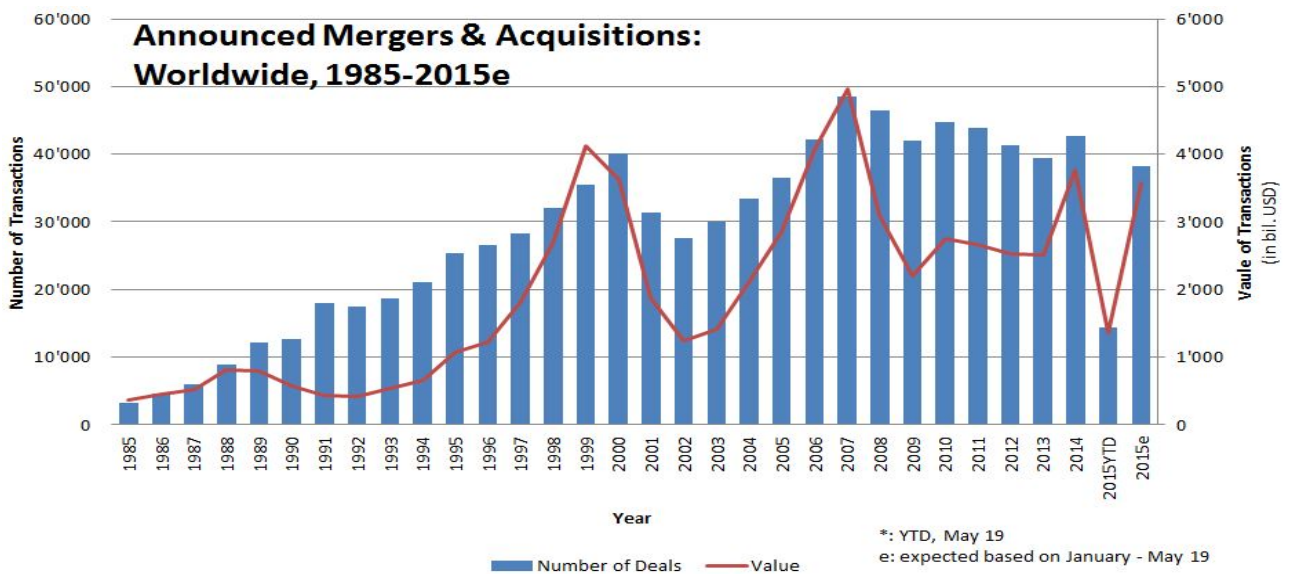
Numerose ricerche hanno inoltre dimostrato che vi è una correlazione positiva e unidirezionale tra le operazioni aggregate di acquisizioni ed il prezzo delle azioni (Barro,1990; Fama, 1990; Benzing, 1991); questo risulta visibile soprattutto guardando l'andamento dei prezzi delle società obiettivi delle operazioni. Un aumento del valore delle azioni, *bull markets*, può essere usato come *proxy* di un maggiore ottimismo sui mercati e di progressivo aumento del benessere, che guida la crescita delle imprese e le spinge a compiere investimenti produttivi; per la velocità che comportano, queste possono utilizzare le acquisizioni a discapito della crescita interna. A tale ipotesi si contrappone quella che viene definita *bargaining theory* (Goble e White, 1988; Lev, 1992); durante periodi negativi nell'economia, *bear markets*, le inefficienze manageriali vengono "ingigantite" e il calo del valore delle azioni è più diffuso; questo fenomeno rende alcune imprese più appetibili, perché possono essere acquisite ad un prezzo minore del loro valore potenziale. I critici di questa seconda teoria sostengono che dall'inizio degli anni novanta l'obiettivo si sia spostato sempre più verso creazione di valore a discapito della crescita dimensionale e dunque questa ipotesi ha, mano a mano, perso validità e riscontro empirico (Holmstrom e Kaplan, 2001). Altri fattori secondari sono stati individuati negli anni come possibili indicatori di fenomeni aggregati di M&A, quali: i tassi di interesse (Benzing, 1991; Shapiro, 1995), che rendono meno costoso il capitale; i tassi di cambio (Froot & Stein, 1991), che rendono vantaggiose le operazioni *cross-border* verso paesi con valute più inflazionate, la produzione industriale (Jensen,1991; Andrade, Mitchell & Stafford, 2001), ovvero l'acquisto di maggior capacità produttiva o l'ingresso in nuovi mercati per "smaltire" quella a disposizione.

Vi sono d'altra parte delle caratteristiche peculiari di ogni *wave*, che si vanno ad aggiungere alle ragioni comuni sopra citate, quali ad esempio: l'emergere di nuove tecnologie (es. internet, più

recentemente l'e-commerce e *l'internet of things*) ed il tipo di transazioni (orizzontali, verticali, conglomerate etc.). Se durante gli anni ottanta sono stati creati, attraverso M&A e forte ricorso al debito, enormi conglomerati spesso eccessivamente diversificati ed inefficienti (che nel tempo sono stati "puniti" dagli investitori attraverso l'applicazione dei così detti "sconti da conglomerata" e da concorrenti con maggior capacità competitiva), con l'avvento della globalizzazione e della competizione si è assistito progressivamente a fenomeni di disinvestimento (la "Ebro foods" ne è un esempio) e ad una maggiore focalizzazione e consolidamento del core business: queste operazioni straordinarie sono diventate strumento di diversificazione correlata e geografica, nonché di integrazione verticale; l'impresa "globale" può selezionare e internalizzare fornitori di eccellenza, distributori (per ridurre la distanza con il cliente finale ed aver maggior controllo sui prezzi), società che utilizza per svolgere attività di ricerca e sviluppo o soggetti che producono beni/servizi complementari e attraverso i quali realizzare prodotti con un maggiore valore aggiunto (ad esempio l'acquisizione di Palm da parte di HP per lo sfruttamento dei loro sistemi operativi).

Ad avvalorare questa tesi vi sono numerosi studi che dimostrano come il 40% delle acquisizioni avvenute tra il 1998 ed il 2000 fosse di tipo *cross-border* (Hitt,2001). Dal 2001 al 2003 si è assistito ad un trend negativo legato soprattutto alla bolla ".com" e ad una successiva risalita tra il 2004 ed il 2007, frenata nuovamente da una crisi finanziaria, quella dei *subprime*.

Il grafico che segue mostra esattamente quanto detto in precedenza: si evidenziano dei picchi in termini sia di numero che di valore delle operazioni di M&A negli anni precedenti alle due bolle speculative, in un momento del qual vi era grande euforia sui mercati e molti titoli risultavano sopravvalutati.



fonte: Meb Faber research.

1.4. I MOTIVI CHE GUIDANO UNA ACQUISIZIONE

Una strategia volta alla creazione di valore può essere perseguita sia attraverso la crescita interna, anche detta organica, sia attraverso la crescita esterna, o inorganica: *“buy growth to sustain your own growth rate”*. Le numerose ragioni che rendono una acquisizione strumentale al perseguimento della strategia possono essere divise in due macro categorie in relazione ai loro driver: ragioni *“intra-firms”* e ragioni *“market-driven”*.

INTRA FIRMS

In questo caso le operazioni sono guidate dalle risorse e dalle competenze specifiche dei soggetti coinvolti e dagli effetti positivi che si presume la combinazione di queste caratteristiche possano produrre.

1.4.1. Le sinergie

Dal greco συνεργῶ (συν: insieme; εργῶ: operare, agire), viene definita come l’azione combinata e contemporanea di più elementi in una stessa attività, per il raggiungimento di uno stesso scopo o

risultato, che comporta un rendimento maggiore di quello ottenuto dai vari elementi separati (enciclopedia Treccani).

Il principale motivo che viene citato come driver delle M&A è lo sfruttamento delle sinergie realizzabili attraverso lo svolgimento congiunto di attività fino a quel momento separate (Trautwein, 1990; Damodaran, 2005; Lenz, 2008; DePamphilis, 2011). Alla base del concetto di sinergia vi è l'idea che “ l'insieme è maggiore della semplice somma delle parti” (Ansoff, 1965); in accordo con questa idea l'interazione e l'utilizzo congiunto di risorse e competenze è in grado di generare un valore maggiore rispetto alla situazione nella quale le parti agiscono indipendentemente. Tale valore può essere creato in diversi modi, ad esempio la riduzione del costo medio unitario dovuto ad un maggior utilizzo di capacità produttiva o l'aumento delle vendite legato a progetti di *cross-branding*.

Ansoff (1965) ha diviso, per primo, le sinergie in quattro categorie: “ sinergie commerciali ” (realizzate attraverso l'utilizzo congiunto di canali distributivi e magazzini), “ sinergie operative “ (realizzate attraverso un maggiore sfruttamento degli impianti, che crea vantaggi sia di scala che di scopo e un maggior avanzamento sulla curva di apprendimento), “sinergie degli investimenti” (sia investimenti relativi a materie prime utilizzate in più linee produttive che investimenti in ricerca e sviluppo, marketing ed altre voci “fisse”), “sinergie manageriali” (trasferimento di competenze organizzative e gestionali). A metà degli anni ottanta venne proposta una classificazione in tre categorie (Chatterjee, 1986): “sinergie finanziarie” (relative alla possibilità di ridurre il costo del capitale), “sinergie operative” (riferite alla possibilità di ridurre i costi di produzione di beni e servizi), “sinergie collusive” (riconducibili alla possibilità di sfruttare il maggior potere di mercato e di aumentare i prezzi); le prime due potevano a loro volta essere definite come sinergie *efficiency based* .

Recentemente Damodaran (2005) e DePamphilis (2011) hanno proposto una divisione delle sinergie in due macro aggregati: operative economie di scala e di scopo, maggior potere di mercato

e dunque controllo sui prezzi, miglior trasferimento del know how) e finanziarie (maggiore capacità di indebitamento, minor costo del capitale, benefici fiscali). Anche Bruner (2004) propose una divisione in due categorie, utilizzando però un diverso criterio di classificazione: sinergie derivanti da *assets in place*, che dipendono dalla capacità del management di sfruttare opportunità presenti (riduzione dei costi, aumento del fatturato, migliore sfruttamento degli asset e aumento dell'efficienza finanziaria); sinergie derivanti da *real options*, ovvero sinergie la cui realizzazione dipende da un evento “scatenante “ del quale non si ha certezza (opzione *growth*, opzione *defer*, opzione *exit*, opzione di modifica della dimensione operativa e opzione *switch*).

Nonostante la numerosa letteratura a riguardo ed il fatto che siano una delle principali ragioni che guidano una acquisizione, la sopravvalutazione delle sinergie o la mancata realizzazione sono la principale ragione che porta al fallimento dell'operazione (Chatterjee, 2007; Kummer e Steger, 2008; KPMG, 2011). Per questa ragione, oltre ad essere considerate il principale scopo dell'accordo, i fattori che ne influenzano la realizzazione vanno indagati in modo approfondito ed anzi vanno utilizzate come filo conduttore durante tutto lo svolgimento delle fasi dell'operazione. Martin e Shalev hanno dimostrato come la trasparenza del target (ovvero quante informazioni sono disponibili – livello di *disclosure* – e quanto sono affidabili) nella fase di preselezione è direttamente legata ai guadagni sinergici nelle M&A una volta che queste vengono perfezionate.

La prima occasione che ha una impresa di valutare l'effettivo valore delle sinergie ed il loro grado di realizzabilità è durante la fase di *due diligence*: la consapevolezza dell'effettivo valore che andranno a creare, del tempo che sarà necessario a realizzarle, la durata nel tempo del vantaggio che verrà creato e la probabilità che si realizzino sono informazioni fondamentali per la determinazione del *bidding price*. Questo processo risulta anche importante perché influenza il tipo di struttura organizzativa e di interrelazioni che sarà più adeguato instaurare: la volontà di ridurre i costi, ad esempio, comporta un maggior grado di accentramento e riorganizzazione degli impianti,

la vendita incrociata può rendere necessario ripensare la logistica dei centri di stoccaggio, dei magazzini e dei canali distributivi e così via (Pablo, 2004; Zaheer, Castaner e Soude, 2013).

La categorizzazione più utilizzata, perché tra le più accurate, è quella di Bruner (2004). Il primo *step* è la differenziazione delle sinergie in base alla loro fonte: sinergie derivanti da *asset* o attività *in place* e sinergie derivanti da opzioni reali; all'interno di queste categorie viene fatta una ulteriore suddivisione.

1.4.2. Sinergie derivanti da “asset in place”

Questo tipo di sinergie deriva dalla replicazione e dalla condivisione di risorse e competenze che sono sotto il controllo dei manager; per questo motivo il loro payoff è prevedibile. Ne vengono identificati cinque diversi tipi:

- razionalizzazione degli *asset*: eliminazione degli *asset* in eccesso volta a creare risparmi di costo e riduzione dei costi medi unitari totali (ad esempio riorganizzazione delle sedi e degli uffici o sfruttamento delle economie di scala e di scopo). Questo tipo di sinergia produce un vantaggio che non si prolunga nel tempo, ma è limitato al momento in cui si realizza.

- Riduzione dei costi: tali risparmi dipendono dal tipo di entità coinvolte e dalla tipologia di acquisizione che si realizza; nel caso sia di tipo orizzontale si può ottenere maggior potere contrattuale e maggiori economie, nel caso sia verticale si eliminano degli intermediari nella filiera così da ottenere un costo minore degli input; a ciò si aggiunge maggior efficienza nei processi e nella logistica derivante dal trasferimento di *know how* e *best practises*.

- Aumento dei ricavi: l'ottenimento di maggiori ricavi è in prima istanza legato alle attività di *cross selling* e *cross branding*; in secondo luogo l'acquisizione o la fusione garantiscono l'accesso a nuovi canali distributivi, a competenze di marketing nonché a personale qualificato. E' necessario notare tuttavia che, rispetto alle sinergie di costo, l'ottenimento di maggiori ricavi non è legato esclusivamente a variabili interne: variabili esogene, quali il comportamento dei consumatori e la

reazione dei competitors, rendono molto meno affidabili le stime fatte *ex ante* (uno studio di McKinsey del 2004 ha mostrato come nel 70% dei casi si fallisca nel raggiungimento dell'aumento di ricavi pianificato, mentre ciò avviene solo nel 40% dei casi in relazione alla riduzione dei costi).

- Riduzione del carico fiscale: tale riduzione può avvenire sia tramite lo sfruttamento di un aumento del *depreciation tax shield* o attraverso il trasferimento di perdite operative.

- Sinergie finanziarie: si riferiscono all'ottenimento di un minor costo medio ponderato del capitale (WACC), realizzabile o attraverso una miglior diversificazione (e dunque un minor rischio idiosincratco) o grazie all'accesso a capitale di debito in paesi in cui è meno costoso (il rischio paese è più basso, il *credit crunch* è contenuto e così via). D'altro canto l'impresa potrebbe decidere di mantenere il costo del capitale allo stesso livello di quello pre operazione, ma con la possibilità di modificare la propria struttura finanziaria (aumenta la capacità di indebitamento).

1.4.3. Opzioni reali

La combinazione di due imprese precedentemente autonome apre la strada a nuovi investimenti e nuove opportunità di crescita, consente di raggiungere una migliore posizione competitiva o di avere maggiore flessibilità nel modificare la strategia. La realizzazione di queste sinergie dipende dalla volontà e dalla capacità del management di sfruttare delle opzioni, che Bruner identifica in:

- Sinergie derivanti da opzioni di crescita. La scelta di combinare due società, le loro risorse e competenze, crea l'opportunità di crescere in determinati business.

- Sinergie derivanti dall'opzione *exit*. L'acquisizione consente anche maggior flessibilità circa le decisioni di disinvestimento in settori saturi o in mercati non più profittevoli; questo vale particolarmente per le M&A *cross-border*, dove l'acquirente può permettersi di disinvestire in tutto o in parte nel suo mercato geografico di origine.

- Opzione *defer*. Può essere profittevole aspettare prima di compiere investimenti vincolanti o progetti rischiosi fin quando non si ottengono maggiori informazioni a riguardo o qualche tipo di tutela legale.
- Opzione di modificare la dimensione operativa. La capacità di modificare la propria strategia in modo molto più rapido (sfruttare un network distributivo consolidato per accelerare un processo di internazionalizzazione per esempio).
- Opzione di *switch*. Fa riferimento alla capacità di modificare il mix di input e output a seconda dei cambiamenti di variabili di mercato stabilizzando il flusso di *cash flows*.

1.4.4. Le sinergie negative

Quando si parla di sinergie negative si fa riferimento a quelle sinergie che, attraverso la combinazione delle due società, distruggono valore; nella fase di valutazione vanno indagate con molta attenzione, perché sono spesso la causa delle discrepanze tra quanto ipotizzato e l'effettivo valore dell'accordo ed il principale motivo del fallimento delle attività di integrazione post chiusura. Tra le più comuni vi sono: differenze nelle politiche contabili (utilizzo di principi contabili diversi, difficili da armonizzare), differenza nelle politiche retributive e nella gestione delle risorse umane (che possono causare frizioni e conflitti, nonché riluttanza nella collaborazione, fino alla perdita di talenti chiave), diseconomie di scala o di scopo (che vanificano le sinergie positive di riduzione dei costi), investimenti eccessivi e soprattutto incompatibilità delle culture aziendali (concetto che spazia dal sistema culturale e di valori all'etica professionale).

1.4.5. Economie di scala e di scopo

Le economie di scala e di scopo sono considerate la principale fonte di sinergie operative, attraverso cui è possibile raggiungere riduzioni di costo, specialmente nel caso di acquisizioni orizzontali (O'Shaughnessy e Flanagan, 1998; Capron, 1999). Da sole possono garantire sostanziali miglioramenti in termini di efficienza: lo svolgimento condiviso di attività e lo sfruttamento

congiunto di risorse (produzione, marketing, vendite, strutture, canali distributivi, ricerca e sviluppo e così via) nonché un maggior sfruttamento della capacità produttiva consentono al soggetto risultante dall'acquisizione di "distribuire" i propri costi fissi su una maggior quantità di prodotti (Shepherd, 2003); il trasferimento di *know how* consente inoltre di abbattere ulteriormente il costo unitario grazie ad avanzamenti più rapidi sulle curve di apprendimento. Nel caso di economie di scala questi progressi vengono realizzati su una singola *value chain*, mentre nel caso di economie di scopo sono realizzati attraverso diverse *value chains*. Facendo leva su questi vantaggi competitivi, il nuovo soggetto può incrementare i propri margini mettendo in atto strategie, a livello di business, di differenziazione rispetto ai competitors o di *cost leadership*.

1.4.6. Accesso ad asset e risorse complementari

Nell'era della globalizzazione e del continuo miglioramento delle tecnologie, le strategie di crescita interna, per quanto più sicure, richiedono molto più tempo per essere implementate; vi sono competenze che richiedono anni per essere sviluppate, *asset* non replicabili per il costo dell'investimento, la difficoltà di imitazione o per la tutela legale che li protegge e risorse scarse, non accessibili. Attraverso le M&A si può rapidamente accedere a risorse e competenze che sono possedute o controllate da altre società (Hitt, 1996; Teece, 1997). Tra gli esempi più classici possono essere citate: competenze specifiche e *know how*, riconoscibilità del marchio, reputazione finanziaria, canali distributivi, brevetti, network istituzionale e con altri soggetti economici. In alcuni settori (come ad esempio nel farmaceutico) è prassi comune che le acquisizioni vengano utilizzate come alternativa alla ricerca e sviluppo. Nel settore del *food and beverages* le principali ragioni sono relative alla volontà di acquisire competenze circa i processi, la volontà di sfruttare il marchio (specialmente quando si tratta di marchi del *made in Italy*) nonché la reputazione relativa alla qualità del prodotto e delle materie prime utilizzate.

1.4.7. Potere di mercato

Le posizioni circa la possibilità di ottenere un maggior potere di mercato attraverso un M&A risultano discordanti; secondo alcuni studi le imprese utilizzano con successo le acquisizioni per aumentare il proprio “peso” (Trautwein,1990; Gomes, 2011), mentre altri sostengono che le società non traggono particolare beneficio dalle posizioni competitive raggiunte (Eckbo,1993; Sharur, 2005). I soggetti che utilizzano le acquisizioni principalmente per questo scopo puntano all’eliminazione di un competitor attraverso il suo assorbimento ed a guadagnare un maggior potere di mercato nell’ambiente competitivo risultante. Nella definizione di Chatterjee questo tipo di vantaggio rientra tra le sinergie collusive.

Nei settori dove le economie di scala sono importanti , l’M&A può inoltre creare delle forti barriere all’entrata; è chiaro che queste operazioni sono monitorate dall’antitrust affinché non risultino dannose per la concorrenza e per i consumatori; visto l’alto grado di concentrazione del settore della pasta in Italia (dominato da Barilla con circa il 40% di market share) e la graduale crescita della quota di Garofalo negli ultimi anni, tra i motivi che hanno portato a questa acquisizione possiamo annoverare la volontà di non aumentare il numero di competitors e dunque il livello di competizione ma di prendere il controllo di un soggetto già operativo con buone prospettive di crescita.

1.4.8. Diversificazione geografica

Le acquisizioni possono avvenire tanto tra soggetti operanti nello stesso paese, tanto tra imprese operanti in paesi diversi: in questo caso si parla di M&A *cross-border*. Il fine è quello di espandere la propria attività in nuovi mercati, con diverse condizioni competitive, diversa regolamentazione, diverse abitudini di consumo e diversi tassi di crescita della domanda (Penrose, 1995); consente, in altre parole, di bilanciare le performance in diverse aree geografiche e di stabilizzare quella complessiva, riducendo il rischio e favorendo la crescita. Chiaramente non sono l’unica modalità di entrata in nuovi mercati, ma stanno diventando la modalità predominante di internazionalizzazione

o di ulteriore multinazionalizzazione (Nocke e Yeaple, 2007; UNCTAD, 2013): vengono definiti come investimenti diretti esteri mediante l'acquisto di *stock* di un'impresa operante nel paese ospitante (Barkema e Vermeulen, 1998; Kogut e Singh, 1988; Newburry e Zeira, 1997); se l'operazione porta all'acquisto del pacchetto di maggioranza, l'acquirente diviene la società controllante. Nonostante l'altro grado di rischio, garantiscono l'accesso a due asset fondamentali: competenze e risorse peculiari e *know how* specifico di quel paese e network (Caves, 1996). D'altra parte va considerato che il trasferimento di risorse e competenze diventa più difficile quando avviene tra paesi diversi (Nocke e Yeaple, 2007), sia in relazione alle modalità di condivisione che alla capacità di recepimento.

Per quanto riguarda invece le ragioni di mercato, si evidenzia che questo tipo di acquisizioni non sono legate a specifiche imprese ma a variabili di settore o dell'ambiente economico nel suo complesso.

1.4.9. Anticipazione o imitazione

Questo atteggiamento può essere ricondotto alla teoria “comportamentale dell'impresa” di Cyert e March (1963) ed al concetto di razionalità procedurale che sopperisce all'impossibilità di avere tutte le informazioni necessarie a prendere decisioni “massimizzanti”.

Secondo Shiller (1998) un possibile *driver* nelle M&A è quello che lui definisce *fads* (capricci) : quando una impresa annuncia un accordo con delle prospettive di redditività molto elevate, i concorrenti ed altre imprese tenderanno ad imitare la “mossa strategica”. Il razionale risiede, soprattutto nel caso in cui si tratti di concorrenti diretti, nello sfruttamento dell'opportunità di perseguire una strategia di creazione del valore ed evitare di perdere quote di mercato.

In altri studi tali strategie vengono definite di “minaccia reciproca” , e sono tese ad evitare che il concorrente diretto abbia il controllo completo di un settore o di un segmento, attraverso il quale possa generare abbastanza cash flow per accrescere la propria posizione competitiva altrove.

Di contro vi sono imprese che cercano di anticipare i concorrenti nell'acquisizione di target appetibili, soprattutto se il numero di imprese con quel valore e con quelle prospettive è molto limitato (Toxvaerd,2002); è dimostrato che mediamente i *first movers* ottengono dei rendimenti più alti di coloro che partecipano alla *merger wave* in un secondo momento (Carow, Heron e Saxton,2004).

1.4.10. Shock industriali

Uno *shock* sui mercati viene indicato come possibile causa di M&A da parte di molti ricercatori: tra i primi Coase (1937) teorizzò un incremento delle acquisizioni a seguito di cambiamenti nella tecnologia (così dette discontinuità tecnologiche) e di aumento dei costi nella ricerca e sviluppo. Di contenuto simile era la teoria delle “turbolenze economiche” di Gort (1969), che identifica un rapporto causa effetto tra gli shock industriali e le M&A, poiché l'alternativa *buy* diventa più conveniente.

In aggiunta a questi shock di entità maggiore si registrano delle turbolenze secondarie che comunque contribuiscono a creare situazioni favorevoli per questi fenomeni: aumento nella regolamentazione, deregolamentazione, liberalizzazione degli scambi, modifiche del sistema fiscale, politiche antitrust. L'esempio più lampante di deregolamentazione è rappresentato dall'epoca delle privatizzazioni che alla fine degli anni novanta ha provocato la “quinta ondata di acquisizioni”, di cui il 40% circa fuori dai confini del paese di provenienza; per quanto concerne la regolamentazione, si pensi ai requisiti patrimoniali imposti da Basilea 2 e 3, che sta costringendo il sistema bancario ad una forte riorganizzazione e concentrazione (i confidi ex 106 in Italia ne sono un esempio paradigmatico); in relazione, infine, alla liberalizzazione degli scambi si pensi a cosa ha comportato la creazione del mercato unico europeo o cosa potrebbe comportare l'approvazione del TTIP tra Europa e Nord America.

1.4.11. m&a parallele

Oberg e Holtstrom (2006) hanno sviluppato la teoria delle acquisizioni parallele secondo la quale una acquisizione tra fornitori può portare ad una acquisizione anche a valle, o viceversa. Questo avviene per evitare che i fornitori o gli acquirenti acquistino eccessivo potere contrattuale, rendendo meno attrattivo il settore (almeno in accordo con il modello delle cinque forze di Porter).

1.4.12. Condizioni favorevoli di mercato

A causa di eventi congiunturali di natura esogena ed endogena, le azioni di una società *target* potrebbero essere sottovalutate o viceversa quelle del *bidder* sopravvalutate, rendendo la transazione meno onerosa (l'acquirente spende meno denaro o emette meno azioni); è chiaro che queste valutazioni restano tali solo nel breve termine (se si considera valida la teoria della convergenza dei prezzi sui mercati finanziari) e dunque nel medio lungo termine questo tipo di acquisizioni possono distruggere valore e la società risultante dall'operazione potrebbe pagare un notevole sconto sulle proprie azioni (DePamphilis, 2001). Un discorso a parte va fatto per le acquisizioni *cross-border*: in questo caso la differenza nella valutazione può essere attribuita a diverse condizioni nei mercati di riferimento. Secondo uno studio condotto da Erel, Liao e Weisbach (2011) le società operanti in paesi nei quali il mercato azionario è in fase di crescita e dove i *market to book ratios* sono più alti tendono ad acquisire società operanti in paesi in cui si registrano performance minori.

1.5. Le fasi del processo di acquisizione

Il processo che porta dalla scelta del possibile *target* alla chiusura dell'accordo può essere suddiviso in un prima fase di pianificazione e da una fase successiva di implementazione. L'insieme di queste attività e gli *step* necessari a realizzarle vengono formalizzate nel piano di acquisizione, che fa parte di un più esteso piano di business, in cui è delineata la strategia della corporate.

1.5.1. Acquisition plan

L'attività di M&A deve essere organizzata in un processo controllato, ovvero un insieme di procedure necessarie a gestire tutte le attività inerenti alla transazione e guidata da un responsabile unico del progetto. Ogni contesto richiede una analisi a sé stante per le caratteristiche uniche che presenta; vi è tuttavia una struttura generale che prevede la determinazione di:

- Obiettivi: che dovranno essere realizzabili e coerenti con la strategia complessiva di corporate, di tipo sia finanziario (incremento di profitti, rendimenti e *cash flow*) che non finanziario (accesso a linee di prodotto, brevetti, marchi e a nuovi mercati).
- Valutazione di risorse e competenze che si hanno a disposizione e che si vogliono impegnare nell'accordo (*cash flow* in eccesso e finanziamenti sotto forma di equity o di debito), anche alla luce del grado di rischio associato.
- Linee guida nelle fasi di ricerca e selezione dei potenziali target e sulle modalità di gestione della trattativa.
- Organizzazione degli *step* attraverso la stesura di un cronoprogramma.

Prima di compiere le attività operativa andrà determinato nello specifico chi saranno i soggetti autorizzati a prendere le decisioni; andranno stabiliti i sistemi di controllo e le modalità di trasmissione e analisi dei flussi informativi; verranno fissate le linee guida per risolvere problemi

imprevisti. E' necessario infine far si che ogni fase venga svolta con chiarezza e con il livello di approfondimento necessario a raccogliere tutte le informazioni chiave.

1.5.2. La fase di implementazione: il primo contatto e la due diligence

Attraverso una serie di criteri primari di selezione avviene una scrematura preliminare dei possibili *target*: l'area geografica, la tipologia di business ed il valore confrontato con le risorse a disposizione per compiere l'operazione, la dimensione e l'esposizione al rischio aiutano a focalizzare la scelta su un numero limitato di società.

In un secondo momento i soggetti selezionati vengono analizzati in base alle loro caratteristiche specifiche, basandosi su informazioni pubbliche e *network* di relazioni, nonché ricorrendo ad intermediari specializzati, attraverso cui accedere ad informazioni privilegiate; in particolare si terrà conto di:

- segmento di mercato: quanto è estesa l'attività rispetto all'estensione del settore (valutabile attraverso diversi strumenti quale ad esempio la matrice di Abell) e la coerenza di questa posizione con gli obiettivi dell'acquirente.
- Linee di prodotto: in quanti business opera l'impresa *target* e quali hanno valenza strategica per l'acquirente.
- Redditività: ovvero tassi di rendimento attuali e attesi in relazione al volume di affari, *asset*, investimenti totali, valore aggiunto economico.
- Struttura finanziaria e grado di *leverage*.
- Quota di mercato e le prospettive di crescita rispetto al tasso di crescita del settore (matrici BCG, McKinsey)
- Compatibilità delle culture organizzative.

E' chiaro che questa analisi è necessaria perché l'acquisizione, a differenza dell'acquisto di *asset* o di un ramo d'azienda, non consente il così detto *cherry picking*: ci potrebbe essere una differenza

troppo marcata tra ciò che il *bidder* desidera sfruttare e controllare e ciò che viene acquisito attraverso questo genere di operazione.

Una volta selezionata la controparte più idonea, vengono avviati i primi contatti e, nel caso in cui vi siano buone probabilità che l'accordo si concretizzi, le parti sottoscrivono un accordo confidenziale ed una lettera di intenti; questa fornisce delle linee guida da rispettare durante le fasi che portano alla chiusura: vi sono delle condizioni vincolanti e condizioni che vengono fissate in un secondo momento.

Il prezzo e la modalità di pagamento non vengono determinati *ex ante*, perché non si è ancora in grado di valutare l'effettivo valore della società e delle sinergie e perché l'utilizzo di azioni, denaro o forme ibride dipendono da condizioni contingenti di mercato che possono modificarsi nel corso della trattativa.

I termini vincolanti che generalmente vengono utilizzati in una lettera di intenti sono invece i seguenti:

- Protezione di informazioni confidenziali. L'acquirente deve mantenere riserbo in relazione a tutte le informazioni private e sensibili del *target*, perché queste potrebbero influenzare tutti gli *stakeholders* e penalizzare la controparte.
- Accesso a documenti e registrazioni contabili. Fondamentale per avere un quadro verosimile delle performance storiche e di quelle attese.
- *Walk away fees*. Si tratta di una clausola che formalizza la serietà delle parti nel concludere l'operazione e le scoraggia ad abbandonare il progetto una volta che sono state avviate le trattative.
- Garanzia a non portare avanti altre trattative. Si fa riferimento all'impegno a mantenere contatti esclusivi con la controparte.

- Confidenzialità sulla trattativa per evitare ripercussioni sui mercati che incidono sul prezzo dell'accordo (già da Aprile 2014 iniziarono ad essere smentite le voci di una possibile acquisizione di Pasta Garofalo, avvenuta poi a giugno 2014; Il Mattino, 19 Aprile 2014).

L'espressione *due diligence* deriva dal latino “debita diligentia” e identifica il processo di revisione che viene messo in atto per analizzare valore effettivo e le condizioni competitive del *target*.

Raccoglie quell'insieme di attività svolte dall'investitore, necessarie per giungere alla una valutazione finale, che tenga conto delle possibili sinergie ed allo stesso tempo delle prospettive e dei rischi presenti e futuri.

Consiste nell'analisi di tutte le informazioni interne relative all'impresa oggetto dell'acquisizione, con particolare riferimento a: struttura societaria e organizzativa, business e mercato, fattori critici di successo, strategie commerciali, procedure gestionali, amministrative e operative così da poter valutare le sinergie di costo, di ricavi e le possibili opzioni esercitabili; si valutano inoltre dati economico-finanziari, per determinare la solidità, i livelli di performance e le sinergie di tipo finanziario realizzabili; infine gli aspetti fiscali e legali, nonché i rischi potenziali a confronto sia con i rendimenti attesi che con le opportunità sfruttabili.

E' la fase durante la quale si cerca di smentire o di confermare la valutazione del *target* fatta attraverso informazioni esterne e questo comporta il coinvolgimento di banche di investimento ed altri soggetti chiamati a fornire giudizi non arbitrari e più completi (Roberts e Sheridan, 2001; Makhija e Narayanan, 2007).

La raccolta e l'elaborazione delle informazioni avviene in delle apposite *data rooms* (ormai quasi esclusivamente virtuali) in cui confluiscono, vengono catalogati e analizzati tutti i dati raccolti, le interviste compiute e le analisi fornite da soggetti interni. Tutto il materiale a disposizione viene utilizzato per quantificare il valore presunto della società che si intende acquisire e per determinare un *range* all'interno del quale fissare il prezzo di offerta.

1.6. I metodi di valutazione

Oltre alle asimmetrie informative tra l'acquirente, la società target ed il mercato, a cui si cerca di sopperire attraverso il processo di *due diligence*, l'incertezza circa la realizzazione di determinati eventi futuri rende la valutazione molto complicata ed esposta ad errori di computazione. La letteratura a riguardo ha elaborato diverse teorie e modalità attraverso cui giungere ad un valore equo della società che verrà acquisita e delle sinergie che verranno generate attraverso l'acquisizione. Damoradan (2001) ha proposto di dividere il processo in tre fasi: in primis va valutata l'impresa *target* separatamente e nelle condizioni presenti (*as it is*), ovvero considerando l'attuale struttura finanziaria, le strategie di investimento, la politica di dividendi e tutte le altre variabili "endogene", sotto il controllo del management. Il secondo *step* prevede la valutazione del *corporate control*: si cerca di determinare il valore che l'impresa potrebbe avere se venisse gestita in modo più efficiente e tutte le risorse sfruttate nel miglior modo possibile e lo si confronta con il valore attuale, stimato nella prima fase (è chiaro che questa differenza potrebbe essere molto marcata o nulla ed è ciò che distingue le acquisizioni così dette ostili da quelle *friendly*, a seguito delle quali non avviene una sostituzione del management). Il terzo passo consiste nella valutazione delle sinergie realizzabili (positive) e di quelle potenzialmente dannose (negative).

1.6.1. Il valore del target "as it is"

Ogni impresa è unica nel suo genere. Tra tutti i metodi utilizzabili, è necessario scegliere quello più adatto al contesto specifico ed alle caratteristiche della società oggetto di valutazione; la *due diligence* fornisce delle informazioni molto preziose sotto questo punto di vista. E' inoltre consigliabile non fare affidamento su un unico metodo, bensì utilizzarne diversi (l'arbitrarietà di alcune assunzioni ed i limiti degli strumenti a disposizione potrebbero determinare valori irrealistici che porterebbero al *mispricing* del target) e separare sempre gli *asset* operativi da quelli

non operativi, così da non falsare il giudizio. Di seguito vengono elencati alcuni tra i metodi più comuni.

Book value method. La valutazione di una società attraverso il *book value method* riflette l'effettivo valore degli *asset* e delle *liabilities* così come iscritte in bilancio; la rappresentazione è di tipo contabile ed offre pochissime informazioni sulle potenzialità del soggetto. La natura stessa di questo metodo è focalizzata sulle prestazioni passate ed ignora le prospettive e le potenzialità future (Bruner, 2004; Schill,2008). Non considera inoltre gli *asset* intangibili, il cui valore spesso rappresenta la maggior parte del valore complessivo della società. I limiti appena citati lo rendono un metodo nella pratica scarsamente utilizzato (con le dovute eccezioni, come ad esempio le società immobiliari).

Liquidation method. E' un metodo che indaga il valore del target valutando quale importo si potrebbe ricavare dalla vendita di tutti gli *asset* separatamente al netto delle *liabilities* e di altre spese sostenute in fase di liquidazione. Nonostante sia poco usato, risulta utile per due precise ragioni: serve a valutare le c.d. *distressed firms* (Bruner, 2004; Schill,2008) e serve a determinare un valore minimo (*floor value*) dell'impresa *target* (Marren, 1993).

Metodo del costo di sostituzione. Il rationale alla base di questo metodo è lo stesso utilizzando nelle scelte di *make or buy*; viene valutato il costo che il target sosterebbe se dovesse rimpiazzare i suoi *asset*, le sue risorse e le competenze, ovvero quale sarebbe il costo di avviare il business da zero. Il punto debole di questo metodo sta nella difficoltà da parte di un soggetto esterno (ma anche dell'impresa stessa) di valutare il costo di sostituzione di *asset* intangibili (Bruner,2004) ed il valore attuale di una capacità competitiva costruita nel tempo; è chiaro d'altra parte che cercare di assegnargli un valore è fondamentale ed è parte integrante del processo di *due diligence*.

Market value method. Se il *target* è quotato e le sue azioni sono scambiate su mercati regolamentati, una volta moltiplicato il valore di una azione per il numero di azioni, si somma il valore di mercato del debito per ottenere il così detto *enterprise value*. Naturalmente i prezzi di mercato riflettono esclusivamente informazioni pubbliche e non informazioni private, che l'acquirente dovrebbe ottenere nel corso dell'operazione; questo valore può essere usato come punto di riferimento per la determinazione del prezzo di acquisto finale ,con i dovuti accorgimenti (Bruner, 2004). L'affidabilità dipende principalmente dalla liquidità dei titoli e dall'efficienza dei mercati su cui vengono scambiati, ovvero dalla capacità del prezzo di fornire informazioni sull'effettivo valore della società.

Comparable method: multipli di mercato. L'assunto alla base di questo strumento è che i fattori moltiplicativi di imprese comparabili quotate riflettano il generale andamento del mercato e la "attrattività " di uno specifico settore e dunque anche del *target*. Con fattore moltiplicativo si intende un rapporto tra il valore di mercato dell'equity o della società ed un indicatore di *income*: in base alle caratteristiche specifiche della società *target* e dell'industria, quali i *value drivers*, la ciclicità, la profittabilità, la concentrazione, la maturità vengono scelti dei moltiplicatori adeguati.

La prima criticità di questo metodo, che lo rende eccessivamente soggettivo, è il concetto di comparabile: la scelta del *panel* da utilizzare come *benchmark* è fondamentale per ottenere dei risultati significativi (Marren, 1993; Bruner 2004; Pwc, 2012); non basta infatti che appartengano allo stesso settore, ma devono condividere numerose altre caratteristiche, tra cui lo stadio di crescita, la struttura finanziaria, il livello di investimenti, la redditività.

Tra vantaggi, al contrario, vi è la possibilità di utilizzare tanto multipli storici che prospettici (basati su proiezioni di mercato) attraverso un numero molto minore di informazioni necessarie, più semplici da reperire.

E' stato tuttavia dimostrato come questa peculiarità risulti marginale rispetto ai forti limiti che lo caratterizzano: in primis è applicabile solo se effettivamente esistono imprese realmente comparabili; in secondo luogo restituisce risultati inconsistenti se vengono usate politiche contabili diverse (Marren,1993; Bruner,2004); infine il valore così determinato è fortemente distorto da turbolenze di mercato ,ovvero da periodi in cui le azioni dei soggetti inseriti nel *panel* sono sopra o sotto valutate (Reed, 1999; DePamphilis, 2011).

Comparables method: transazioni comparabili. E' un metodo basato sul valore e sul prezzo di transazioni comparabili avvenute in passato (il che presuppone che negli anni precedenti siano state compiute operazioni del genere); come per il metodo sopra citato, anche qui risulta fondamentale la ricerca di una operazione effettivamente comparabile. In più bisogna tenere conto del fatto che il prezzo pagato includeva la valutazione delle sinergie e di un così detto *control premium*, oltre alle considerazioni circa il contesto ed il momento specifico nei quali è stato determinato (Reed,1999) e che quindi bisogna isolare il valore *as it is* dalle altre componenti.

Metodo dei discounted cash flow. Il valore della società è determinato come il valore attuale dei *cash flow* che questa è in grado di generare in futuro, attualizzati ad un tasso (WACC o costo dell'equity) che tenga conto del rischio legato alla generazione dei flussi di cassa stessi; è un metodo che fornisce indicazioni circa le prospettive future di redditività del *target*, che sono di particolare interesse per il soggetto che compie la acquisizione. Nonostante sia preferito agli altri metodi sopracitati e risulti quello più affidabile e significativo, presenta dei limiti che è necessario tenere in dovuta considerazione. In primo luogo la società oggetto di valutazione viene valutata in ottica di continuità aziendale , o *going concern*, ovvero capace di generare flussi di cassa all'infinito nel tempo; affinché questo valore sia calcolabile, bisogna dividere la vita futura dell'azienda in *stages*.

Il primo, che di solito ha una durata che va dai 3 ai 10 anni, è quello nel quale si fanno delle previsioni esplicite su tutti gli elementi utilizzati nella determinazione del valore attuale: il tasso di

crescita dei *cash flow* è stimato anno per anno, così come il tasso di attualizzazione e (se si tratta di acquisizioni in valuta straniera) il tasso di cambio. In un secondo momento viene determinato il così detto valore finale, ovvero generabile dalla società da quel momento in poi; vanno utilizzate inferenze circa un possibile tasso di crescita stabile dei *cash flow* (che viene di solito eguagliato al tasso di crescita del PIL o dell'inflazione, con lo scopo di preservare il valore reale) e circa una struttura finanziaria ed un costo del capitale che rimarranno invariati nel tempo. Una valutazione approfondita richiede di sottoporre i *driver* che possono maggiormente influenzare i *cash flow* nel periodo considerato ad una analisi di sensibilità così da ottenere un ventaglio di valori con un accettabile livello di confidenza. Tali assunzioni perdono ovviamente affidabilità man mano che ci si allontana dall' "anno zero".

Visti i punti di forza ed i limiti dei singoli strumenti a disposizione, la combinazione di diversi metodi consente di ottenere un valore che effettivamente si avvicina al valore reale del *target*; è possibile ad esempio sfruttare la completezza dei DCF e la capacità di fornire informazioni di mercato dei *comparables methods*, così da approcciare alla valutazione da diversi punti di vista e tenere in considerazione tutti i fattori rilevanti.

1.6.2. Il valore del controllo

Si fa riferimento al valore che l'acquirente crede possa essere creato con le risorse e le competenze del *target* considerato come soggetto autonomo; non ha nulla a che vedere quindi con le sinergie ma si riferisce ad un giudizio *ex ante* relativo alle capacità gestionali del management dell'altra società: per questo motivo andrebbe definito "valore del controllo atteso" (Damoradan, 2005), proprio perché non dipende solo dai possibili miglioramenti introdotto dalla nuova proprietà ma anche dalla probabilità che questi siano realizzabili (ancora una volta il processo di *due diligence* dovrebbe fornire le informazioni necessarie a capire se la performance insufficiente è legata a carenze interne o ad eventi esogeni).

Alla base della valutazione sono utilizzati gli stessi elementi usati nella stima del valore attuale, perché *drivers* delle performance future (che il nuovo management potrebbe influenzare): i *cash flows*, il tasso di crescita della società ed il costo del capitale. Il nuovo manager potrebbe ad esempio selezionare investimenti più profittevoli o migliorare l'efficienza di quelli in atto per aumentare il livello di flussi di cassa; potrebbe focalizzarsi su investimenti con un ROI più alto, aumentare il tasso di reinvestimento degli utili o rafforzare il vantaggio competitivo così da estendere il periodo di crescita (periodo di previsione esplicita); infine cambiare la struttura finanziaria e rendere l'impresa più solida e liquida, così da ridurre il costo del capitale. A questo punto il *target* andrebbe nuovamente analizzato con il metodo dei DCF, considerando i nuovi valori che si presume di poter ottenere relativamente ai suddetti elementi.

1.6.3. Il valore delle sinergie

L'errata valutazione delle sinergie è uno dei principali motivi di fallimento di una M&A (Kummer e Steger, 2008; KPMG, 2011) ed è un procedimento molto delicato, esposto a diverse fonti di rischio; per questo motivo vanno identificate e valutate in modo approfondito. Anche in questo caso è conveniente adottare la classificazione proposta di Bruner, sinergie da *asset in place* e sinergie *real options*.

Sinergie asset o attività in place. Questo genere di sinergie dipendono dall'utilizzo combinato di risorse, *asset* e competenze sotto il diretto controllo dei rispettivi manager e pertanto da questi gestibili ed osservabili: le previsioni circa i flussi di cassa che sono in grado di generare sono sufficientemente affidabili; il metodo maggiormente utilizzato è quello dei DCF, con le dovute cautele (tra cui quella di scegliere un tasso di attualizzazione specifico per ogni sinergia, che rifletta il rischio della sua realizzazione - le sinergie di ricavo sono ad esempio più rischiose e per questo il loro valore dovrebbe essere attualizzato con tassi più alti di quelli usati per le sinergie di costo). E' lo stesso Bruner a proporre di utilizzare il costo del debito per le sinergie di costo e quelle *asset reduction*, il WACC per le sinergie finanziarie, il costo dell'equity per quelle di aumento di ricavi e

un tasso di rendimento definito “venture capital” (30%) per sinergie derivanti da progetti speculativi. Un secondo problema è la stima della durata delle sinergie, ovvero del tempo durante il quale continueranno a produrre effetti; in questo caso ci si affida alla prudenza, all’esperienza ed alla capacità di analisi.

Valore delle opzioni reali. Utilizzato ogni qualvolta vi sono dei vantaggi reciproci potenziali che non si fondano sullo sfruttamento di risorse e competenze già possedute e pertanto non possono essere prese in considerazione attraverso la stima di DCF.

Proprio perché si tratta di opzioni, la cui realizzazione dipende da scelte manageriali, molti ricercatori (tra i quali Kinnune, 2010) hanno suggerito di valutarle come se si trattasse di opzioni finanziarie, con il metodo di Black - Scholes (1973) o con quello binomiale; la valutazione circa l’esercizio dell’opzione spetta al *bidder*, ovvero colui che acquisisce il diritto attraverso il pagamento di uno *strike price* (in questo caso il valore del pacchetto azionario).

1.6.4. L’acquisition premium

L’ultimo passaggio per la determinazione del prezzo di offerta è la decisione da parte dell’acquirente di quale percentuale dei possibili benefici futuri “condividere” con il target. Il premio che si decide di pagare al di sopra del valore di mercato è parte relativo al valore delle sinergie e parte al valore attribuito al controllo (così detto *majority premium*); è chiaro che maggiore è il valore trasferito agli *shareholders*, minore sarà il valore residuo della transazione. La determinazione di questa percentuale dipende esclusivamente da considerazioni di tipo strategico e dal tipo di transazione (se l’acquisizione è ostile , il premio richiesto dagli *shareholders* per vendere le proprie azioni sarà più alto); numerose ricerche hanno dimostrato che in media i premi pagati oscillano tra il 30% ed il 50% del valore di mercato della società *target* (Krishnan, 2007) e che percentuali maggiori rappresentano premi eccessivamente alti che nella maggior parte dei casi provoca rendimenti negativi delle azioni dell’acquirente. Un’ altra ragione può essere la necessità, a

seguito del pagamento di un premio eccessivo, di realizzare rendimenti molto elevati, che spinge i manager a concentrarsi sui risultati di breve termine, perdendo di vista la sostenibilità di medio lungo.

1.7. Le acquisizioni friendly: i vantaggi reciproci

L'acquisizione può avvenire tramite contrattazioni di mercato tra due contraenti privati o attraverso un "rastrellamento", ovvero l'acquisto di azioni sui mercati ed una successiva scalata attraverso il lancio di un' OPA (offerta pubblica di acquisto). In questo ultimo caso si possono distinguere acquisizioni "amichevoli", che avvengono quando l'acquisto della partecipazione di controllo è concordata con il soggetto economico che la controlla, e scalate ostili, nelle quali l'ingresso nella compagine azionaria non era stata predeterminata. Alla base della decisione di effettuare una acquisizione ostile vi è l'idea che la società *target* sia gestita in modo inefficiente e che quindi il valore del controllo sia molto elevato: il management viene sostituito ed la struttura decisionale accentrata; al contrario, se si riconosce nel *target* un valido alleato strategico ed il management efficiente nella gestione, l'M&A è finalizzata all'accesso reciproco a risorse, competenze e mercati ma garantisce allo stesso tempo un maggior grado di autonomia; l'acquirente entra nel consiglio di amministrazione della società ma lascia inalterata la compagine manageriale (la famiglia Menna è ad esempio ancora alla guida di Garofalo).

Gli ulteriori vantaggi perseguibili sono relativi alla fase di integrazione ed in particolare al maggior grado di collaborazione e condivisione che si ottiene; viene delineata una strategia di crescita comune che garantisca reciproci vantaggi alle parti coinvolte, volta a minimizzare i conflitti interni: l'integrazione tra l'acquirente e l'acquisito rappresenta infatti il fattore critico di successo per il trasferimento di risorse e competenze e dunque per la creazione di valore. Da questo punto di vista risulta chiaro come le strategie e i processi volti al coordinamento e all'armonizzazione delle parti sono fondamentali per il raggiungimento dei risultati attesi e la loro inadeguatezza è spesso la causa

del fallimento della fase post chiusura. Inoltre nel caso di una acquisizione ostile l'acquirente deve utilizzare molte più risorse e più tempo per chiudere l'accordo ed il *target* utilizzerà al contrario tutte le strategie difensive che ha a disposizione, minando il suo valore potenziale e rendendo la transazione eccessivamente onerosa; tra queste le più utilizzate sono le *poison pills*, le *green mail* ed i paracadute, oltre all'utilizzo della capacità di indebitamento inutilizzata e del *cash* in eccesso.

Alla luce di tutti i motivi sopracitati, una acquisizione concordata consente di concludere l'operazione in modo più efficiente, preservando gli elementi che contribuiscono alla creazione di valore ed aprendo la strada alla collaborazione necessaria per la realizzazione delle sinergie ed il raggiungimento degli obiettivi di crescita predeterminati.

1.8. I metodi di pagamento e gli effetti sul valore azionario

In un mercato perfettamente efficiente, senza tasse e costi di transazione, il metodo di pagamento sarebbe economicamente irrilevante, poiché il valore della società risultante non sarebbe affetto dalla struttura del capitale e dal grado di leva finanziaria (Modigliani Miller, 1958). In realtà i mercati non sono perfetti e sono presenti numerose asimmetrie informative, nonché costi di transazione, soprattutto in quelle transazioni che modificano il controllo della società (Hansen, 1987; Fishman, 1989; Moeller, 2007): il metodo di pagamento più adatto cambia a seconda della situazione specifica e dell'ambiente competitivo di riferimento. Le forme utilizzate sono *cash*, azioni o un misto (Bruner, 2004; DePamphilis, 2011); ogni forma di pagamento ha un impatto diverso sul valore azionario del *bidder* e del *target*, sulla struttura finanziaria, sulla struttura societaria e sui flussi di cassa attesi. Di conseguenza è anche chiaro che il prezzo e le modalità con cui viene pagato non sono indipendenti: se viene utilizzato denaro, solitamente il premio pagato agli *shareholders* del *target* è maggiore, per compensare le tasse applicate alla plusvalenza.

1.8.1. Pagamenti cash

Visto il valore e la dimensione delle M&A, spesso l'acquirente non ha *cash flow* in eccesso sufficienti a pagare interamente il prezzo stabilito ed è costretto a ricorrere al capitale di debito (Faccio e Masulis, 2005).

La prima conseguenza che ne deriva è che la forma di pagamento scelta dipende dalla capacità di indebitamento dell'acquirente e dal grado di leva finanziaria obiettivo dell'entità che risulta dall'operazione. Uno studio di Bharadwaj e Shivdanasi (2003) ha dimostrato una correlazione positiva tra i rendimenti delle azioni dell'acquirente dopo la chiusura dell'accordo e la frazione del prezzo finanziata attraverso il ricorso al capitale di debito: la concessione del prestito presuppone in primis che la banca creda nella riuscita del progetto e nella capacità di creare valore nel tempo, in secondo luogo che vi sarà uno stretto monitoraggio (ed eventualmente dei covenant) a garanzia delle modalità di utilizzo e dei rendimenti sul capitale prestato.

L'utilizzo di denaro, inoltre, è preferito ogni qualvolta non si vuole diluire il valore delle azioni dell'acquirente e quindi modificare la compagine azionaria; il pagamento in azioni comporta infatti il coinvolgimento degli *shareholders* del *target* attraverso lo scambi tra vecchi e nuovi titoli.

E' chiaro dunque che maggiore è la quota posseduta dall'azionista di controllo del *bidder*, più probabile sarà il ricorso a questa modalità di pagamento (Andrè e Ben-Amar, 2009; Martynova e Renneboog, 2009).

In tutti i casi in cui la società *target* non è quotata, i suoi soci preferiranno il pagamento in denaro, vista la scarsa liquidità del loro portafogli, e saranno più restii ad accettare altre forme di pagamento; il pagamento attraverso azioni, nel caso in cui la concentrazione delle quote della controparte sia a sua volta elevata espone al rischio di far entrare un nuovo socio con un pacchetto in grado di minacciare il potere di voto degli azionisti di controllo (Andrè e Ben-Amar, 2009).

A questi fattori va aggiunto un ulteriore elemento che incide sulla scelta della forma più idonea di pagamento: il numero di concorrenti potenziali nell'operazione di M&A. Il valore del denaro è più certo di quello delle azioni, il cui valore dipende esclusivamente della riuscita e dalla profittabilità dell'operazione; in più attraverso l'utilizzo di denaro l'acquirente si assume tutto il rischio di fallimento e dimostra di aver un buon grado di fiducia circa la riuscita del piano: l'offerta di *cash* risulta più efficace nello scoraggiare altri potenziali *bidders* (Fishman, 1989).

La situazione nella quale le asimmetrie informative sono più marcate e in cui quindi è più difficile determinare l'effettivo valore delle azioni dell'acquirente è il caso di M&A *crossborder*: è stato dimostrato che la maggior parte di queste operazioni viene conclusa con pagamenti in *cash* e che la percentuale è inversamente proporzionale al grado di protezione degli investitori e le regole di *corporate governance* vigenti nei paesi di origine delle società obiettivo (Martynova e Ronnenborg, 2009).

1.8.2. Pagamenti in azioni

Come accennato in precedenza in relazione alle *merger waves* l'utilizzo di azioni come metodo di pagamento è preferito durante periodi di espansione economica, quando le performance su mercati sono più elevate. Durante questi periodi entrambe le parti ottengono un vantaggio: l'acquirente ha maggiore potere di acquisto e gli azionisti del *target* vengono pagati con uno strumento "di valore", che possono liquidare ottenendo una plusvalenza. In linea generale possiamo affermare che le azioni vengono preferite dall'acquirente ogni volta che risultano sopravvalutate e quando il livello di protezione degli investitori e le regole di *corporate governance* sono adeguate.

In più ci sono una serie di fattori che influenzano la scelta e la convenienza dell'accordo:

- la condivisione del rischio. La forma di pagamento influenza la struttura azionaria dell'entità risultante, ovvero i soggetti che saranno coinvolti nei guadagni e nelle perdite future. Molti vedono l'emissione di nuove azioni come un campanello d'allarme circa il rischio associato

all'operazione e le valutazioni fatte sulla probabilità di successo; inoltre si potrebbero avere riserve circa il reale valore delle azioni dell'acquirente: se sono sopravvalutate perderanno valore nel tempo e gli azionisti incapperanno in una perdita.

- la dimensione delle imprese coinvolte: maggiore è la dimensione del *target* rispetto a quella dell'acquirente, più è alta la probabilità che si faccia ricorso alle azioni come forma di pagamento (Grullon, Michaely e Swary, 1997). Il legame tra dimensione e modalità di pagamento è rafforzato inoltre dai limiti circa la capacità massima di indebitamento.
- considerazioni fiscali: il carico fiscale, nel caso in cui gli *shareholders* ricevano azioni, è applicato solo nel momento in cui la posizione viene liquidata, viceversa se il pagamento avviene tramite *cash* la tassazione avviene sulla plusvalenza realizzata nel momento in cui il pagamento viene effettuato.

1.8.3. Pagamenti misti

E' possibile che l'acquirente decida di optare per una forma di pagamento ibrida, ovvero una percentuale del prezzo viene pagata in azioni ed una in denaro; la prevalenza di uno strumento piuttosto che un altro dipende dalle considerazioni suddette nonché dal tipo di struttura azionaria del target e dalla volontà di andare incontro alle sue esigenze, aumentando le probabilità di riuscita dell'operazione.

Infine bisogna considerare qual è il costo che si andrà ad aggiungere al prezzo pagato per determinare il costo totale dell'operazione, relativo ai diversi metodi di pagamento utilizzabili. Nel caso in cui si emettano nuove azioni, il costo aggiuntivo risulterà pari al rendimento richiesto dagli azionisti; se si ricorre all'utilizzo di denaro andrà considerato il costo del capitale di debito, se preso in prestito, o il costo opportunità se vengono utilizzati flussi di cassa disponibili; da ciò si evince come condizioni avverse nel mercato monetario (stretta creditizia), periodi di alta volatilità sui mercati o numerosità di investimenti alternativi contribuiscano ad influenzare le scelte relative alle modalità di chiusura dell'accordo.

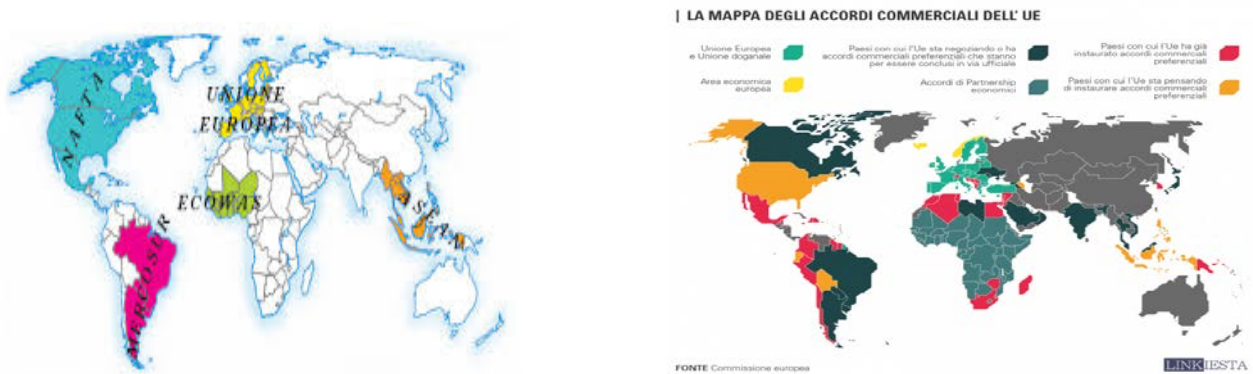
2. IL SETTORE E LE SUE CARATTERISTICHE

2.1. I mercati globali e l'espansione geografica

Gli attuali scenari competitivi sono caratterizzati dalla progressiva globalizzazione della domanda e dell'offerta, che ha sfumato i confini spaziali della concorrenza e li ha resi più dinamici, da una forte crescita del livello di varietà e complessità dei prodotti, dei processi e delle relazioni, dall'ipercompetizione (intesa come lancio continuo di nuovi prodotti e nell'incremento costante dell'offerta da parte delle aziende, con il conseguente accorciamento della durata del ciclo di vita dei prodotti), dall'accelerazione delle innovazioni tecnologiche, dalla saturazione dei bisogni dei consumatori e dalla riduzione dell'orizzonte di previsione, soprattutto a causa dell'esposizione ad un maggior numero di variabili endogene, leve e vincoli.

Sebbene sia un fenomeno che nasce con il capitalismo stesso, caratterizzato nel tempo da innovazioni tecnologiche di diversa natura, come i trasporti e le comunicazioni, che hanno consentito una sempre maggiore integrazione commerciale e finanziaria e dunque la capacità di raggiungere nuovi mercati e nuovi consumatori, dalla metà degli anni ottanta in poi il fenomeno ha subito una accelerazione esponenziale: in meno di trent'anni gli scambi di beni sono quadruplicati in termini reali, trainati principalmente da quelli manifatturieri. In particolare nel quinquennio 2001-2006 si è assistito ad un periodo di crescita stabile, dovuta soprattutto ai processi di sviluppo di molti paesi emergenti e da una ulteriore liberalizzazione degli scambi commerciali attraverso accordi bilaterali tra macro aree geografiche e paesi (NAFTA, APEC, MERCOSUR tra i più conosciuti); tale crescita ha iniziato a diventare instabile a partire dal 2007, a causa principalmente dell'aumento del prezzo delle materie prime, delle speculazioni che hanno portato il sistema finanziario occidentale vicino al collasso e della instabilità a livello geopolitico fino ad un crollo verticale registrato nel 2009; negli ultimi cinque anni il *trend* è tornato ad essere positivo in termini di volumi degli scambi complessivi. Questo fenomeno ha riguardato tutti i settori dell'economia ed

ha trasformato profondamente quello alimentare, che ha subito significativi cambiamenti sotto moltissimi punti di vista: dall'approvvigionamento di materie prime, alla maggior facilità di raggiungere nuovi mercati, alla comparsa di nuovi prodotti e concorrenti che hanno aumentato la competizione. Queste novità hanno comportato allo stesso tempo la nascita di problemi relativi alle regole competitive ed a quelle sull'informativa destinata al consumatore, l'indicazione del contenuto dei prodotti e la sicurezza alimentare. I paesi coinvolti nei principali accordi vigenti si differenziano fortemente tra loro per gli standard minimi di qualità che utilizzano, salari e sicurezza sul lavoro, livelli massimi consentiti di inquinamento ed altri fattori.



Le mappe mostrano la numerosità e l'ampiezza dei principali accordi commerciali e di libera circolazione dei prodotti a livello globale.

In questo contesto molte imprese, per sfruttare l'opportunità di accrescere il loro vantaggio competitivo o spinte dalla minaccia di perdere quote di mercato a discapito di soggetti provenienti da contesti diversi, hanno acquisito una dimensione ed una area d'affari internazionale, accedendo così a nuovi mercati e nuovi consumatori, a risorse e competenze capaci di creare un maggior vantaggio competitivo, localizzate in aree diverse da quelle di origine; tali dimensioni sono state amplificate dalla crescita di paesi che risultavano marginali sotto il profilo economico e industriale e che oggi sono la principale origine e destinazione di investimenti diretti. Dal punto di vista del soggetto economico, la globalizzazione si esprime quindi nella circostanza per la quale il paese di origine non è più il fulcro dell'evoluzione economica e competitiva; ciò ha delle chiare conseguenze

nel settore agroalimentare, sia perché diventa molto più difficile tracciare l'origine dei prodotti, sia perché questi potrebbero sfruttare impropriamente il così detto *made in*.

L'effetto della globalizzazione sui comportamenti strategici dell'impresa è riscontrabile in cinque ambiti:

- I mercati, inteso sia come nuove opportunità di sviluppo che come minaccia nei mercati di origine; numerosi studi mostrano come l'Asia e in un futuro prossimo l'Africa saranno il principale sbocco commerciale dei macro flussi economici che seguono lo sviluppo della domanda. In questi paesi potranno essere sfruttate quelle competenze specialistiche capaci di creare una posizione di vantaggio competitivo che, nei paesi di origine, è indebolita dalla riduzione dei “fattori di protezione”. Le due facce della medaglia sono chiaramente interrelate: maggiore è la globalizzazione, maggiore sarà l'interdipendenza dei mercati geografici e dunque l'interdipendenza strategica tra i concorrenti; in particolare la crescente curiosità verso diversi tipi di cucina ed i costanti flussi migratori rappresentano il principale *driver* della globalizzazione del settore alimentare.
- La concorrenza, ovvero la situazione che vede imprese locali fronteggiare attori stranieri che spesso sono direttamente insediati nel paese. Come già accennato in precedenza, i competitors in futuro proverranno per la maggior parte da paesi emergenti o in transizione perché possono sfruttare numerosi vantaggi, quali: la dimensione del mercato locale, il basso costo degli input produttivi e del costo del lavoro (così detto vantaggio ambientale), sviluppo di competenze necessarie a presidiare i mercati locali (specie nel settore oggetto di studio è fondamentale saper leggere i trend di mercato).
- L'organizzazione della produzione, intesa come la localizzazione delle attività produttive in diverse aree finalizzata a sfruttare le differenze in diversi contesti geografici relative a costi, risorse, logistica e mercato; spesso per misurare il grado di decentramento della catena del valore di un dato soggetto viene utilizzato l'indice di transnazionalità, che esprime il peso

delle attività produttive all'estero in relazione a quelle totali attraverso tre variabili ponderate: il valore degli *asset*, il valore aggiunto creato ed il numero di occupati. Naturalmente la ratio di queste scelte strategiche è tanto quella di essere più radicata nei mercati rilevanti che quella di ricercare condizioni più vantaggiose per lo svolgimento delle attività produttive e presuppone la scelta di dove localizzare le singole attività, specie quelle *core*, della dimensione di ciascuna e di quali replicare in alcuni o in tutti i mercati geografici.

Nello specifico del settore alimentare la localizzazione fisica delle attività della catena del valore implica delle considerazioni relative all'origine del prodotto e delle materie prime ed alla possibilità di sfruttare le indicazioni *made in*, la regolamentazione sui prodotti chimici utilizzabili nella coltivazione e nell'allevamento e gli standard qualitativi minimi nonché quelli di inquinamento e sfruttamento del territorio.

- Lo sviluppo delle risorse, finanziarie e fisiche. Le prime risorse a beneficiare della globalizzazione furono quelle finanziarie e sono state successivamente seguite da quelle fisiche: gli approvvigionamenti vengono gestiti su scala globale, scegliendo i fornitori in base al loro grado di affidabilità, flessibilità e capacità di gestire forniture ad unità produttive localizzate in aree diverse. Di particolare rilevanza sotto questo aspetto è l'acuirsi della competizione per il controllo delle materie prime, sia a causa della concentrazione dei fornitori e l'aumento del potere contrattuale dei paesi produttori, sia a causa dell'incremento della domanda di input produttivi; i paesi produttori di grano sono numerosi, ma sono pochi quelli che dispongono di volumi tali da essere rilevanti nel mercato globale: da qui la necessità di stringere accordi di lungo termine relativi agli approvvigionamenti che garantiscano un accettabile controllo sulle quantità ed i prezzi.
- I valori e le persone, ovvero il tentativo di determinare un unico schema gestionale e meccanismi operativi che armonizzino ed esaltino le caratteristiche di tutte le entità coinvolte. La dimensione e la necessità di mantenere rapidità strategica limitano l'utilizzo di

sistemi rigidi e basati esclusivamente sulla gerarchia, sistemi che vengono mitigati dalla condivisione di valori, lo sviluppo del senso di appartenenza e la collaborazione su progetti comuni. Ciò è fondamentale nel caso in cui si competa in un settore nel quale storicamente la nascita e l'affermazione dei prodotti è legata intrinsecamente al territorio ed alle tradizioni delle persone che lo abitano: l'eterogeneità gastronomica è il frutto della presenza di diverse culture, diversi climi ed il modo in cui queste radici sono entrate in contatto tra loro, nonché il legame delle persone con le comunità di cui fanno parte.

La capacità di sfruttare un capitale umano così eterogeneo è diventato di per sé un fattore di competitività: l'integrazione e l'utilizzo di diverse conoscenze specifiche, *background* e attitudini consentono l'accesso e la trasmissione di informazioni chiave a tutti i rami dell'organizzazione.

Lo sviluppo internazionale e la presenza in numerosi contesti geografici è significativo non solo in relazione ai paesi in cui viene effettuato ma soprattutto nel quadro dell'organizzazione internazionale delle attività del valore; la possibilità di acquisire in diversi mercati delle competenze specifiche costituisce la condizione necessaria affinché si determini una posizione di vantaggio competitivo: la globalizzazione dell'impresa consente l'accesso a risorse e conoscenze radicate in contesti specifici e con un basso grado di trasferibilità che, una volta condivise all'interno della rete, vengono adattate alle caratteristiche ed alle necessità specifiche del luogo e delle abitudini di consumo, consentendo di raggiungere il così detto vantaggio di sintesi.

2.2. Il mercato della pasta: una analisi del settore

Nei paesi avanzati si vive una situazione di saturazione quantitativa e di regimi alimentari stabilizzati e dunque di relativa perdita di importanza dei driver diretti di acquisto, come ad esempio il prezzo ed il reddito. Per alcuni prodotti alimentari tuttavia si è assistito ad un fenomeno di "commoditizzazione", ovvero l'essere considerati una *commodity* in un periodo di tempo

abbastanza breve, anche se innovativi; il basso prezzo unitario e l'acquisto ripetuto contribuiscono all'affermazione di tentativi di imitazione da parte dei concorrenti e il tentativo di basare la competizione sul prezzo.

Nel settore oggetto di studio l'acquisto ed il consumo dipendono, oltre che dai fattori tradizionali osservabili e quantificabili, da una serie di variabili che rientrano nel concetto di "gusto del consumatore": la Pan-European Survey of Consumer Attitudes to Food, Nutrition and Health ha rilevato che, in tutti gli stati membri europei, i fattori che influenzano la scelta dei beni alimentari sono la qualità e freschezza (74%), il prezzo (43%), il gusto (38%), il mangiare sano (32%) e le preferenze del nucleo familiare (29%).

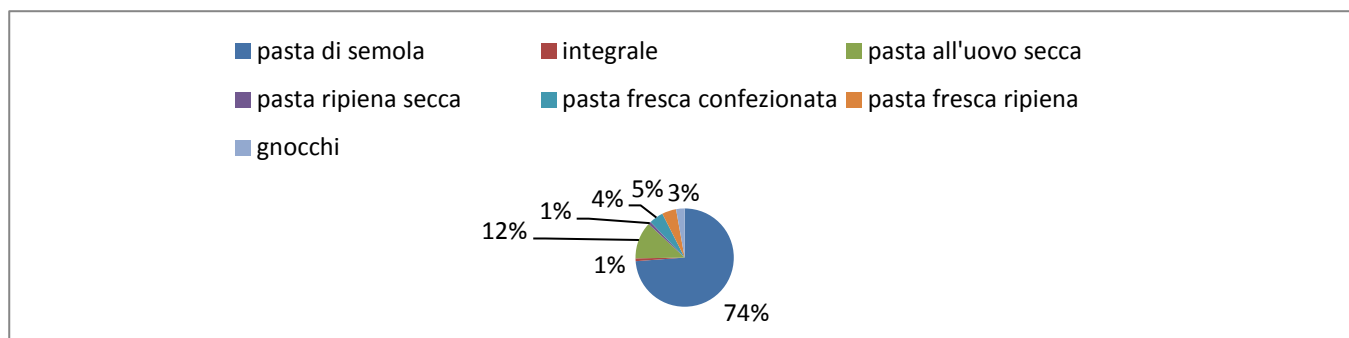
La pasta, in questo quadro generale, viene considerata (prevalentemente in Italia) un bene rifugio il cui consumo tende anzi ad aumentare durante periodi di crisi, per il quale è utile considerare il prezzo d'uso oltre al semplice prezzo di acquisto, inteso come l'insieme delle risorse utilizzate nel processo di acquisizione, elaborazione e ingestione di questi beni; le politiche di valorizzazione del marchio e le campagne promozionali hanno il preciso scopo di riportare l'attenzione sulla differenziazione e sulla qualità del prodotto, percepite dal consumatore principalmente attraverso i tempi e la tenuta di cottura, mentre il lancio continuo di nuovi prodotti ha lo scopo di raggiungere nuove fasce di consumatori e mantenere la domanda stabile.

Questa rappresenta un prodotto cardine dell'alimentazione e affonda le sue radici nei territori e nella tradizione. Si ritiene che i primi ad importarla in Europa furono gli arabi, che utilizzavano l'essiccamento come tecnica di conservazione; i mercanti genovesi iniziarono a commercializzare il prodotto realizzato in Sicilia e nella stessa Liguria e già dal 1500 si hanno notizie di pastifici artigianali a Roma, Napoli, Savona e Milano. Le rotte commerciali e i flussi migratori hanno portato nei secoli il prodotto in diverse parti del mondo, dove è stato adattato ad usi e costumi locali. Il settore ha subito una prima "rivoluzione" nella seconda metà del '700, quando venne introdotto il primo torchio idraulico; nel corso del '900 la produzione si è completamente

meccanizzata e si è assistito ad una riorganizzazione del mercato che lo ha portato alla sua configurazione attuale: grandi volumi e distribuzione al dettaglio capillarmente uniformata.

2.2.1. Il grado di segmentazione e la tipologia di operatori.

La segmentazione relativa alle linee di prodotto è tra pasta secca (di semola o all'uovo), le paste ripiene e la pasta fresca; mentre storicamente il grado di differenziazione e diversificazione era ritenuto basso, l'incremento della produzione di pasta fresca industriale, le strategie di diversificazione correlata e di differenziazione, finalizzate a captare l'interesse dei consumatori verso nuovi tipi di pasta, hanno trasformato le dinamiche competitive di domanda e offerta e permesso la produzione di beni a maggior valore aggiunto e la nascita di numerose nicchie di mercato (paste integrali e senza glutine per citarne alcune). Per quanto riguarda il consumo delle diverse tipologie di pasta, si nota tuttavia ancora una netta predominanza della pasta di semola.



fonte: elaborazione Ismea su dati Istat.

2.2.1.1. La matrice di Abell.

Uno strumento utilizzato per analizzare il settore ed il suo grado di segmentazione è la matrice di Abell, grazie alla quale è possibile individuare le diverse aree strategiche di affari (ASA) attraverso tre dimensioni:

funzioni d'uso

- Alimentazione di base per bambini (formati piccoli e spesso arricchiti con vitamine).

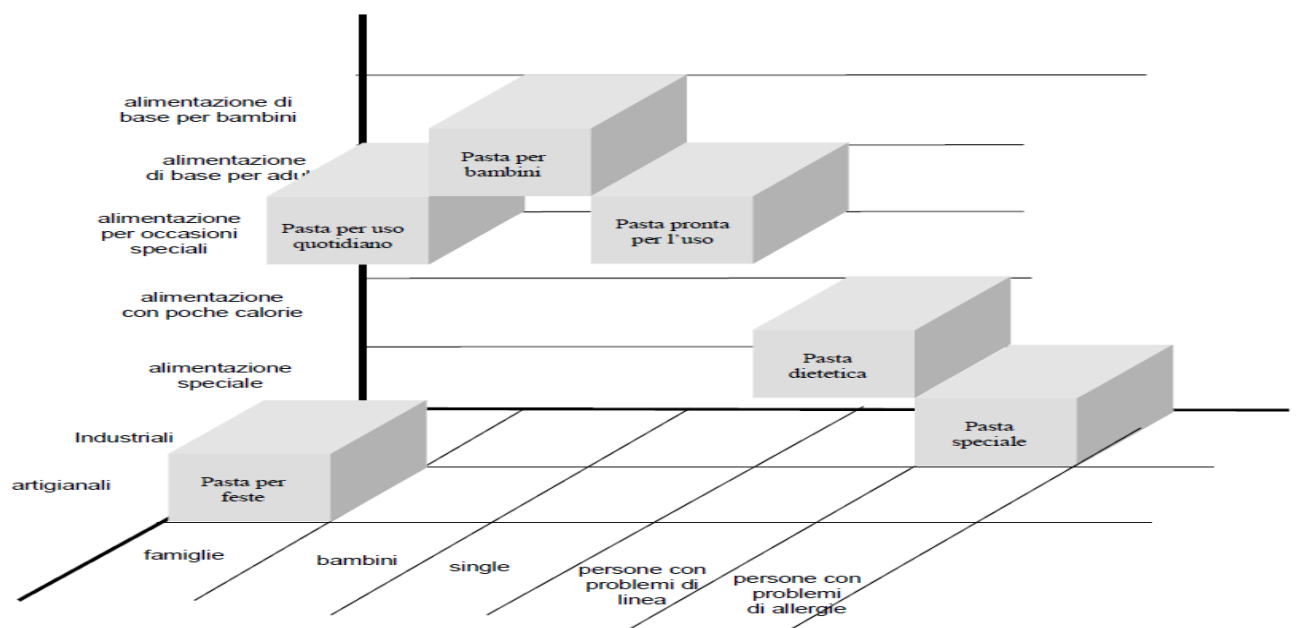
- Alimentazione di base per adulti (pasta secca di semola).
- Alimentazione per occasioni speciali, ovvero non destinata al consumo quotidiano (pasta ripiena, all'uovo, formati speciali).
- Alimentazione con poche calorie (pasta dietetica e integrale).
- Alimentazione speciale (persone con allergie e intolleranze alimentari).

Tecnologie:

- Processi artigianali.
- Processi industriali, i quali possono essere a loro volta distinti a seconda del materiale con cui viene effettuata la trafilatura (bronzo o teflon) e i tempi e metodi di essiccazione.

Gruppi di clienti:

- Famiglie.
- Bambini.
- Single.
- Persone a dieta.
- Persone con allergie e intolleranze.



L'analisi della dimensione geografica e delle combinazioni prodotto - mercato consentono di evidenziare due delle tre variabili del raggio d'azione dei soggetti coinvolti in questa attività e possono essere utilizzate per identificare le diverse tipologie di operatori presenti nel business, divisibili in quattro categorie:

- Gruppi di grande dimensione con notevole forza contrattuale, forte *brand awareness*, presenti sia nel canale retail che in quello catering con un ampio portafoglio prodotti/ marchi e con una significativa (se non predominante) presenza sui mercati esteri attraverso investimenti diretti, società controllate o altre tipologie di accordi strategici.
- Operatori tradizionali, posizionati esclusivamente sulla fascia premium, che dispongono di un marchio forte ed esportano una quota significativa della loro produzione.
- Produttori che hanno un posizionamento di prezzo medio e svolgono anche produzione per conto terzi; hanno un modesto fatturato estero.
- Piccoli operatori, micro imprese e produttori artigianali.

Quest'ultima categoria è stata surclassata dalla produzione industriale e serve un mercato tanto ristretto e "territoriale" da non esercitare alcuna influenza significativa sulle dinamiche competitive del settore.

Mentre le produzioni artigianali ed i produttori di eccellenza caratterizzano il tessuto produttivo italiano, la prima categoria accoglie principalmente imprese straniere, entità multi business con capacità produttiva e quote di mercato complessive più elevate; in ambito internazionale, vi sono quattro evidenze che caratterizzano il settore della pasta e ne guidano lo sviluppo:

- L'imitazione. In Francia ed in Germania i rispettivi leader del settore sono Panzani e Birkel, che hanno costruito posizioni di vantaggio competitivo sulla "italianità" dei loro prodotti; specialmente il marchio Panzani, di proprietà della Ebro, sfrutta nella

comunicazione e nel posizionamento del prodotto elementi tipici dell' *italian sounding*, e la rende un esempio calzante di questo fenomeno.

- Le abitudini di consumo e i gusti dei consumatori, che da una parte hanno comportato l'affermazione di prodotti a base di pasta ma con diverse caratteristiche, come ad esempio le paste precotte o pre-condite e i prodotti arricchiti così da avere sapori particolari, dall'altra la similarità nei regimi alimentari ha aumentato l'ampiezza della domanda di pasta tradizionale nel mondo.
- La concentrazione di comunità italiane in alcune aree geografiche; il punto si riallaccia alle due precedenti considerazioni, sia perché le imprese pastaie in Europa ed in Nord America sono state in buona parte fondate da emigrati italiani che hanno esportato il *know how* necessario, sia perché questi rappresentano una buona fetta di consumatori al di fuori dai confini nazionali (i dati del Ministero dell'Interno parlano di 4.341.000 cittadini italiani emigrati solo nel 2012; in più si fa riferimento alle seconde e terze generazioni).
- La curiosità e l'apprezzamento verso made in Italy, specie per i prodotti agro alimentari, a cui si riconosce tradizionalmente un valore superiore, anche se spesso attraverso l'imitazione tale dicitura viene svuotata di qualsiasi contenuto.

Nonostante la dimensione e la capacità competitiva di imprese straniere, molte aziende italiane hanno conquistato quote di mercato all'estero; ciò è dimostrato attraverso i dati relativi all'*export* della pasta nel corso dei primi anni del duemila: la tabella riassuntiva dei volumi e della loro crescita percentuale mostra chiaramente come i flussi siano diretti verso paesi nei quali le comunità italiane sono numerose e dove l'interesse per le abitudini alimentari del nostro paese è in aumento.

Tabella 4.2.2 – Paesi destinatari dell’export di Pasta (Valori attuali, quota %)

Area	Tasso %	1996/2000		2001/2004		2005/2008		2009/2012	
		Valori	%	Valori	%	Valori	%	Valori	%
Germania	7,48	5.654.799	24,3	4.508.624	19,5	10.872.994	37,1	13.937.640	35,5
Spagna	8,21	1.499.442	6,5	990.035	4,3	1.672.383	5,7	4.019.732	10,2
Francia	4,51	1.871.565	8,0	1.751.279	7,6	1.914.516	6,5	3.247.963	8,3
Regno Unito	1,37	1.992.438	8,6	2.070.986	8,9	2.332.126	8,0	2.362.933	6,0
Stati Uniti	13,81	391.013	1,7	1.032.539	4,5	1.802.539	6,1	1.970.867	5,0
Giappone	7,46	744.518	3,2	605.604	2,6	799.019	2,7	1.829.874	4,7
Belgio e Lussemburgo	2,9	994.472	4,3	516.095	2,2	1.499.354	5,1	1.422.021	3,6
Austria	11,4	337.646	1,4	484.730	2,1	1.006.711	3,4	1.301.425	3,3
Portogallo	5,44	473.721	2,0	479.946	2,1	388.282	1,3	918.040	2,3
Grecia	-3,67	1.235.392	5,3	545.799	2,4	415.903	1,4	773.924	2,0
Norvegia	0,45	647.404	2,8	387.335	1,7	648.178	2,2	684.417	1,7
Malta	17,65	66.428	0,3	59.410	0,3	303.139	1,0	506.942	1,3
Federazione Russa	0,95	439.701	1,9	37.060	0,2	381.887	1,3	494.855	1,3
Svizzera	5,11	258.273	1,1	1.483.707	6,4	573.973	2,0	481.765	1,2
Canada	12,3	104.454	0,4	61.872	0,3	215.006	0,7	445.411	1,1
Brasile	-10,49	1.746.345	7,5	937.929	4,0	128.396	0,4	436.984	1,1
Danimarca	2,11	315.472	1,4	38.231	0,2	251.770	0,9	409.542	1,0
Totale Paesi selezionati	4,32	22.695.041	97,6	22.445.041	97,0	28.979.044	98,9	38.520.442	98,0
Totale mondiale	4,28	23.259.166	100,0	23.143.366	100,0	29.314.535	100,0	39.288.969	100,0

fonte: dati Istat sulle esportazioni.

2.2.2. La filiera produttiva ed il grado di integrazione verticale.

Per quanto riguarda la terza dimensione che determina il raggio d’azione di una impresa, ovvero il grado di integrazione verticale, il settore della pasta presenta delle caratteristiche uniche: è contraddistinto da una filiera che non si presta ad una gestione integrata, rappresentata dalla produzione agricola, la trasformazione industriale e la distribuzione organizzata. Nonostante il grado di rigidità sia tutt’oggi vincolante bisogna notare che negli ultimi anni si sta sviluppando un sempre maggior interesse per l’integrazione a monte di filiera sia attraverso contratti di produzione (accordi di integrazione di lungo periodo tra i diversi attori della filiera con concentrazione di investimenti, ricerca comune ed altre attività) sia attraverso contratti di coltivazione (accordi focalizzati sulla transazione commerciale tra fase agricola e di trasformazione) soprattutto con i produttori italiani, per evitare gli inconvenienti del “mercato a pronti” (indagine Delphi - Viaggi, Zanni 2011) e contrastare le minacce provenienti dalle dinamiche di domanda e

offerte affermatesi nel settore agricolo. A valle invece si sta assistendo al proliferare di iniziative commerciali su piattaforme di e-commerce che avvicinano il produttore al consumatore finale, scavalcando parzialmente l'intermediazione della grande distribuzione organizzata.

2.2.3. Il mercato del grano.

Gli approvvigionamenti di materia prima rappresentano, in questo settore, un fattore fondamentale della capacità competitiva e l'input chiave per la creazione di valore aggiunto; le criticità che si evidenziano sono tanto di natura regolamentare che competitiva.

Da un punto di vista normativo, nei paesi produttori ed esportatori/importatori di grano duro vigono diverse forme di regolamentazione imposte tanto a livello nazionale che sovranazionale, che hanno un effetto diretto sulla quantità e sui prezzi.

Il quadro generale è costituito da:

- Normativa italiana. Il DPR 187/2001 e le disposizioni applicative contenute nel decreto del 17 Dicembre 2013, fissano le regole e i divieti relativi alla produzione di sfarinati e paste, in particolare il massimo grado di umidità consentita e la percentuale minima di proteine del grano, nonché le modalità di gestione e di controllo della coltivazione.
- Le politiche europee. La PAC (politica agricola comune), attraverso cui la comunità europea destinava una parte consistente del proprio bilancio (circa il 34%) a pagamenti diretti in favore dei produttori, così da stabilizzarne i redditi e da salvaguardarli dalle fluttuazioni dei prezzi (così detti prezzi di salvaguardia), ad aiuti finanziari e alla stesura di un *frame work* regolamentare, oltre a promuovere investimenti mirati all'aumento della sostenibilità, della competitività e della produttività; gli obiettivi erano: l'unicità del mercato tra gli Stati membri, con fissazione dei prezzi comuni e armonizzazione delle legislazioni in campo amministrativo, sanitario e veterinario; la protezione doganale verso l'esterno per tutelare il mercato comunitario dalle

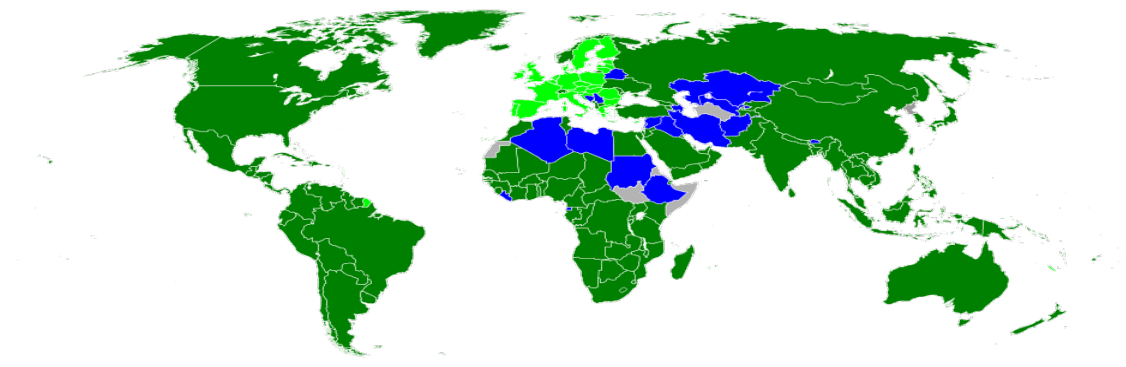
fluttuazioni delle importazioni e delle esportazioni sui mercati mondiali; la solidarietà finanziaria, attuata per mezzo del Fondo europeo di orientamento e garanzia per l'agricoltura (FEOGA), per il sostegno dei prezzi agricoli e per il finanziamento degli investimenti nel settore agrario. Questa politica, tuttavia, ha creato problemi di eccedenze dei prodotti e di prezzi eccessivamente elevati e poco competitivi rispetto al resto del mercato mondiale. Ciò ha portato a una prima riforma nel 1992 che, ad una politica di riduzione dei prezzi, ha accompagnato la promozione di interventi a sostegno dei redditi agricoli e di azioni volte alla diversificazione dell'economia, alla difesa dell'ambiente e a garantire la sicurezza dei prodotti alimentari. Al momento l'obiettivo principale della politica agricola comune è quello di rendere gli agricoltori perfettamente in grado di competere sui mercati europei e su quelli mondiali. Di recente, inoltre, il Parlamento Europeo ha approvato la nuova riforma PAC 2014-2020, compimento di un lungo processo che aveva avuto inizio nel giugno 2010.

- Al di fuori della normativa europea vanno considerate le regole imposte dal WTO, di cui l'Italia è membro attraverso l'Unione Europea, istituito nel 1995 con lo scopo di riunire il GATT, il GATS (accordo sul commercio dei servizi) e il TRIPS (accordo generale sui diritti di proprietà intellettuale); è una istituzione permanente con sede a Ginevra, con funzioni di "mercato dei diritti di proprietà" (ovvero la possibilità di difendere la propria produzione nazionale nei confronti della concorrenza straniera), di organo collegiale per l'elaborazione di regole di comportamento e di arbitro per la risoluzione delle controversie.

Il comitato GATT al suo interno è quello che si occupa di questioni relative all'agricoltura.

Di particolare importanza è stato l'Uruguay round, nel quale si è raggiunto "l'accordo sull'agricoltura"; all'interno viene delineata la normativa relativa ai sussidi e agli aiuti tariffari: sostanzialmente viene concesso esclusivamente l'utilizzo di aiuti disaccoppiati (quali i pagamenti unici) e di "scatole verdi" (contenitori di aiuti disaccoppiati o accoppiati se concessi in forza di finalità particolari- ad esempio parte di programmi ambientali) e la riduzione dell'aiuto complessivo di cui godono i produttori agricoli.

La questione agricola è anche centrale nei nuovi negoziati in corso tra i paesi membri che hanno avuto inizio con la dichiarazione di Doha. Di seguito una mappa degli stati che attualmente aderiscono al WTO.



■ membri effettivi

■ membri rappresentati dall'Unione europea

■ osservatori

Tra i critici dell'organizzazione, è opinione diffusa che questi accordi favoriscano le multinazionali ed i paesi sviluppati e a discapito degli agricoltori e che, sebbene l'adesione sia volontaria, uno stato potrebbe subire un embargo de facto nel caso in cui non partecipasse. A tal proposito si sottolinea come il mercato delle sementi, cioè i semi necessari per la coltivazione di generi alimentari, sia occupato per 82% da prodotti soggetti a brevetti e il 70% di questi ultimi è posseduto da 10 imprese, tra cui Monsanto (Usa) e DuPont (Usa). Queste due, da sole, occupano il 40% dell'intero mercato di semi mondiale.

Quanto detto influenza direttamente e indirettamente le quantità prodotte, la loro circolazione e i prezzi della materia prima, a fortissima valenza strategica del settore pastario; quello del grano duro è in effetti un mercato di nicchia: in tutto il mondo se ne coltivano circa 30 milioni di tonnellate l'anno, mentre per il grano tenero i raccolti superano 650 milioni di tonnellate.

A rendere strategico e potenzialmente critico il rifornimento di materia prima, si consideri che insieme all'acqua (oltre ad altri ingredienti secondari per alcune tipologie di pasta, come le uova) questo rappresenta l'unico input della produzione e che, nel nostro paese, il fabbisogno di grano duro supera le quantità prodotte: secondo un rapporto della COLDIRETTI ne vengono importate ogni anno 2 milioni di tonnellate, che rappresentano il 30% della quantità totale.

Di seguito una tabella riassuntiva dei principali paesi produttori ed esportatori nel mondo.

Tab. 5
FRUMENTO DURO – PRODUZIONE (milioni di tonnellate)

FRUMENTO DURO (DURUM WHEAT)						STIMA EU-28	
	stime 11/12	previsione 12/13	proiezione 13/14	proiezione 14/15	Variazione b/a	proiezione 14/15	Variazione b/a
	a	b	a	a		a	
EU-28	8,2	7,9	7,9	7,7	-2,5%	7,8	-4,9%
France	2,1	2,4	1,8	1,6	-11,1%	1,6	-11,1%
Greece	0,9	0,7	0,8	0,9	12,5%	0,9	-10,0%
Italy	3,9	4,2	4,0	4,0	0,0%	3,9	-2,5%
Spain	0,9	0,4	0,9	0,9	0,0%	0,8	-11,1%
Kazakhstan	3,0	1,4	2,0	2,1	5,0%		
Canada	4,2	4,6	6,5	4,8	-26,2%		
Mexico	2,2	2,1	2,3	2,3	0,0%		
USA	1,4	2,2	1,7	2,5	47,1%		
Argentina	0,2	0,2	0,3	0,3	0,0%		
Syria	1,7	1,5	1,5	1,5	0,0%		
Turkey	3,0	3,0	3,0	2,8	-6,7%		
India	1,1	1,2	1,2	1,3	8,3%		
Algeria	2,5	3,0	2,5	2,5	0,0%		
Libya	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0%		
Morocco	1,7	1,3	1,9	1,6	-15,8%		
Tunisia	1,2	1,3	1,2	1,2	0,0%		
Australia	0,6	0,5	0,5	0,5	0,0%		
Others	5,7	8,1	5,6	5,6	0,0%		
WORLD TOTAL	36,7	35,2	38,0	36,6	-3,7%		

Fonte: COCERAL

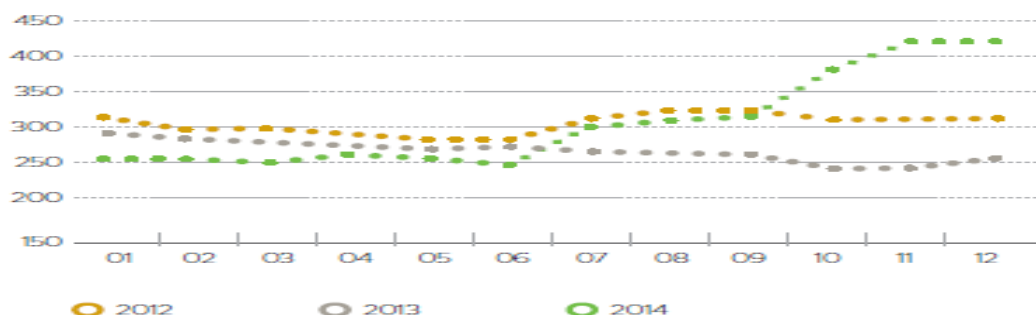
Fonte: IGC

Risulta evidente come, escludendo le piccolissime imprese, tutti i competitors nel settore (almeno a livello europeo) abbiano una “vocazione” internazionale relativa alle fonti di approvvigionamento, che rappresentano una scelta strategica in relazione al costo, alla qualità ed alla disponibilità. I

prezzi alla tonnellata sono risultati, negli ultimi anni, relativamente stabili, salvo subire una impennata a metà del 2014 a causa di raccolti molto negativi a livello globale (il Canada ha registrato un -27%) e la crisi ucraina, che ha compromesso buona parte del commercio del grano in Europa: i principali fornitori di grano sono infatti la Russia, che compete con bassi prezzi e bassa qualità ed il Canada che ha un prodotto di qualità superiore a quello italiano e che consente di prolungare i tempi di cottura.

Ciò sta penalizzando le piccole imprese che sono costrette ad aumentare i prezzi, mentre le imprese più grandi, grazie ad accordi di lungo termine con i produttori sulle quantità e preventiva fissazione dei prezzi nel medio termine, nonché maggiore capacità finanziaria, sono riuscite a mantenere i prezzi stabili (come ha fatto ad esempio la Barilla grazie agli “accordi di filiera regionale”).

Queste dinamiche hanno una fortissima valenza strategica, soprattutto se valutate alla luce della matrice di Kraljic, le cui dimensioni sono l’importanza degli acquisti e la complessità del mercato di rifornimento (motivo per il quale alcuni produttori stanno iniziando, come accennato in precedenza, ad integrarsi a monte, non certo per coprire l’intero fabbisogno ma per garantirsi dei livelli minimi di scorte di sicurezza). Viene riportato un grafico che mostra l’andamento comparato del prezzo del grano nel triennio 2012/2014 e, come vedremo in seguito, giustifica parzialmente il calo della performance di Ebro nel corso dell’esercizio 2014.



fonte: bilancio consolidato Ebro 31/12/2014.

2.2.4. La produzione.

Per quanto riguarda la produzione di beni derivati dai vari tipi di grano, il settore ha subito un esteso processo di riorganizzazione industriale e di concentrazione. L'aumento e la trasformazione della domanda ha fornito una alternativa strategica legata alla differenziazione, che ha garantito ad alcune imprese di allentare la pressione dei prodotti sostitutivi; si fa riferimento ad esempio alla scelta di utilizzare trafilature in bronzo o in teflon, nonché ai tempi di essiccamento, che colloca il prodotto in segmenti standard o premium e alla diversificazione, ovvero la realizzazione di diverse tipologie di pasta (fresca, secca, all'uovo, ripiena, integrale). Questo ha consentito di incrementare i volumi venduti complessivamente e di raggiungere nuovi mercati ed aree geografiche.

Focalizzandosi sul mercato nazionale, risulta caratterizzato da una marcata maturità e da un grado di penetrazione molto elevato e capillare, che sfiora il 100%; la penetrazione è intesa come il rapporto tra la percentuale delle vendite di una marca e le quantità totali di prodotti dello stesso genere acquistate dai clienti dell'impresa in questione ed insieme al grado di copertura ponderata determina la quota di mercato. Per quanto riguarda i consumi l'Italia risulta in testa: 28 chili pro capite di consumo medio annuo, che corrispondono a circa 1,5 milioni di tonnellate all'anno.

Il nostro paese risulta inoltre il leader mondiale nella produzione di pasta con circa 3,2 milioni di tonnellate, di cui il 50% destinati a mercati stranieri (seguono Stati Uniti con 2 milioni e Brasile con 1 milione); in termini di valore si parla di circa 6,1 miliardi di euro annui. Il settore pesa inoltre circa il 7% del valore dell'*export* dell'intero agroalimentare nazionale, con una crescita media negli ultimi 14 anni del 2,3% in termini di volume e del 5% in termini di valore: il *trend* è stato trainato principalmente da esportazioni nel mercato comunitario (Germania ,primo importatore con il 12% del totale mondiale, Francia 11%, Gran Bretagna 9%) in Nord America (Stati Uniti 11% e Canada 5%) ed in alcuni paesi orientali (Giappone 5%).

A questi vanno aggiunti i nuovi mercati potenziali rappresentati da economie emergenti, quali i paesi dell'est Europa, la Russia , l'India e la Cina in testa. Proprio grazie ai mercati esteri l'industria italiana della pastificazione mantiene la posizione di *leadership* a livello mondiale.

Come mostrato dalla tabella 2.3, tra i prodotti sui quali l'Italia ha un maggior grado di specializzazione e di vantaggio competitivo in relazione ai concorrenti, subito dopo il vino troviamo la pasta.

Tabella 2.3 – Più importanti prodotti di specializzazione dell'Italia e vantaggi relativi dei concorrenti															
Prodotto	Quota % su totale Italia	Indici RCA													
		ITA	FRA	USA	CAN	GER	POL	RUN	BEL	ARG	BRA	CIN	SPA	PBA	IND
Vini	14,6	5,0	4,5	0,3	0,0	0,6	0,0	0,9	0,1	0,7	0,0	0,0	2,3	0,1	0,0
Pasta, anche cotta o farcita	6,6	10,4	0,5	0,4	0,7	0,4	0,3	0,3	1,2	0,1	0,0	2,0	0,3	0,2	0,1
Formaggi e latticini	6,3	2,7	2,3	0,3	0,0	2,5	1,4	0,9	0,9	0,3	0,0	0,0	0,3	1,7	0,0
Pomodori, preparati o conservati	4,6	10,1	0,2	0,5	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	3,7	1,8	0,0	0,0
Panetteria e pasticceria	4,5	2,1	1,1	0,5	1,7	2,2	1,8	1,8	2,1	0,1	0,1	0,3	0,7	0,7	0,3
Olio di oliva	4,0	7,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	0,0	10,8	0,0	0,0
Cacao e cioccolata	3,6	1,8	1,1	0,5	1,1	2,4	2,6	1,2	3,1	0,2	0,1	0,1	0,5	0,8	0,0
Caffè, anche torrefatto	2,8	1,5	0,3	0,4	0,5	1,6	0,7	0,3	1,5	0,0	4,8	0,1	0,2	0,3	1,1
Mele e pere	2,8	3,3	1,2	1,0	0,1	0,2	1,8	0,1	1,3	1,6	0,1	2,5	0,6	1,0	0,1
Prosciutti e carni preparate	2,1	4,0	0,3	0,5	0,6	1,1	1,1	0,7	0,7	0,0	1,6	0,0	1,7	1,8	0,0
Uve, fresche o secche	2,0	3,9	0,1	1,9	0,0	0,3	0,2	0,2	0,3	0,7	0,4	0,8	1,4	1,6	0,8
Altre piante vive	1,8	2,1	0,2	0,2	0,6	1,1	0,5	0,2	1,5	0,0	0,0	0,2	0,7	4,7	0,0
Riso	1,7	1,6	0,1	1,7	0,0	0,1	0,1	0,2	0,6	0,7	0,5	0,8	0,4	0,2	12,0
Succhi di frutta	1,7	1,2	0,2	0,7	0,1	0,9	1,9	0,2	2,1	0,8	2,2	1,4	1,3	1,2	0,0
Frutti di bosco	1,4	2,5	0,4	1,3	0,5	0,2	0,9	0,2	2,1	0,5	0,0	0,4	4,2	1,2	0,3
Salse e condimenti	1,4	1,9	0,6	1,1	0,8	1,3	1,6	1,5	1,3	0,1	0,0	1,5	1,1	1,3	0,1
Ortaggi freschi	1,4	1,6	0,5	0,7	1,1	0,2	2,3	0,1	0,6	0,0	0,0	0,7	4,2	2,5	0,4
Drupacee	1,2	3,3	0,9	1,4	0,2	0,2	0,6	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	6,8	0,4	0,0
Ortaggi e legumi	1,1	1,4	1,2	0,5	0,4	0,6	0,9	1,0	2,1	0,4	0,0	2,5	3,2	0,9	0,1
Acque minerali	1,1	3,8	4,2	0,3	0,2	0,4	0,2	0,6	1,5	0,0	0,0	2,5	0,2	0,2	0,0
Salsicce e salami	1,1	2,8	0,8	1,0	0,2	2,4	2,0	0,2	0,8	0,0	0,6	0,7	2,0	0,4	0,0

fonte: dati Istat sulle esportazioni.

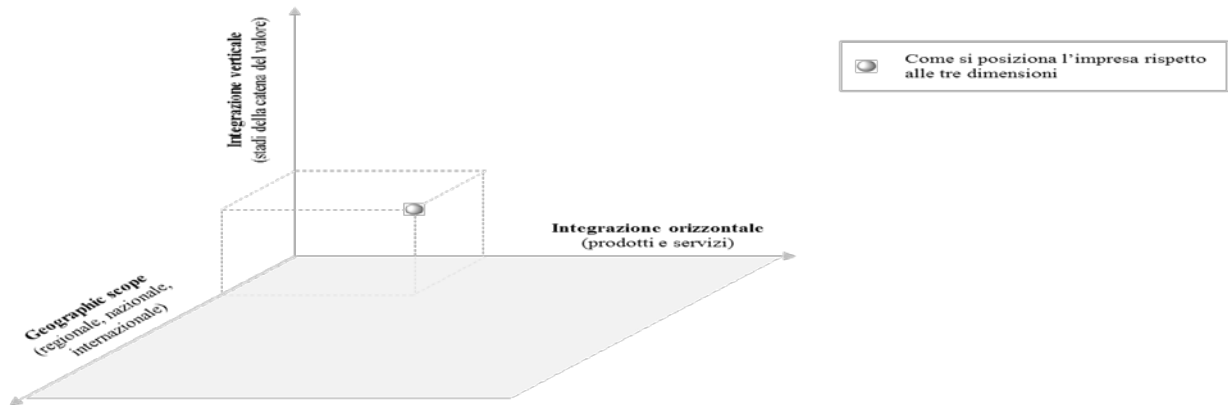
2.2.5. La distribuzione.

L'ultimo elemento caratteristico della filiera di questo settore è rappresentato dalle modalità di distribuzione, che per quasi il 90% è al dettaglio e viene effettuata attraverso la grande distribuzione organizzata (GDO), ovvero attraverso le catene di supermercati e ipermercati: oltre ad avere un forte potere contrattuale nei confronti di fornitori più piccoli, determinano le politiche di sconti e promozioni, o di pubblicizzazione di determinati prodotti sugli scaffali e sui loro volantini, salvo poi rivalersi sui produttori attraverso la fatturazione delle riduzioni di prezzo concesse. Risulta chiaro che i soggetti che non hanno i mezzi per investire in campagne pubblicitarie e promozione del brand, possono utilizzare unicamente il prezzo e la confezione per trasmettere le loro caratteristiche e la qualità del loro prodotto e che questa tipologia di intermediazione potrebbe comportare un posizionamento errato sul mercato. D'altra parte risulta chiaro che sono il veicolo ideale attraverso cui distribuire capillarmente i propri prodotti da una parte e perseguire una strategia di internazionalizzazione poco costosa e poco vincolante dall'altra.

I *players* si stanno negli anni concentrando, perché il settore è ormai considerato maturo e ciò sta aumentando il potere contrattuale delle principali catene (in Francia ad esempio 7 degli 8 distributori si sono fusi, creando 4 gruppi di acquisto che controllano il 90% del FMCG - *fast moving customer goods*).

Questo tipo di distribuzione viene definita intensiva, perché il produttore sostanzialmente non fa distinzione tra grossisti e dettaglianti e non si presta ad una integrazione a valle, poiché si avrebbero difficoltà a coprire gli alti costi fissi in relazione ai margini unitari dei prodotti; in prospettiva comunque l'e-commerce sta lentamente trasformando le modalità di distribuzione dei beni alimentari ed il rapporto con la clientela, aprendo scenari nei quali la distribuzione organizzata potrebbe essere scavalcata attraverso la vendita diretta on line, consentendo anche alle piccole medie imprese di raggiungere nuovi mercati e consumatori ed avere maggior controllo sul posizionamento dei loro prodotti.

Quanto detto fino ad ora mostra chiaramente come la direzione verso cui orientare la crescita in questo settore non può essere quella dell'integrazione verticale; i principali competitors focalizzano i propri investimenti in strategie di integrazione orizzontale ma soprattutto di diversificazione geografica, grazie a cui aumentano il proprio raggio di azione.



2.2.6. SWOT analysis

Considerando la struttura del settore fino ad ora evidenziata, uno strumento ulteriore per identificarne le caratteristiche è una analisi di tipo SWOT relativa alla realtà italiana: i punti di debolezza e le minacce rappresentano, specularmente, i principali punti di forza e le opportunità delle multinazionali straniere e delle grandi società multinazionali italiane.

PUNTI DI FORZA:

- sistema di offerta di alta qualità della pasta italiana, che colloca tutti i marchi italiani nel segmento premium nei mercati esteri.
- Crescente vocazione all'internazionalizzazione sfruttando l'apprezzamento dei prodotti italiani sui mercati esteri e l'immagine del *made in Italy*.

PUNTI DI DEBOLEZZA:

- dimensione ridotta di molte imprese nel settore.

- Difficoltà di distribuzione del prodotto nel mercato interno ed estero (legata al potere contrattuale della grande distribuzione organizzata e agli investimenti richiesti).
- Elevati investimenti pubblicitari e promozionali (finalizzati a costruire una *brand awareness*).
- Crescente adattamento della popolazione ad abitudini alimentari di tipo *made in USA*.
- Minor tempo dedicabile al pranzo e alla cena (diffusione del così detto *fast meal*).

OPPORTUNITA':

- Crescita dell'interesse dei consumatori esteri per il prodotto "pasta" *made in Italy*.
- Rinnovato dibattito relativo alla salute e alla genuinità dei prodotti alimentari.

MINACCE:

- Crescita della competitività internazionale.
- Concorrenza sul mercato di prodotti di "imitazione".
- Crescente utilizzo del grano duro nella produzione di idrocarburi e nuovi scenari relativi alla produzione e all'accesso alle materie prime.
- Affermazione, in alcuni paesi, dell'idea che il pane o il riso ne siano dei sostituti.

Da questa analisi si evince chiaramente perché la totalità delle imprese produttrici italiane detenga meno del 10% delle quote di mercato in Italia (ad eccezione della Barilla che detiene circa il 40%) e siano quasi del tutto assenti nei mercati esteri (tranne Barilla e De Cecco), dominati da multinazionali con strutture organizzative, portafogli marchi e capacità di investimento che ne rafforzano esponenzialmente la capacità competitiva.

Relativamente al segmento delle paste secche è infatti fondamentale il perseguimento simultaneo di strategie di business di minimizzazione dei costi e di differenziazione: da una parte lo sfruttamento di economie di scala e di scopo, nonché del potere contrattuale consentono di offrire un prodotto a

prezzi competitivi, dall'altro gli investimenti nelle innovazioni di processo e di prodotto, in comunicazione ed in fidelizzazione consentono di creare una forte *customer retention* (in questo mercato il prezzo indica la qualità del prodotto e stabilizzare il rapporto qualità/prezzo costituisce un indicatore fondamentale delle politiche di marca che può aumentare gli *switching cost*).

2.3. L'attrattività del settore: il modello delle cinque forze di Porter.

Il settore della pasta risulta molto concentrato e maturo; i competitors che lo dominano hanno adottato diverse strategie finalizzate a costruire e mantenere un vantaggio competitivo basate sia sulla diversificazione di prodotto che su quella geografica, nonché sulla differenziazione: la Nestlé, che possiede il marchio Buitoni, si è focalizzata sulla pasta fresca, Rana su quella ripiena, la Garofalo sulle trafilature in bronzo e così via; altre società hanno deciso di concentrarsi sui mercati esteri, in paesi ancora non saturi o con buone prospettive di crescita; altre infine sulla produzione *private label*, tra cui ad esempio Pasta Zara. E' doveroso inoltre precisare che, non a caso, la Barilla, oltre alla pasta, risulta uno dei *leader* nella produzione di pane confezionato e la Ebro è il *leader* mondiale (attraverso un ampio portafoglio marchi) nella produzione di riso; da un punto di vista strategico entrambe le compagnie hanno compiuto una diversificazione volta alla riduzione del rischio specifico e alla stabilizzazione delle performance.

Attraverso una analisi delle cinque forze competitive di Porter vengono identificati i *driver* che influenzano la posizione competitiva degli *incumbent* e l'attrattività del settore stesso, spiegando inoltre da un lato perché (soprattutto a livello internazionale) la dimensione è fondamentale, dall'altro perché in Italia, sebbene con quote molto ridotte, vi sia spazio per produzioni locali e artigianali e sia ancora possibile imporsi in delle nicchie (anche geografiche) ben definite.

Le **barriere all'entrata** (potenziali entranti) risultano elevate e sono relative a:

- Presenza significativa di economie di scala, dovute ad elevata capacità produttiva e volumi e costi fissi ripartibili su unità di prodotto a basso margine unitario (motivo per il quale in

Italia solo la Barilla ha compiuto negli anni investimenti significativi in pubblicità e comunicazione (si fa riferimento ad una cifra di circa 100 milioni annui) e detiene circa il 40% di quote di mercato oltre ad un elevatissimo tasso di fidelizzazione).

- Il livello di differenziazione dell'offerta è medio basso e l'elasticità del prezzo risulta una variabile significativa di influenza nelle scelte di consumo, a parità di valore percepito in relazione al marchio (per il segmento standard il prezzo medio è di circa 0,85 euro a pacco, in quello premium oscilla tra 1,25 e 1,30; spesso la competizione nei singoli segmenti si sostanzia in una "guerra di prezzo").
- Elevato costo delle attrezzature (costi di impianto).
- Elevati costi di riconversione degli impianti.
- Concentrazione e difficoltà di accesso alle materie prime.
- Necessità di competenze specifiche.
- Certificazioni di qualità e rispetto di standard minimi.
- Effetto prisma diminutivo che non consente l'ingresso di produttori esteri nel mercato italiano, perché annulla il valore percepito dei beni.

Il **potere dei fornitori** risulta medio: l'aumento negli ultimi due anni del prezzo del grano duro, legato alla possibilità di utilizzarlo come biocarburante (che ha rotto il "monopsonio" con il settore alimentare) ed alla riduzione della quantità coltivata, ha aumentato il potere dei fornitori; allo stesso tempo la crescita dimensionale dei gruppi industriali e la presenza di fornitori in varie parti del mondo, ha riequilibrato i rapporti di forza " a monte". In relazione a questa variabile bisogna tener conto di quanto detto in precedenza circa la progressiva monopolizzazione del mercato delle sementi e della predominanza della coltivazione in alcune aree geografiche.

Il **potere dei clienti** è medio, ed è ascrivibile a:

- Elevato numero di clienti (da intendersi anche ristoranti, piccoli dettaglianti e CDO; per questi ultimi conta la dimensione relativa alla dimensione dell'impresa fornitrice, che ne determina il potere contrattuale).
- Volumi di acquisto minimo bassi.
- Soprattutto in Italia è un elemento base dell'alimentazione e ciò comporta acquisti stabili e ripetuti.

La **concorrenza** è molto elevata:

- È un settore molto concentrato.
- La dimensione consente di attuare strategie di leadership di costo e i margini sono quindi molto ridotti.
- Mercato maturo, con tassi di crescita negativi o nulli: l'aumento di quote di mercato avviene solo a discapito dei concorrenti (numerosi, a tal proposito, sono stati, specialmente negli Stati Uniti, i ricorsi all'autorità antitrust relativi a presunti abusi di posizione dominante ed utilizzo di prezzi predatori).

La **minaccia di prodotti sostitutivi** è media e dipende molto dal paese di riferimento: per prodotti sostitutivi si intendono principalmente riso e pane. In un contesto dove la pasta viene consumata giornalmente non rappresentano un prodotto comparabile in grado di erodere quote di mercato, mentre in altri contesti, quali ad esempio il sud America ed ai paesi asiatici, il consumo di riso è prevalente; la diffusione infine in altre realtà del *fast food service* e dei pasti veloci, rendono il pane un prodotto preferito.



fonte: presentazione agli investitori Ebro Puleva.

Il modello di Porter offre un prezioso contributo nell'analisi della attuale struttura del settore e giustifica la predominanza di alcuni concorrenti; la competizione a livello globale è dominata dalla Barilla Holding spa, che possiede 30 siti produttivi, di cui 14 in Italia e 16 all'estero, esporta in 100 paesi nel mondo e compete nel segmento premium con il marchio Voiello, seguita dal Gruppo Ebro presente, attraverso diversi *brand*, in circa 30 paesi.

Grazie ad una serie di acquisizioni compiute tra il 2007 ed il 2015 e lo sfruttamento delle sinergie di ricavo *in place*, la multinazionale spagnola ha chiuso il bilancio 2014 con un fatturato complessivo della divisione pasta di 1.029 milioni di euro, aumentando il proprio vantaggio competitivo rispetto ad altri competitors e riducendo il divario con la market leader globale.

Exhibit 8 Top 20 Global Pasta Companies, 2007

Company	Headquarter Country	2007 Turnover (USD millions)	2007 Turnover (EUR millions)
Barilla Holding SpA	Italy	1,513.7	1,029.7
Grupo Ebro Puleva SA	Spain	911.8	620.3
Nestlé SA	Switzerland	506.4	344.5
Cargill Inc	U.S.	323.7	220.2
Pastificio Selmi AS	Brazil	319.0	217.0
Heinz Co, HJ	U.S.	292.4	198.9
M Dias Branco SA Comércio e Indústria	Brazil	248.6	169.1
Makfa OAO	Russia	229.9	156.4
De Cecco SpA	Italy	224.0	152.4
American Italian Pasta Co	U.S.	216.5	147.3
Nisshin Seifun Group Inc	Japan	206.4	140.4
Pastificio Rana SpA	Italy	193.8	131.8
La Moderna SA de CV, Grupo	Mexico	191.7	130.4
Agros APK ZAO	Russia	168.8	114.8
J Macêdo Alimentos SA	Brazil	149.4	101.6
Dangote Group of Companies	Nigeria	128.4	87.3
Divella, F SpA	Italy	125.3	85.2
Comercial Gallo SA	Spain	113.4	77.1
Alicorp SAA	Peru	112.4	76.5
Golden Pasta Co Nigeria Ltd	Nigeria	105.1	71.5

Source: Adapted from data provided to casewriters from Euromonitor, 2009.

fonte: Harvard Business School paper “ Ebro Puleva”.

3. IL MADE IN ITALY E L'IMPORTANZA DEL MARCHIO

Alcune imprese che competono nel settore alimentare hanno tratto grande vantaggio dalla globalizzazione dei mercati e dalla riduzione delle barriere doganali, nonché dalla facilitazione e maggior rapidità degli scambi commerciali; allo stesso tempo però ciò ha comportato una esposizione sempre maggiore alla concorrenza di soggetti provenienti da altre aree geografiche.

In alcuni casi la concorrenza è “leale” e si basa sulla trasmissione al consumatore finale delle informazioni relative alle caratteristiche del prodotto, lasciando che questi valutino il rapporto qualità prezzo; in altri casi si sfruttano le asimmetrie informative e le ambiguità normative per proporre sul mercato dei prodotti che ingannano, più o meno direttamente, chi compra i prodotti.

Nello specifico del settore alimentare italiano, la crescita dell'export e la conquista di nuovi mercati sono messi a rischio dalla diffusione di beni alimentari che richiamano l'Italia e la qualità dei suoi prodotti e che puntano ad esserne considerati dei perfetti sostituti, nonostante vi siano delle differenze notevoli nelle materie prime utilizzate, nell'esperienza e nelle competenze di processo. Questo è un tema di fondamentale importanza che, se trascurato, può minare la capacità competitiva e la sopravvivenza stessa di società che competono su mercati esteri.

Gli strumenti di protezione che le imprese italiane hanno per contrastare il suddetto fenomeno sono tanto di tipo legale (la regolamentazione relativa ai prodotti Made In, D.o.p. , D.g.p. nonché la registrazione del proprio marchio) quanto di tipo strategico, ovvero la capacità di diffondere ed affermare i propri brand e trasferire al consumatore delle informazioni che gli permettano di effettuare scelte consapevoli, di fatto educandoli al consumo.

Per tali motivi la strategia di espansione geografica deve comprendere una analisi della presenza e della magnitudo di queste minacce nelle aree di possibile interesse e sfruttare tutti i mezzi disponibili per riuscire comunque a penetrare nel mercato e conquistarne una fetta profittevole.

Di seguito vengono discusse le regole relative al *Made in Italy* e alla registrazione dei marchi nonché la capacità di costruire valore intorno al *brand* ed alla sua riconoscibilità, *brand* che molto spesso rappresenta una parte consistente del valore complessivo della società. Come si vedrà in seguito, l'importanza strategica dell'acquisizione di Garofalo da parte di Ebro ed il peso che questa ha assunto nel portafoglio del gruppo spagnolo si basa proprio sulla riconoscibilità e sulle potenzialità commerciali di un marchio legato indissolubilmente all'Italia ed al suo territorio, attraverso cui acquista un valore che gli permette di costruire un vantaggio competitivo in altri paesi europei.

3.1 Il made in Italy e gli strumenti legali di protezione

Storicamente *Made in Italy* era un'espressione in lingua inglese apposta dai produttori italiani sulle merci, specie dagli anni ottanta in poi, nell'ambito di un processo di rivalutazione e difesa dell'italianità del prodotto come conseguenza di un incremento delle esportazioni e della presenza dei mercati esteri, al fine di contrastare la falsificazione della produzione artigianale e industriale italiana, soprattutto nei quattro settori in cui il nostro paese detiene un vantaggio competitivo "di origine", in Italia noti anche come "Le quattro A" di *Abbigliamento*, *Agroalimentare*, *Arredamento* (e design) e *Automobili* (tutto quello che riguarda la meccanica, compresi macchinari e navi).

L'esigenza nacque in questo periodo perché si assistette ad una progressiva liberalizzazione del commercio (adozione delle norme di regolamentazione del commercio internazionale nell'ambito del GATT tra il 1984 ed il 1994, sostituito poi l'anno successivo dal WTO e l'istituzione del mercato interno dell'unione europea del 1993) e all'aumento della concorrenza dei paesi emergenti; lo scopo era quello di facilitare l'ingresso in nuovi mercati senza doverci stabilire e allo stesso tempo garantire ai prodotti italiani di essere riconosciuti e di beneficiare di una forte rivalutazione sia nel settore industriale che in quello artigianale, permettendogli nel tempo di costruire fama e reputazione legate alla qualità ed alle competenze distintive.

Negli anni questo vantaggio si sta erodendo, a causa principalmente della frammentazione settoriale e della riluttanza ad intraprendere azioni coordinate che minano la capacità competitiva delle nostre imprese rispetto a realtà più grandi e strutturate, che sostengono costi più bassi ed utilizzano strategie di comunicazione e attrazione dei consumatori più efficaci.

Le caratteristiche su cui andrebbe rafforzato il vantaggio competitivo delle nostre imprese sono relative all'immagine del nostro Paese che si è diffusa all'estero e sulle aspettative che i consumatori hanno rispetto ai prodotti di origine italiana; secondo un sondaggio realizzato da KPMG Advisory al *Made in Italy* vengono associati valori come estetica, bellezza, lusso, benessere e passione. Fattori come innovazione e tecnologia rimangono invece ancora distanti dall'identità del nostro paese. Conseguentemente negli ambiti sopracitati i consumatori stranieri percepiscono un valore superiore nei prodotti italiani per il solo fatto che questi vengano prodotti con risorse e soprattutto competenze nostrane, e ciò si traduce in una maggiore disponibilità a pagare.

In particolare gli attributi universalmente riconosciuti al *Made in Italy* sono:

- *Know how* specifico.
- Eccellenza qualitativa.
- Estetica (prodotti sofisticati per gusto e stile).
- Capacità di acquisire *leadership* globali in nicchie di mercato.
- Flessibilità permessa da bassi livelli di integrazione verticale e attitudine a lavorare secondo logiche di rete, diffusione dei distretti industriali.
- Conoscenze tacite.
- “Innovazione senza ricerca” e creatività.

Il *Made in Italy*, inteso non solamente come produzione localizzata nel nostro Paese, ma come percezione del prodotto nel suo insieme, rappresenta un asset con notevoli potenzialità: risulta il terzo marchio più noto al mondo dopo Coca – Cola e Visa.

Questo dato potrebbe comunque portare a delle conclusioni errate, in quanto è necessario considerare non solo i prodotti contraffatti, ma soprattutto quelli che rientrano nella definizione di *italian sounding*: in particolare per il settore alimentare, uno studio della Coldiretti ha dimostrato come a causa dei prodotti *italian sounding*, ovvero quel fenomeno di contraffazione imitativa che induce il consumatore ad associare il prodotto locale a quello italiano attraverso l'utilizzo di parole, immagini, colori e riferimenti geografici, la nostra economia perda ogni anno circa 26 miliardi di euro solo in Europa e circa 60 miliardi complessivi: negli Stati Uniti ed in Canada il rapporto tra vero *made in Italy* e prodotti "simil - italiani" è di 1 a 10, in EU di 1 a 2.

Mentre nel caso di contraffazione è possibile intraprendere azioni legali, poiché vengono illegalmente imitati marchi o ricette già registrati, nel secondo caso l'intenzionale genericità ed ambiguità del richiamo rende quasi impossibile qualsivoglia forma di tutela; ad esempio, nei cosiddetti accordi TRIPs (The Agreement on Trade Related Aspects of Intellectual Property Rights) adottati a Marrakech nel 1994 con l'intento di tutelare le indicazioni geografiche, si trovano deroghe per prodotti con nome "generico", quindi entrato nell'uso comune (i consumatori vengono protetti solo se l'utilizzo dell'indicazione geografica risulta fuorviante, come disposto dall'art. 22) oppure clausole che tutelano i produttori che più o meno in buona fede hanno utilizzato delle denominazioni specifiche prima dell'entrata in vigore degli accordi TRIPs (così detta "clausola del nonno" contenuta al paragrafo 5 dell'articolo 24).

Questo fenomeno è diffuso soprattutto negli Stati Uniti e nell'Unione Europea, dove marchi di pasta come Ronzoni e Panzani (entrambi del gruppo Ebro) sfruttano l'ambiguità nei messaggi pubblicitari e le asimmetrie informative tra produttori e consumatori per aumentare il valore percepito dei loro prodotti attraverso l'attribuzione di caratteristiche proprie dei *brand* italiani. (La Ronzoni, come la Barilla, ha scelto il blu come colore delle sue confezioni).

Come dichiarato da Luigi Scordamaglia, presidente di Federalimentare, il contrasto a questo fenomeno non passa esclusivamente attraverso la protezione legale, ma principalmente attraverso la creazione di piattaforme distributive e logistiche che portino i prodotti italiani dove oggi non arrivano ma dove c'è domanda; in questa ottica, l'ingresso della Garofalo all'interno di un soggetto multinazionale che ha già una presenza commerciale in moltissimi paesi europei ed al di fuori dell'unione e la possibilità di sfruttarne il *network* distributivo rappresenta una soluzione idonea non solo a cogliere nuove opportunità di business e di crescita, ma anche a contrastare un fenomeno che danneggia l'Italia nel suo complesso.

3.1.1. Il quadro normativo di riferimento.

Le norme relative alla possibilità di dichiararsi come prodotto *Made in Italy* sono contenute nel regolamento CEE n. 2913/92 del 12 ottobre 1992, che è stato rivisto e aggiornato dal regolamento CE n.450/2008. Di particolare rilevanza risultano gli articoli 23 e 24, già presenti nella prima versione; l'articolo 23 identifica le merci che possono essere identificate come originarie di un paese: la disciplina risulta esaustiva e specifica e permette un'accurata valutazione dell'origine delle materie prime utilizzate (che come visto in precedenza sono fondamentali per la qualità del prodotto finito nel business oggetto di studio).

Articolo 23

1. Sono originarie di un paese le merci interamente ottenute in tale paese.

2. Per merci interamente ottenute in un paese s'intendono:

- a) i prodotti minerali estratti in tale paese;
 - b) i prodotti del regno vegetale ivi raccolti;
 - c) gli animali vivi, ivi nati ed allevati;
 - d) i prodotti che provengono da animali vivi, ivi allevati;
 - e) i prodotti della caccia e della pesca ivi praticate;
 - f) i prodotti della pesca marittima e gli altri prodotti estratti dal mare, al di fuori delle acque territoriali di un paese, da navi immatricolate o registrate in tale paese e battenti bandiera del medesimo;
 - g) le merci ottenute a bordo di navi-officina utilizzando prodotti di cui alla lettera f), originari di tale paese sempreché tali navi-officina siano immatricolate o registrate in detto paese e ne battano la bandiera;
 - h) i prodotti estratti dal suolo o dal sottosuolo marino situato al di fuori delle acque territoriali, sempreché tale paese eserciti diritti esclusivi per lo sfruttamento di tale suolo o sottosuolo;
 - i) i rottami e i residui risultanti da operazioni manifatturiere e gli articoli fuori uso, sempreché siano stati ivi raccolti e possono servire unicamente al recupero di materie prime;
 - j) le merci ivi ottenute esclusivamente dalle merci di cui alle lettere da a) ad i) o dai loro derivati, in qualsiasi stadio essi si trovino.
3. Per l'applicazione del paragrafo 2, la nozione di paese comprende anche il rispettivo mare territoriale.

fonte: regolamento CEE n. 2913/92.

Il problema sorge di converso nel momento in cui il prodotto che deve ottenere la dicitura *made in* sia un insieme di parti e componenti provenienti da diversi paesi che subiscono un processo di trasformazione in una o più fasi. Secondo l'articolo 24 infatti, è sufficiente che una parte sostanziale o l'ultima trasformazione venga realizzata in Italia, affinché possa essere considerato "italiano"; è però assente ogni indicazione circa le percentuali di incidenza, ovvero come valutare le attività di progettazione e produzione e i componenti o materie prime ordinati in outsourcing ed utilizzati nel processo produttivo: il concetto di trasformazione sostanziale rimane molto generico (come caso limite si pensi a prodotti che vengono interamente realizzati all'estero ma sono commissionati da una azienda con sede in Italia e possono riportare il marchio *Made in Italy*).

Articolo 24

Una merce alla cui produzione hanno contribuito due o più paesi è originaria del paese in cui è avvenuta l'ultima trasformazione o lavorazione sostanziale, economicamente giustificata ed effettuata in un'impresa attrezzata a tale scopo, che si sia conclusa con la fabbricazione di un prodotto nuovo od abbia rappresentato una fase importante del processo di fabbricazione.

fonte: regolamento CEE n. 2913/92.

E' chiaro come da una parte le imprese italiane più grandi sfruttino le lacune della regolamentazione per delocalizzare alcune fasi del processo produttivo e delle fonti di approvvigionamento e migliorare i margini di profitto (a tal proposito va ricordato che la normativa europea impone di riportare sulla confezione il paese di origine del produttore, ma non dello stabilimento di produzione), dall'altra come questo fenomeno leda le imprese più piccole, che lavorano esclusivamente con materie locali e sul territorio; la dicitura "*made in Italy*" ha perso di esclusività e rischia di perdere gli attributi che la caratterizzano. Un primo tentativo di ovviare a questo problema è rappresentato dall'introduzione nell'ordinamento delle diciture "*100% made in Italy*": previsto con la legge 166/2009, garantisce i prodotti per i quali il disegno, la progettazione, la lavorazione ed il confezionamento sono compiuti esclusivamente sul territorio italiano.

La Cassazione penale con una sentenza della III sez. del 23 settembre 2005 n. 34103, riprendendo la disciplina comunitaria, ha inoltre chiarito, in relazione all'etichettatura, che devono sussistere le condizioni di intera fabbricazione sul territorio nazionale o la trasformazione/lavorazione sostanziale per non violare l'articolo 517 c.p. e l'articolo 4 della legge 350/2003, in quanto condotta idonea ad ingannare il consumatore circa l'origine della merce. Di recente introduzione va infine citato il regolamento europeo 1169/11, che dal 14 dicembre 2014 ha abolito l'obbligo di inserire

sull'etichetta lo stabilimento di provenienza o confezionamento della merce: tale norma ha di fatto sfumato ancora di più i confini che distinguono prodotti *made in Italy* e *italian sounding*.

In sostanza in ambito comunitario sussistono solamente norme di tutela del diritto dei consumatori ad avere informazioni corrette e ciascuno Stato membro applica le proprie normative interne; nonostante la responsabilità della scelta venga scaricata sempre più sui clienti, in contesti in cui le asimmetrie informative sono più marcate e le abitudini alimentari non spingono alla ricerca di prodotti qualitativamente superiori, il prezzo dei prodotti alimentari rappresenta la variabile discriminante di scelta; questo avvantaggia ulteriormente i produttori che beneficiano delle norme sopracitate, mentre rende più gravosa e squilibrata la competizione per quei produttori che, per scelta o necessità, non vi ricorrono.

Per quanto riguarda invece l'Italia, la normativa di riferimento è contenuta nel D.P.R. 12/06/1950 n. 86532, che fa riferimento alle indicazioni di provenienza e prevede il sequestro di prodotti recanti false o fallaci indicazioni circa il paese di provenienza, sia nel momento in cui le indicazioni vengono apposte, sia in fase di importazione; la norma è stata successivamente ripresa dalla legge n.350/2003 (legge finanziaria 2004) all'art. 4.

Si applica inoltre la legge 12636/91 relativa alle norme sull'informazione del consumatore, secondo la quale: "i prodotti o le confezioni dei prodotti destinati al consumatore, commercializzati sul suolo nazionale, devono riportare in lingua italiana informazioni chiaramente visibili"; inoltre si fa riferimento a quanto disposto dal decreto legge n.135/2009 che identifica e distingue tra prodotti 100% italiani dai prodotti *made in Italy*, la cui definizione è riportata all'art.24 del suddetto regolamento CE. Oltre a regole inerenti la confezione e le informazioni minime da fornire, nel nostro ordinamento sono normati anche gli ingredienti: le paste alimentari prodotte industrialmente e destinate al commercio, secondo la legge italiana, possono essere realizzate solo con l'utilizzo di acqua e sfarinati di grano duro nei tipi e con le caratteristiche riportate nella tabella sottostante,

dove il grado di acidità è espresso dal numero di centimetri cubici di "soluzione alcalina normale" occorrente per neutralizzare 100 grammi di sostanza secca.

Tipo e denominazione	Umidità massima %	Ceneri min. (%)	Ceneri max. (%)	Proteine min. (%)	Acidità massima in gradi
Pasta di semola di grano duro	12,50	-	0,90	10,50	4
Pasta di semolato di grano duro	12,50	0,90	1,35	11,50	5
Pasta di semola integrale di grano duro	12,50	1,40	1,80	11,50	6

fonte: DPR n. 187/2001.

Tutti i prodotti contenenti ingredienti diversi sono considerati paste speciali e devono essere messe in commercio con la dicitura "pasta di semola di grano duro" completata dalla menzione dell'ingrediente utilizzato e, nel caso di più ingredienti, di quello o di quelli caratterizzanti.

La pasta prodotta in altri Paesi (soggetti ad altri regolamenti), in tutto o in parte con sfarinati di grano tenero e posta in vendita in Italia, deve riportare una delle seguenti denominazioni:

- Pasta di farina di grano tenero, se ottenuta totalmente da sfarinati di grano tenero.
- Pasta di semola di grano duro e di farina di grano tenero, se ottenuta dalla miscelazione dei due prodotti con prevalenza della semola.
- Pasta di farina di grano tenero e di semola di grano duro, se ottenuta dalla miscelazione dei due prodotti con prevalenza della farina di grano tenero.

Da quanto detto fino ad ora risulta evidente che lo scopo delle normative sopracitate sia quello di fornire ai consumatori le informazioni necessarie a compiere una scelta consapevole ma allo stesso tempo di garantire la libera circolazione dei prodotti tra i paesi della comunità per non ledere la concorrenza; è chiaro d'altra parte come non tutti i consumatori abbiano la stessa sensibilità alle informazioni che gli vengono fornite e valutino la qualità al di là del prezzo. Ciò si traduce in delle scelte strategiche e di investimento ben precise riassumibili in due assunti chiave: i paesi nei quali aggredire il segmento premium nel settore della pasta devono avere un grado di protezione minimo sufficiente a garantire una competizione leale e la comunicazione deve essere mirata ad educare i consumatori a riconoscere caratteristiche ed attributi distintivi dei prodotti italiani, così da poterli distinguere da altri che cercano di sfruttarne il maggior valore percepito, distorcendo l'effetto prisma. Queste due linee guida sono entrambe riscontrabili nel *modus operandi* della Ebro: in primis ha selezionato dei mercati in cui già aveva una presenza commerciale e conosceva dunque le dinamiche di consumo ed i trend della domanda, tutti facenti parte dell'unione europea e nei quali i consumatori utilizzano anche la qualità come criterio di scelta; in secondo luogo ha investito massicciamente in marketing e comunicazione per contribuire all'affermazione del marchio e promuoverne l'italianità.

3.2. Il marchio e gli strumenti di valutazione

Come si vedrà nello specifico nel quarto capitolo, l'operazione è stata finalizzata ad acquisire un marchio ed i prodotti ad esso associati, così da poterlo sfruttare in contesti diversi da quello di riferimento. Pertanto è utile specificare le caratteristiche, le forme di tutela e gli strumenti di valutazione di questo *asset* intangibile.

"Costituiscono marchi di impresa tutti i segni che possono essere riprodotti graficamente, in particolare le parole, compresi i nomi di persone, i disegni, le lettere, le cifre, la forma del prodotto

o il suo confezionamento, a condizione che tali segni siano adatti a distinguere i prodotti o i servizi di un'impresa da quelli di altre imprese." Direttiva CE 95/2008, art.2.

In un contesto nel quale la capacità di differenziare prodotti e servizi mantenendo i prezzi competitivi diventa sempre di più la chiave del successo di una società, il marchio rappresenta la sintesi della storia, la reputazione, la cultura, i valori e la qualità che l'impresa vuole comunicare al cliente. Da un punto di vista economico, non è altro che un *asset* privo di valore intrinseco se non è riconosciuto dal consumatore, che vi associa determinate caratteristiche. Il vero valore è determinato unicamente dal suo accredito sul mercato e dalla "capacità di vendita" dei prodotti stessi; grazie alla pubblicità ed al proliferare di diversi canali di comunicazione, il marchio si è trasformato da semplice segno distintivo a simbolo di un insieme di valori, veicolo di emozioni e stili di vita: è questo che si impone come strumento stesso di comunicazione e trasmissione di richiami e suggestioni i quali a loro volta attivano meccanismi psicologici di spesa dei consumatori.

Quanto detto vale sia per i marchi di prodotti specifici sia per il marchio *made in Italy*, di cui si comprende l'importanza e la forza solo nel momento in cui si considerano le caratteristiche del nostro paese che porta con sé; ciò risulta fondamentale soprattutto nel settore alimentare, dove i prodotti beneficiano dell'idea di tradizione, radicamento con il territorio, genuinità e gusto italiani.

E' quindi necessario quantificare il valore aggiunto da questo *asset* intangibile, nel tentativo di determinare il suo peso sulla performance complessiva e valutare il suo grado di replicabilità, attraverso una analisi delle alternative, dei tempi e dei costi associati. Soprattutto nel caso di una operazione di m&a l'inserimento di un brand in un portafoglio marchi e le sinergie di ricavi che è potenzialmente in grado di generare rendono il procedimento essenziale a determinare un prezzo di offerta ed a compiere previsioni sulle performance future. Si vedrà in seguito come la Ebro abbia

identificato principalmente sinergie di *cross branding*, distribuendo il brand Garofalo attraverso il network logistico del gruppo; queste sinergie hanno costituito la parte prevalente del *bidding price*.

3.2.1. La valutazione finanziaria

Il procedimento di valutazione risulta difficoltoso a causa della mutevolezza del valore nel tempo e la correlazione a variabili non semplici da identificare e ponderare, specie quando è necessario attribuire al marchio un valore “di mercato “ e non semplicemente di iscrizione in bilancio.

I requisiti *sine qua non* affinché abbia un qualsivoglia valore sono:

- Essere idonei a contraddistinguere un prodotto.
- Godere di tutela giuridica, ovvero essere registrati o registrabili secondo la legislazione del paese di origine e/o utilizzo.
- Essere trasferibili.

Una volta verificate le condizioni di base, i principali metodi utilizzati per determinare il valore di mercato di un marchio sono: l’attualizzazione dei redditi finanziari attesi, la determinazione del costo sostenuto e la determinazione del costo di riproduzione.

3.2.2. Attualizzazione dei redditi differenziali attesi

Questo procedimento risulta il più corretto da un punto di vista concettuale e fa discendere il valore del marchio dalla sua capacità di contribuire alla produzione dell’utile aziendale. Il reddito da prendere in considerazione non è il profitto derivante dal prodotto contraddistinto dal marchio, ma il maggior reddito che questo presumibilmente è in grado di realizzare rispetto ad un prodotto con qualità e caratteristiche simili privo di marchio, o con un marchio ancora scarsamente affermato.

Una volta identificato il reddito differenziale che verrà presumibilmente generato ogni anno, questi valori vengono attualizzati: gli elementi necessari saranno dunque il reddito differenziale atteso, il numero di anni considerati ed il tasso di attualizzazione.

La determinazione del reddito differenziale può essere difficoltoso sia per quanto riguarda l'isolamento di una linea di prodotto che in relazione al reperimento di informazioni di redditività del prodotto utilizzato come *benchmark*; inoltre sorge un problema, concettuale e pratico, relativo al fatto che il suddetto reddito può essere generato da altri fattori, quali ad esempio l'efficienza produttiva e la capacità distributiva, che nella pratica sono inscindibili, ed il "ribaltamento" dei ricavi e degli utili sui singoli *driver* non può che avvenire per mezzo di semplificazioni.

Per ovviare a questi ostacoli si considera che, se venisse concesso l'utilizzo del marchio ad un soggetto terzo, questo pagherebbe una *royalty* commisurata al giro d'affari: il valore del marchio è calcolabile come il valore delle *royalties* che un terzo sarebbe disponibile a pagare sul mercato per utilizzarlo (*fair value*). Nella prassi la percentuale di *royalties* varia a seconda della capacità di attrazione e di conoscenza diffusa del marchio e dipende dalla frequenza con cui nuovi prodotti vengono introdotti sul mercato: minore è la frequenza, più il mercato viene considerato dominato, maggiore sarà il valore di una *royalty*; il loro valore è basato sul volume di affari che l'azienda, utilizzando quel marchio, riesce a realizzare in previsione agli *n* anni considerati nella stima del valore; è chiaro come questo valore sia direttamente legato alla *brand awareness*, al tasso di fidelizzazione della clientela ed il rapporto tra l'attrattività di un settore e la capacità competitiva (tassi di crescita potenziali) di un business, sintetizzabile attraverso l'utilizzo di matrici di portafoglio.

La stima del numero di anni per i quali estendere i futuri redditi differenziali deriva dal "ciclo di vita" del marchio, ovvero il periodo di tempo nel quale potrà essere utilizzato. Nonostante possa essere rinnovato indefinitamente, il suo valore economico, per quanto esteso nel tempo, non è

illimitato: andranno prese in considerazione la quota di mercato raggiunta, assoluta e relativa, e la possibilità di entrata in nuovi mercati (più un marchio è affermato, più è alta è la probabilità che abbia un ciclo di vita lungo). In generale il periodo va dai 10 ai 20 anni ed è associato a fattori quali il tasso di defezione (*churn rate*) e la longevità media prospettica, i quali dipendono a loro volta dalle politiche di comunicazione, dagli investimenti in pubblicità, dal marketing relazionale e dal grado di *customer loyalty*.

Il tasso di attualizzazione, come in tutti i casi di valutazione d'azienda, va scelto in base al grado di rischio legato all'investimento ed alla remunerazione che un investitore potrebbe ottenere con investimenti alternativi, a parità di rischio e varia quindi a seconda della situazione specifica e di elementi contingenti.

3.2.3. Determinazione del costo sostenuto.

In assenza di dati disponibili sulla capacità di generare un reddito differenziale rispetto ad uno o più *comparables*, è possibile analizzare i costi sostenuti in passato per lanciare il marchio e per occupare nel mercato le posizioni raggiunte al momento della valutazione, ovvero sostanzialmente: costi legati all'agenzia pubblicitaria che lo ha ideato, nel caso in cui sia stato realizzato in *outsourcing*, e di colui che ne ha accertato la novità e dunque l'utilizzabilità; costi di deposito e registrazione del marchio; costi sostenuti per costruire l'immagine del marchio e la sua capacità competitiva (investimenti in comunicazione e pubblicità); costi indiretti necessari allo svolgimento delle attività sopra menzionate.

Il limite di questo metodo è palese ed è relativo alla mancata considerazione dei benefici futuri che ne possono derivare, mentre vengono considerati esclusivamente i costi storici; è pertanto utilizzabile come una solida base storica su cui costruire una analisi prospettica, ma va utilizzato con dovuti accorgimenti e integrazioni.

3.2.4. Determinazione del costo di riproduzione

Si tratta di un metodo attraverso cui il valore di un marchio è determinato considerando i costi che sarebbe necessario sostenere, al momento della valutazione, per ricostruire la stessa immagine e valore di mercato ottenuto; anche in questo caso è necessario dunque identificare le componenti di costo significative, espresse però a prezzi correnti: principalmente si tratta degli investimenti di marketing che un soggetto dovrebbe compiere per raggiungere un posizionamento equivalente sul mercato.

Il limite principale che si riscontra è la mancata considerazione della redditività futura, oltre alle difficoltà nel ricondurre costi storici a valori presenti.

Da quanto detto risulta chiaro che la valutazione non può prescindere da considerazioni di carattere interno ed estero alla società che hanno influito nel tempo sulla costruzione e sul mantenimento di un vantaggio competitivo attraverso le politiche di marchio e non ci si può esimere dal tenere in considerazione tanto i trend passati che le prospettive future.

3.2.5. L'ufficio marchi e brevetti

Il presupposto necessario alla possibilità di attribuire un qualsivoglia valore ad un marchio è che questo goda di una tutela legale adeguata. Vista la globalizzazione dei mercati e dei prodotti nel corso degli anni sono state introdotte nell'ordinamento delle leggi che consentono di ottenere protezione legale in diverse aree geografiche attraverso un unico procedimento e che quindi rendono più semplice l'iter burocratico necessario a introdurre i propri brand in nuovi contesti.

La titolarità di un marchio di impresa a livello nazionale viene attribuita a seguito di un deposito presso l'ufficio italiano brevetti e marchi (UIBM) del Ministero dello Sviluppo Economico; la legge richiede che il segno, graficamente rappresentabile, idoneo a distinguere il prodotto o il servizio, sia dotato di:

- Novità, ovvero non confondibile con marchi precedentemente registrati e già in uso.
- Capacità distintiva, in quanto idoneo a distinguere e richiamare un prodotto o servizio univoco.
- Liceità, intesa come conformità alla legge, all'ordine pubblico ed al buon costume e soprattutto, che non tragga in inganno i consumatori sulla provenienza geografica, sulle caratteristiche e la qualità dei relativi prodotti (a tal proposito è vietata la registrazione di segni costituiti esclusivamente dalle denominazioni generiche di prodotti o servizi o da indicazioni descrittive).

L' art. 19 del Codice di Protezione Industriale, dlgs. n.30 del 2005, precisa che “può ottenere una registrazione per marchio d'impresa chi lo utilizzi o si proponga di utilizzarlo nella fabbricazione o commercio di prodotti o nella prestazione di servizi della propria impresa o di imprese di cui abbia il controllo o che ne facciano uso con il suo consenso”. Si può trattare sia di una persona fisica, sia di una persona giuridica; la normativa stabilisce inoltre che il marchio vada rinnovato ogni 10 anni, per una durata complessiva illimitata.

Una volta registrato, i diritti di uso sono validi esclusivamente nel territorio dello Stato nel quale è stata effettuata la registrazione. Dato il valore e l'importanza che un marchio può avere nel determinare il successo di un prodotto, è nell'interesse dell'impresa registrare il marchio in tutti i Paesi nei quali ha o potrebbe avere presenza commerciale o nei quali intende concederlo in licenza d'uso; pertanto alla base di qualsiasi strategia di internazionalizzazione e di commercializzazione dei propri prodotti all'estero va considerata la possibilità (soprattutto legata alla normativa ed al sistema giuridico di riferimento) di ottenere una effettiva protezione legale.

I modi per farlo sono sostanzialmente tre:

Attraverso una serie di registrazioni nazionali: la domanda di registrazione va presentata all'Ufficio nazionale marchi di tutti i Paesi in cui si vuole ottenere la protezione, seguendo la procedura prevista da ogni singolo Ufficio nazionale, nella lingua prescritta e pagando le relative tasse (alcuni Paesi esigono i servizi di un consulente di marchi iscritto all'albo di quel Paese).

Ricorrendo alla registrazione di marchio comunitario: Il marchio comunitario è un marchio registrato presso l'UAMI (Ufficio per l'armonizzazione del mercato interno) con sede ad Alicante (Spagna), conformemente alle condizioni stabilite nei regolamenti sul marchio comunitario ed è valido in tutto il territorio dell'Unione europea; è impossibile limitare la portata geografica della tutela solo ad alcuni Stati membri. Tant'è che, a ogni successivo allargamento dell'Unione europea, ogni marchio comunitario registrato o per il quale si è presentata domanda di registrazione viene automaticamente esteso ai nuovi Stati membri senza la necessità di avviare nuove procedure o di pagare ulteriori tasse.

Come qualsiasi marchio, anche il marchio comunitario deve rispondere a determinati requisiti quali la novità, la capacità distintiva e la liceità (si veda l'art.7 del Regolamento CE n. 207/2009) che dovranno risultare tali in tutti i Paesi dell'Unione Europea e l'attestazione tradotta in tutte le relative lingue ufficiali.

Attraverso la registrazione di marchio internazionale. Sulla base di una domanda o di una registrazione di marchio nazionale italiano è possibile, con un'unica procedura amministrata dall'Organizzazione Mondiale della Proprietà Intellettuale (OMPI), registrarlo negli 89 Paesi aderenti all'Unione di Madrid (Accordo di Madrid e Protocollo di Madrid). Il sistema di Madrid si basa sulla cooperazione tra gli Uffici Nazionali dei Paesi Contraenti (detti "Uffici d'Origine") e l'Ufficio Internazionale che detiene il registro internazionale dei marchi. Il principale vantaggio è costituito dalla presentazione di un'unica domanda internazionale, in un'unica lingua, attraverso il pagamento di un'unica serie di tasse e in base a un'unica serie di scadenze. Anche il mantenimento e/o il rinnovo della registrazione, nonché eventuali annotazioni e trascrizioni avvengono attraverso

un'unica procedura.

E' importante evidenziare che, se uno o più Stati rifiutano la registrazione del marchio internazionale, questo rimane efficace negli altri Stati designati, dove non si sono avute contestazioni.

3.3. Lo sfruttamento del marchio

3.3.1. La riconoscibilità ed il concetto di brand awareness

La *Brand awareness* misura la capacità di un potenziale consumatore di riconoscere ed identificare facilmente un marchio, associandolo ad un prodotto, un servizio o ad una caratteristica peculiare di questi. La riconoscibilità del marchio può essere considerata come un mezzo attraverso cui i consumatori entrano in contatto e fortificano la familiarità con un prodotto o una gamma e riconoscono univocamente un determinato bene di consumo.

La definizione include sia il riconoscimento del marchio che il ricordo stesso. Il riconoscimento del marchio è inteso come l'abilità del consumatore di riconoscere distintamente uno specifico *brand* laddove gli vengano fatte domande inerenti quel "segno distintivo" o quando gli viene mostrato il marchio stesso, purché vi sia personalmente entrato in contatto o ne abbia sentito parlare; il grado più alto di riconoscibilità viene raggiunto nel momento in cui il consumatore associa un settore ad un marchio specifico (*top of the mind*) o quando il prodotto stesso è identificato con il nome del marchio.

Per creare una buona *Brand awareness* è importante creare un'affidabile *Brand image*, ovvero una precisa e codificata proposta di vendita; il messaggio deve risultare coerente ogni volta che viene veicolato e consistente, ovvero verificabile da parte del cliente finale: il valore comunicato deve coincidere con il valore percepito.

Rendere un marchio riconoscibile comporta la formalizzazione di una strategia di comunicazione e l'investimento nei canali più idonei a raggiungere i consumatori *target*, nonché la coerenza con il posizionamento scelto e l'immagine del proprio prodotto, attraverso una attenta implementazione delle politiche di marketing.

Nel contesto internazionale è necessario bilanciare le spinte verso la standardizzazione globale e l'adattamento al contesto locale, sia in termini di definizione di prodotto e prezzi che di canali di comunicazione e distribuzione: più il posizionamento in diversi contesti è differenziato, maggiori risulteranno le necessità di coordinamento tra la strategia a livello centrale e le sussidiarie.

E' vero anche che in molti casi, nonostante la standardizzazione dell'offerta in diversi contesti geografici, il giudizio dell'acquirente può comunque essere alterato rispetto a quanto avviene nel paese di origine; questo effetto è definito "effetto prisma". La conseguenza è quella che le persone attribuiscono allo stesso marchio e agli stessi prodotti caratteristiche diverse, sintetizzabili in un effetto amplificante (il prodotto è percepito di livello superiore a quanto avviene nel paese di origine); un effetto deformante (il prodotto si orienta al soddisfacimento di bisogni diversi); riducente (il prodotto è percepito di livello inferiore a quanto avviene nel paese di origine).

Nel settore oggetto di analisi si riscontrano diverse distorsioni: in Italia i brand di pasta non italiani hanno una immagine talmente tanto "ridotta" da non essere nemmeno commercializzati; di converso qualsiasi brand italiano di pasta venduto all'estero viene inserito nel segmento premium. Queste ed altre considerazioni influenzano i comportamenti strategici delle imprese relativi all'utilizzo di uno o più marchi.

3.3.2. Brand globali e portafoglio marchi

Il posizionamento adottato può essere globale o locale e la scelta viene influenzata da variabili tanto interne quanto esterne all'impresa: la capacità produttiva, il potere di mercato, le caratteristiche del

settore competitivo, i comportamenti di acquisto e la percezione del prodotto nonché le normative locali; nella pratica sono diffusi posizionamenti ibridi che mirano a conseguire simultaneamente i vantaggi di entrambe le strategie (così detta glocalizzazione).

La forza della marca gioca un ruolo fondamentale nel successo di strategie di standardizzazione dell'offerta: l'acquisto non è fine a sé stesso, ma suscita senso di appartenenza ad un gruppo sociale e condivisione di uno stile di vita. Il brand trasmette un sistema di valori e una filosofia in cui un gruppo di persone si riconosce; si vengono a creare delle brand community che condividono passioni e stili di vita, manifestati attraverso le abitudini di consumo.

L'utilizzo di un unico brand globale o di un portafoglio marchi in diversi contesti geografici rappresenta una scelta strategica di fondamentale importanza: i vantaggi e gli svantaggi che ne conseguono vanno valutati rispetto alle caratteristiche di ogni società; nel caso del settore argomento di studio vale la pena confrontare le diverse strategie adottate dai due principali *player*, la Barilla e la Ebro.

La prima è una società storica italiana, che ha costruito la propria fama ed il proprio vantaggio competitivo puntando fortemente sul brand e sulla tradizione ad esso associata; ha scelto di costruire intorno al prodotto ed al marchio una riconoscibilità globale, che gli ha permesso di diventare la pasta italiana per eccellenza nel mondo, ed ha scelto di farlo attraverso la crescita organica, compiendo investimenti diretti di tipo *green* e *brown field* e stringendo accordi distributivi nei paesi in cui compete. Sebbene abbia impianti e sedi commerciali in molti paesi, grazie ai quali adatta la gamma offerta ai gusti locali dei consumatori, la flessibilità della manovra strategica è ridotta e vi è un limite alla differenziazione; il marchio inoltre è globalmente esposto a rischi economici e reputazionali. La decisione è stata quella di entrare in tutti i mercati maturi ed in via di espansione, utilizzando quello di origine per finanziare la crescita, attraverso una diversificazione geografica che gli ha permesso di costruire un vantaggio competitivo intorno alla

riconoscibilità del brand, alla *corporate identity* ed alla capacità di innovare; a completare la matrice geografica la Barilla possiede due marchi (Filiz e Misko) che operano in Turchia ed in Grecia. L'utilizzo di altri marchi è limitato ai business nei quali la società ha diversificato: la Barilla opera nel settore dei sughi pronti, del pane (Mulino Bianco, Harrys e Wasa) e prodotti per la colazione (Mulino Bianco, Pavesi).

La Ebro ha invece adottato un *modus operandi* diametralmente opposto: negli anni si è costruita un portafoglio marchi attraverso una strategia di crescita inorganica, ricorrendo dunque alle acquisizioni di società già affermate o ad alto potenziale nei paesi in cui desiderava espandersi.

Ognuno di questi soggetti aveva già una quota di mercato stabile ed una conoscenza approfondita delle dinamiche della domanda specifica di quell'area; il gruppo sfrutta quindi le singole capacità competitive dei *brand* che possiede e simultaneamente le sinergie commerciali specie relative ai canali distributivi ed al trasferimento di informazioni e innovazioni, mantenendo allo stesso tempo una gestione decentrata, dove le singole imprese del gruppo sono a tutti gli effetti dei centri di profitto ed in alcuni paesi competono tra loro: in tal modo si ottiene una maggior indipendenza ed isolamento tra i diversi marchi, per cui l'andamento in un contesto geografico non influisce direttamente su quello negli altri. Tale strategia è giustificata dall'ingresso in un settore già in fase di maturazione, dove le economie di apprendimento e le dinamiche competitive rappresentavano delle barriere aggirabili esclusivamente attraverso lo strumento dell'acquisizione, per la velocità ed il grado di penetrazione che garantisce.

Viste le peculiarità delle due società sopra citate e ragionando in un'ottica *best fit*, entrambe hanno adottato la strategia di crescita e di gestione delle politiche di marchio che meglio consente lo sfruttamento delle loro caratteristiche specifiche e dei loro punti di forza e che gli ha consentito di affermarsi nel settore a livello globale.

4. IL CASO EBRO FOODS – GAROFALO

4.1. Ebro foods: la storia e le strategie di crescita

La Ebro Puleva SA è una società spagnola costituita nel Gennaio del 2001 attraverso la fusione tra la Ebro e la Puleva, due soggetti operanti nel settore alimentare. Recentemente ha cambiato il nome sociale in Ebro Foods.

La Ebro stessa era stata costituita a seguito di una operazione di fusione tra la Ebro Agricola e la Sociedad General Azucarera, compiuta nel 1989; rappresentava il quinto gruppo europeo per produzione e commercializzazione di zucchero e possedeva inoltre la quota di maggioranza (60%) della Arrocerias Herba, produttrice di riso, che tra il 1986 ed il 2000 è cresciuta attraverso l'acquisizione di altre compagnie operanti nello stesso business, entrando progressivamente in otto nuovi mercati.

La Puleva invece era una società casearia spagnola che operava nel business del latte e dei suoi derivati, che a partire dagli anni '70 ha iniziato ad investire in ricerca e sviluppo per creare prodotti ad alto valore aggiunto (negli anni ottanta fu la prima società al mondo a depositare un brevetto per il latte arricchito con nucleotidi); tra il 1993 ed il 1996 una crisi finanziaria provocata dalle politiche espansive in Francia e Germania, combinate con una recessione economica, costrinsero la società a dichiarare banca rotta: solo la vendita di alcune divisioni ne garantì la sopravvivenza. Alla fine del 1999 era riuscita a ricostruirsi un vantaggio competitivo basato sulla differenziazione e la capacità distributiva, conquistando la leadership nel mercato iberico con una *market share* che sfiorava il 40%.

Lo scopo dell'operazione di fusione era compiere una diversificazione orizzontale all'interno del settore alimentare, principalmente per attenuare il rischio di focalizzazione su un unico business e

crescere dimensionalmente: il gruppo divenne il secondo più grande in Spagna, dove realizzava il 93% dei propri profitti, legati per la quasi totalità alla la vendita di prodotti *unbranded*; ciò nonostante risultava ancora molto più piccola dei principali competitors europei nel settore alimentare.

4.1.1. Il progressivo disinvestimento e la focalizzazione su un nuovo core business.

Durante lo scorso decennio la Ebro è stata protagonista di una serie di operazioni di finanza straordinaria attraverso le quali ha modificato radicalmente il proprio portafoglio di business.

Tra il 2001 ed il 2008 il management del gruppo si rese conto che, per quanto redditizio, il business dello zucchero era giunto ad una fase di maturità e i grandi paesi fornitori (India e Brasile principalmente) minacciavano di fare causa ai produttori europei attraverso il ricorso al WTO. Il possibile aumento del costo dell'*input*, una progressiva sovrapproduzione e la minore protezione verso nuovi concorrenti globali resero necessario il ricorso all'alternativa strategica del disinvestimento e della diversificazione: si decise di utilizzare i *cash flow* generati dalle attività svolte in quel settore per aumentare gli investimenti nel business caseario ed allo stesso tempo di aumentare il presidio del business della lavorazione e commercializzazione del riso, un prodotto globalmente diffuso, con un processo di trasformazione molto ridotto, il cui vantaggio competitivo viene costruito sia attraverso la capacità distributiva e l'efficienza operativa, ovvero attraverso il raggiungimento di una *leadership* di costo, sia attraverso la capacità di differenziare l'offerta per raggiungere diverse fasce di consumatori. A dimostrazione di ciò tra il 2003 ed il 2004, attraverso una serie di acquisizioni, vennero inseriti nel portafoglio marchi *brand* operanti nel Regno Unito, Danimarca, Ungheria, Finlandia, Belgio e negli USA (la Riviana Foods era la più grande società operante nel settore del riso negli Stati Uniti con una quota di mercato di circa il 17%); sempre negli Stati Uniti venne acquistata, nel 2006, Minute Rice, fino a quel momento di proprietà della Kraft Foods.

La capacità di investimento della società, l'*expertise* nell'utilizzo dello strumento strategico dell'M&A e le prospettive di crescita convinsero Hernandez Callejas, il presidente della Ebro, a valutare un altro settore, sinergico con il business del riso e con previsioni di sviluppo positive, nel quale diversificare ulteriormente e delineare il nuovo *core business* del gruppo: nel 2005 l'acquisto di Panzani, market leader in Francia con il 36% delle quote di mercato nel biennio 2004 - 2005, sancì l'ingresso nel mercato della pasta da parte della multinazionale spagnola. A partire dall'anno successivo si assistette ad un incremento delle operazioni volte ad implementare la strategia di crescita inorganica, il cui scopo era raggiungere una posizione di *leadership* globale: nel 2006 venne acquisita la società americana New World Pasta (successivamente fusa con Riviana Foods) e nel 2007 la società *leader* sul mercato tedesco, la Birkel (che nel 2013 è stata ceduta alla Nestlè); entrambe erano *leader* nel proprio mercato geografico di riferimento.

Sempre nel 2007 il consiglio Europeo approvò una nuova regolamentazione relativa alla produzione di zucchero, che sostanzialmente imponeva la riduzione delle quote a partire dal 2009/2010: la combinazione di questo vincolo con la riduzione dei margini di profitto e l'eccesso di offerta provocò, nel maggio del 2008, la vendita della divisione *sugar*, che venne acquistata da Associated British Foods, proprietaria di British Sugar per 385 milioni di euro; la Ebro ricevette inoltre degli incentivi di ristrutturazione dalla EU pari a 141 milioni proprio a causa della riforma sopracitata.

Il reinvestimento dei cash flow generati dall'operazione di disinvestimento presuppose una analisi strategica relativa ai tre settori in cui il gruppo operava con posizioni competitive, rendimenti e prospettive di sviluppo differenti:

Settore caseario. Il latte è considerato un bene di consumo base dell'alimentazione, con un 44% della popolazione globale che ne fa uso quotidiano; mentre il mercato "occidentale" risulta ormai maturo, con tassi di crescita nulli o negativi, i paesi emergenti (tra i quali India, Pakistan, Cina e i paesi del medio oriente) hanno guidato la crescita del business negli ultimi anni. La gamma di

prodotti realizzabili in questo settore (nel quale il latte viene considerato un *joint input*) è molto varia; le statistiche tuttavia mostrano una netta prevalenza di prodotti che subiscono poche fasi di lavorazione (latte fresco o pastorizzato, yogurt e creme), che rappresentano circa il 70% dei volumi totali, mentre solo il 30% è rappresentato da prodotti che vengono processati attraverso più fasi, durano di più e possono essere trasportati per distanze più lunghe, ovvero esportati (una analisi dei costi e dei benefici incrementali mostra come in un settore del genere convenga estendere le fasi di trasformazione poco dopo lo *split off point*). La Ebro dominava il settore in Spagna, attraverso la Puleva e la Lactimilk: la prima era focalizzata su prodotti ad alto valore aggiunto, differenziati e rivolti a specifici *target* di mercato (soprattutto bambini e anziani), la seconda su prodotti più standardizzati attraverso cui affermarsi sul mercato con politiche di prezzo aggressive. Nonostante questo business rappresentasse circa il 18% dei ricavi totali della compagnia e tra il 2008 ed il 2010 si fosse assistito ad un ulteriore incremento nelle vendite di quei prodotti maggiormente differenziati con cui il gruppo occupava specifiche nicchie di mercato, come era avvenuto per lo zucchero, degli accordi presi a livello europeo (Luxembourg Agreements del 2003, perfezionati ed entrati in vigore nel 2015) hanno indebolito negli anni le politiche finalizzate al controllo dei prezzi che, combinate alla liberalizzazione economica, hanno esposto i produttori a periodiche fluttuazioni dei mercati (la stessa commissione europea ha calcolato, tra il 2000 ed 2015, una caduta del prezzo del latte di circa il 40%); a ciò vanno aggiunte delle considerazioni relative all'incapacità della domanda interna (la Ebro operava esclusivamente in Spagna) di sostenere la crescita e i rischi eccessivi legati alla diversificazione geografica. E' stato quindi deciso, nel 2010, di disinvestire da questo settore e la divisione è stata venduta a Lactalis per 630 milioni di euro.

Settore del riso: anche il riso è un prodotto con una domanda forte e globalmente distribuita e che necessita di un processo di trasformazione minimo (dal semplice confezionamento in caso di riso integrale all'essiccazione o precottura per altre tipologie). Da sempre alla base dei regimi alimentari orientali e di alcuni paesi dell'area mediterranea, negli anni ha preso piede anche in Europa e negli

Stati Uniti grazie al crescente interesse per la cucina etnica ed ai flussi migratori. Ebro ha raggiunto e mantenuto una posizione di *leadership* nel settore sin dal 2009, specialmente nei mercati con una domanda emergente (che in questo caso sono quelli occidentali); i ricavi provenienti dal business del riso rappresentano oggi circa il 45% del totale.

Settore della pasta: questo business è basato sulla realizzazione di prodotti a basso margine unitario, con un elevato grado di elasticità del prezzo e spesso venduti in promozione per generare volumi; inoltre la produzione industriale lo rende *capital intensive* e soggetto a significative economie di scala. Il settore è in molte aree in fase di maturità e solo di recente si sta assistendo ad un aumento del grado di segmentazione, con i diversi *players* che si sono focalizzati, sfruttando i marchi nel loro portafoglio, su diverse ASA (aree strategiche di affari). Seguendo la strategia di concentrazione degli investimenti in quei settori con buone prospettive di redditività e di crescita, la Ebro è diventata la seconda società produttrice di pasta e di sughì nel mondo: tra il 2008 ed il 2009 il business rappresentava circa il 38% dei ricavi del gruppo.

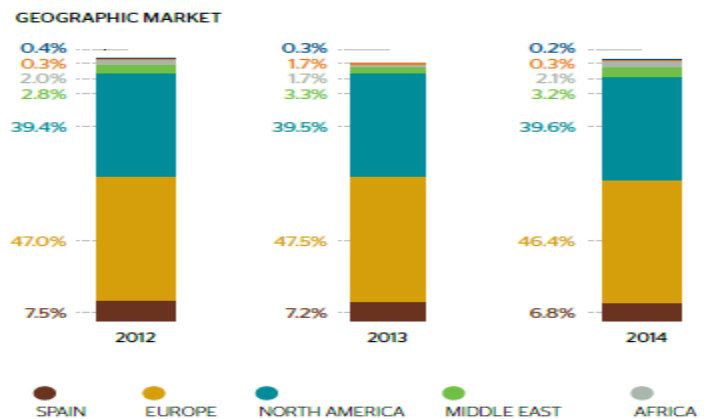
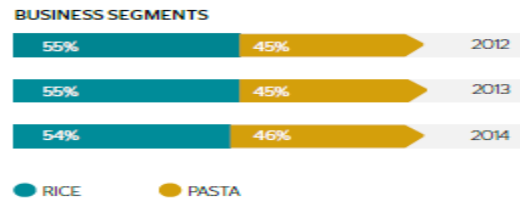
Di seguito vengono illustrate le quote di mercato detenute dalla Ebro nelle varie aree geografiche in cui opera, con un focus sui paesi europei. Sono inoltre indicate le percentuali di incidenza delle due divisioni sul fatturato complessivo della società nel corso del trimestre 2012 - 2014. Con l'ingresso della Garofalo nel portafoglio marchi e la sua commercializzazione in molti paesi europei, ci si aspetta che già nel corso del 2015 la società possa ottenere una significativa quota di mercato specialmente in Spagna e Portogallo, dove fino a questo momento competeva solo nel *business* del riso.

RICE	PASTA
------	-------

COUNTRY	MARKET SHARE
---------	--------------

SPAIN	24%	-
PORTUGAL	16%	-
GERMANY	20%	11,2%
BELGIUM	31,7%	13,7%
P.RICO	23%	-
USA	24%	25,8%
CANADA	65%	39,4%
FRANCE	23%	40,8%
CZECH REPUBLIC	-	12,5%

fonte: bilancio consolidato Ebro 31/12/2014.



4.1.2. Le matrici di portafoglio

Alla luce di quanto detto in precedenza, è utile inquadrare le mosse strategiche compiute dalla Ebro nel corso degli anni attraverso l'utilizzo di due matrici di portafoglio: la BCG e la A.d.Little.

Boston Consulting Group matrix. L'analisi viene effettuata considerando i singoli business dai quali la Ebro ha disinvestito e quelli nei quali è entrata, valutati in relazione ad una dimensione interna (*market share* relativa) ed una esterna (tasso di crescita del settore). L'asse orizzontale mostra le quote di mercato in relazione ai principali *competitors* e la linea di demarcazione verticale è stata fissata a 0,75; l'asse verticale indica invece il tasso di crescita dei singoli business in cui la Ebro ha operato o opera tutt'oggi, mentre la linea di demarcazione orizzontale è stata fissata all'8%, ovvero il tasso di crescita medio del settore alimentare dal 2003 al 2014 (archivio dati Damoradan). I dati utilizzati nella costruzione della matrice sono stati divisi in base alle quattro categorie di prodotti che nel corso degli anni hanno rappresentato il *core* business della Ebro.

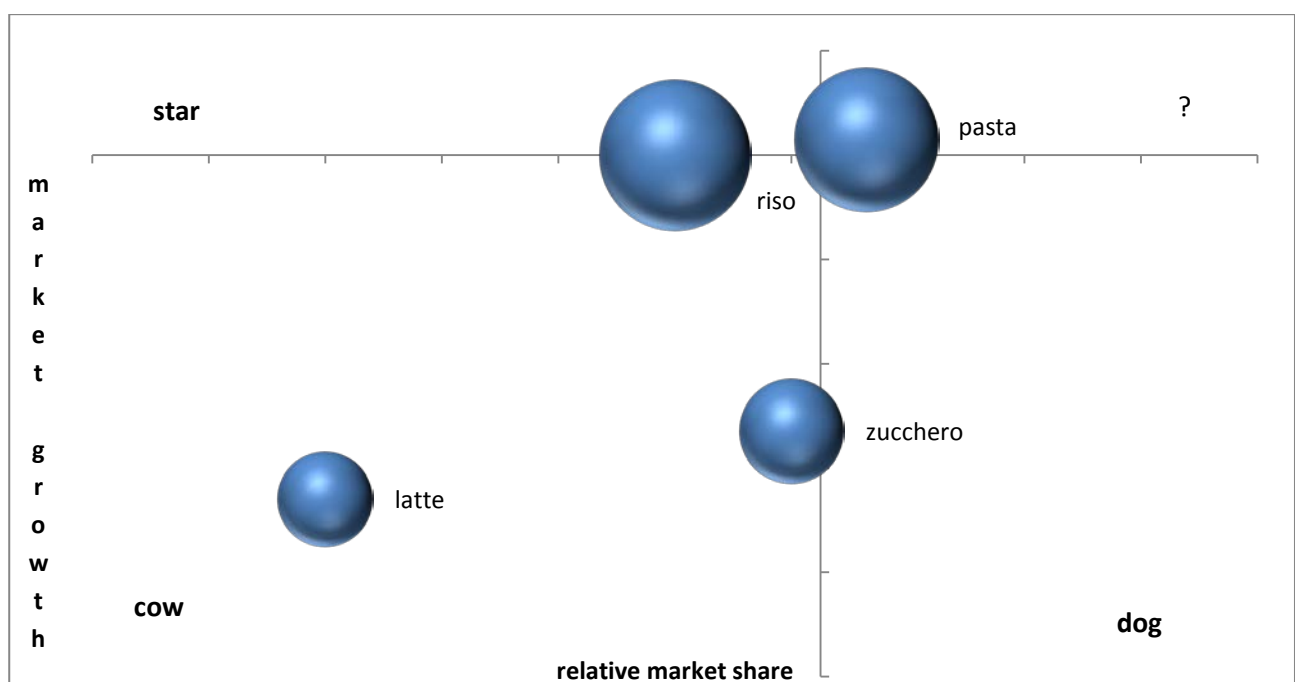
Zucchero: a causa di una forte riduzione delle barriere all'entrata, bassi margini di profitto dovuti alla caduta dei prezzi, sovrapproduzione e cambio di regolamentazione, è passato dall'essere uno *star* ad un *cash cow*, in grado di generare i *cash flow* necessari ad attuare una diversificazione correlata; il gruppo spagnolo risultava, nel 2007 (anno precedente alla vendita della divisione), *market leader* in Spagna e quinto produttore in Europa, con un razionale di quota di mercato relativa pari a 0,8. Il tasso di crescita del business è passato invece dal 5,5% del 2006 ad un 2,7% medio registrato tra il 2008 ed il 2014. Le vendite infine (esercizio 2007) sono state di circa 540.000.000 €. Lo stesso CEO Hernandez ha dichiarato nel 2004 di voler utilizzare la cassa generata da questa attività per solidificare la presenza nel settore del latte ed applicare il “modello Puleva” a quello del riso.

Latte: sempre per motivi di carattere regolamentare, strategico (il mercato interno non consentiva più una crescita sostenibile e la diversificazione geografica era eccessivamente rischiosa) e finanziario, ha assunto la configurazione di un “generatore” di flussi di cassa da utilizzare per entrare nel settore della pasta. I dati utilizzati si riferiscono all'esercizio 2009, anno precedente al disinvestimento: anche in questo caso la Ebro era *market leader* in Spagna con una *market share* che sfiorava il 40% ed un razionale di quota di mercato relativa pari a 1,6; il tasso di crescita media del business tra il 2005 ed il 2008 è stato dell'1% , mentre le vendite attribuibili a questa divisione al 31/12/2009 erano pari a 444.419.000 €. A dimostrazione della volontà strategica di utilizzare questo ramo aziendale per produrre flussi di cassa “in eccesso” va tenuto conto del fatto che tra il 2008 ed il 2009 le vendite sono calate di circa il 10% (la società si è progressivamente ritirata in una nicchia), mentre l'EBITDA è cresciuto del 14%.

Riso: visto l'ingresso del gruppo in questo business tra il 2005 ed il 2006, il tasso di crescita utilizzato è una media dei *growth rate* registrati tra il 2005 ed il 2014 ed è di circa l'8%. I valori del razionale di quota di mercato relativa (1, dovuto alla posizione di leadership della Ebro) e delle

vendite (1.139.697.000 €) si riferiscono invece all'esercizio 2014, così da dare un punto di vista della situazione attuale.

Pasta: anche in questo caso il tasso di crescita è una media sul periodo 2008/2014 (ovvero dal momento in cui si è assistito all'ingresso in questo business) ed è circa l'8%, il razionale della quota di mercato relativa è dello 0,67 (vista la *leadership* globale della Barilla) e le vendite (bilancio d' esercizio 31/12/2014) pari a 1.029.294.000 €



Il grafico mostra nel tempo i comportamenti strategici della Ebro, ovvero l'utilizzo di flussi di cassa generati in settori nei quali aveva una buona capacità competitiva per acquisire società in altri business; l'm&a consente in quest'ottica di ridurre al minimo i tempi necessari ad ottenere significative quote di mercato, senza peraltro aumentare il grado di competizione (il numero di *competitors* non varia) e dunque di conquistare direttamente una posizione *star*. Lo sfruttamento delle sinergie di rete fornisce poi la possibilità di penetrare in nuovi mercati, diversi da quelli di riferimento delle entità del gruppo, con tassi di crescita ancora positivi. Tutti i flussi generati dai business *star* sono necessari a sostenere la crescita, tanto organica quanto inorganica: a

dimostrazione di ciò nel Giugno 2014 è stata perfezionata l'acquisizione della italiana Garofalo (per aumentare la *market share* nel settore della pasta) e nel Giugno 2015 l'americana Riceselect, per rafforzare la *leadership* in quello del riso.

Arthur D. Little matrix. Le conclusioni a cui si è giunti attraverso la matrice BCG sono simili anche nel caso venga utilizzata la matrice ADL. In questo caso, in base al grado di maturità del settore (identificato attraverso la fase del suo ciclo di vita) e la posizione competitiva dell'impresa, vengono indicate possibili soluzioni strategiche da adottare, che vanno dal semplice mantenimento della posizione, alla crescita selettiva, la ricerca di una nicchia e l'abbandono.

Sebbene la Ebro avesse una posizione competitiva forte sia nel settore dello zucchero che in quello dei prodotti caseari, in entrambi i mercati l'ambiente competitivo si stava modificando causa delle ragioni di cui sopra; il gruppo ha quindi deciso di mantenere la posizione per il tempo necessario a finanziarsi una alternativa strategica (consolidando la *leadership* in alcune nicchie nel caso del business di latte e derivati), per poi disinvestire quando ancora i *bidding prices* risultavano soddisfacenti.

Allo stesso tempo è progressivamente entrata in due settori che, a seconda dell'area geografica, risultavano in fase di crescita o di maturità; risulta dunque chiaro il perché sia stata scelta una strategia basata sulle acquisizioni di soggetti *market leader* nei propri mercati di riferimento: il *timing* risultava fondamentale e l'unico modo per poter penetrare nel mercato e raggiungere una posizione di vantaggio competitivo sostenibile era quello di integrare società con posizioni dominanti o forti, già affermati in quei business.

ADL Matrix

		Industry Life Cycle Stage			
		Embryonic	Growth	Mature	Aging
Competitive Position	Dominant	All out push for share. Hold Position	Hold Position. Hold Share.	Hold Position. Grow with industry	Hold Position.
	Strong	Attempt to improve position. All out push for share	Attempt to improve position. Push for share.	Hold Position. Grow with industry	Hold Position or Harvest.
	Favorable	Selective or all out put for share. Selective attempt to improve position.	Attempt to improve position. Selective push for share.	Custodial or maintenance. Find niche and attempt to protect it.	Harvest, or phased out withdrawal.
	Tenable	Selectively push for position	Find niche and protect it.	Find niche and hang on, or phased out Withdrawal	Phased out withdrawal, or Abandon
	Weak	Up or out	Turnaround or abandon	Turnaround, phased out withdrawal.	Abandon

Come mostrato nel grafico, la diversificazione geografica e correlata di prodotto effettuata ha avuto il preciso scopo di tornare ad occupare una posizione competitiva forte in settori maturi in alcune aree ed in fase di crescita in altre.

4.1.3. La struttura organizzativa ed il modello di business.

La Ebro ha costruito una struttura organizzativa a livello di corporate utilizzando un modello a matrice: il CEO di ogni paese riferisce simultaneamente al direttore della linea di business del riso, che ha il quartier generale in Spagna, e a quello della pasta, che ha sede in Francia. Tale modello, nonché le scelte strategiche che hanno portato ad investire su questi due business ed ha disinvestire da quelli un tempo *core* della società, è parzialmente giustificato dalle sinergie che sono state riconosciute tra il riso e la pasta:

- Condivisione dei canali distributivi e acquisto da parte degli stessi intermediari della GDO, nonché da parte di altre società, quali la Kellogg's, la Nestlè e Procter and Gamble.
- Condivisione dei magazzini e dei centri di stoccaggio.
- Condivisione delle fonti di approvvigionamento e delle competenze necessarie a trattare partite di riso e di grano.

La tendenza alla decentralizzazione per determinate aree di attività di ciascun business è finalizzata a garantirsi flessibilità e dinamicità, mentre alla capo holding è affidata la direzione ed il coordinamento relativi alla differenziazione dei suoi marchi e lo sviluppo di nuovi prodotti. Tale strategia può essere definita di glocalizzazione, ovvero la combinazione di:

- Una strategia multidomestica che consente di customizzare il prodotto in ogni mercato, fondamentale nei casi in cui vi siano notevoli differenze nelle dinamiche di consumo tra paesi, e di minimizzare rischi politici, reputazionali e di cambio.
- Una strategia globale, attraverso cui si offre lo stesso prodotto in diversi contesti geografici (tra i quali le differenze devono essere minime), sfruttando un forte accentramento decisionale e beneficiando di maggior coordinamento delle attività e sviluppo più veloce dei beni e servizi.

Il loro utilizzo congiunto permette di standardizzare dove le economie di scala sono significative e differenziare dove alcune preferenze sono più marcate. Per ottenere un risultato del genere e per massimizzare lo sfruttamento delle sinergie tra i due business, consolidandone i punti di forza, la Ebro gestisce quattro centri di ricerca, localizzati in aree strategiche rispetto ai mercati ed alle società del gruppo:

- Un *tech center* negli Stati Uniti, le cui attività sono focalizzate sulle innovazioni di processo. La posizione geografica è stata scelta sia perché la NWP - Riviana rappresenta la società del gruppo con più alto grado di integrazione tra le due divisioni, sia per la concentrazione di competenze relative allo sviluppo di nuove tecnologie (così dette economie di localizzazione), che garantiscono accesso ad informazioni e *know how*.
- Un secondo centro si trova in Spagna, la Puleva Biotech, nel quale si studia lo sviluppo di nuovi prodotti e ingredienti, su cui la capogruppo vuole avere un controllo più diretto sia in relazione al costo degli *input* che alla selezione delle materie prime (la Ebro aderisce a principi di condotta coerenti con l'UN Global Compact Human Rights ed estende tali

“regole” ai propri fornitori), nonché alla determinazione di standard minimi di qualità dei prodotti (beni ad alto valore aggiunto, finalizzati ad aumentare la salute ed il benessere dei consumatori nel rispetto dei territori e delle persone che, direttamente o indirettamente, sono affette dalle scelte che vengono compiute).

- Due in Francia, il CEREC ed il CRECERPAL: il primo si occupa di sviluppo di prodotti freschi e sughi, il secondo del grano duro ed i suoi utilizzi.

Il modello prevede dunque che il centro di ricerca e selezione delle materie prime sia in Spagna, dove c'è la sede del gruppo e l'*headquarter* della divisione riso; l'intento è quello di facilitare i flussi informativi verso il soggetto che si occupa della direzione e del coordinamento e che impone standard minimi di qualità del prodotto alle società che controlla nel mondo, in un business nel quale la merce subisce una fase di lavorazione minima e la materia prima costituisce la maggior parte del valore finale. Prevede inoltre che i centri focalizzati sulla R&S del business della pasta siano ubicati in Francia, dove si trova anche l'*headquarter* della divisione e dove la società opera attraverso un marchio leader dell'area centro nord europea. Come dichiarato dalla stessa Ebro nei report destinati ai propri *shareholders* lo scopo è quello di innovare costantemente e realizzare continuamente nuovi prodotti di alta qualità che soddisfino i consumatori. Per perseguire tale scopo il gruppo punta su tre leve del valore:

- Crescita organica e inorganica in paesi con elevati consumi o in via di sviluppo, con buone prospettive di crescita della domanda interna; occupare nuove aree o nuovi segmenti per arricchire la matrice prodotti/paesi ed intensificare l'offerta, così da offrire un'esperienza gastronomica completa, ampliando la gamma con nuovi formati, sapori e modalità di preparazione. Ciò avviene con particolare attenzione alla qualità reale e percepita nonché attraverso un progressivo focus sulle nicchie a maggior valore aggiunto.

- Differenziazione ed innovazione, che si concretizzano in parte grazie ai centri sopra citati, in parte attraverso l'investimento sui marchi e sulla loro affermazione nel mercato di provenienza ed in quelli limitrofi.
- Ridurre l'esposizione al rischio, specie legato alle fluttuazioni dei prezzi delle materie prime e dei tassi di cambio.

A dimostrazione di quanto detto viene riportata una tabella che indica i nuovi prodotti lanciati in diverse aree geografiche solo nel biennio 2013 - 2014 attraverso le società controllate dal gruppo.

ÁREA GEOGRÁFICA	INNOVACIÓN	AÑO DE LANZAMIENTO
España	SOS Integral con Quinoa y 4 cereales	2014
	SOS Platos	2013
	Brillante a la Sartén	2013
	Brillante Mx & Go	2013
	Brillante Vasito Arroz Integral con Quinoa	2014
Francia	Pâtes 14 KG	2013
	Pâtes Spécial Sauces	2013
	Pâtes en nids	2014
	Pâtes maxi	2014
	Riz Parfumé Taureau Allé	2013
	Riz Lustucru basmati 5 min	2014
	Sauce Tube Ail Oignon	2013
	Sauces Pesto Squeeze	2014
	Couscous Facile	2013
	Tortillas (Fresco)	2013
	Frites (Fresco)	2013
	Raviole à poêler (Fresco)	2013
	Trigloni (Fresco)	2014
	Norteamérica	Minute MGM 12/14 oz
Minute RTS BB&R 9.3 oz		2013
Minute RTS Fried Rice 2/4.4 oz		2013
Carolina LG 50 Lbs		2014
Mahatma/Carolina Basmati 5 lbs		2014
Blue Ribbon Viet Jasmine 20		2014
Mahatma/Carolina Black Beans & Rice		2014
Carolina MG 5#		2014
Ronzoni 150		2013
Ronzoni Tricolor		2014
San Giorgio Tricolor		2014
Prince Tricolor		2014
San Giorgio Oven Ready Penne		2014
Healthy Harvest Ancient Grains		2014
Ronzoni Gluten Free	2013	

fonte: bilancio consolidato Ebro 31/12/2014.

4.1.4. La combinazione prodotti/mercati.

La ratio della strategia di crescita perseguita dalla società e delle politiche di integrazione è quella di acquisire soggetti con un *management team* valido, in grado di collaborare all'inserimento e all'armonizzazione dell'entità neo acquisita all'interno della struttura organizzativa del gruppo ed allo stesso tempo capace di sviluppare il brand, investire in innovazione, puntare all'aumento

dell'efficienza e perseguire obiettivi di crescita globale; lo stesso presidente Hernandez ha spiegato in più occasioni come la filosofia del gruppo sia quella di procedere attraverso acquisizioni *friendly*, ovvero di non sostituire il management e di non interferire nella gestione, concedendo grande autonomia e discrezionalità nelle decisioni operative. Il preciso intento è quello di essere *leader* globale nei settori in cui compete attraverso *brand* locali, giustificato anche dal fatto che una buona parte dei marchi posseduti dal gruppo sono commercializzati esclusivamente nel paese di origine o in mercati limitrofi.

La corporate si configura come un centro di direzione e coordinamento di entità dotate di autonomia strategica, che ne sfrutta le peculiarità e la forza sui mercati di origine e ne incentiva la collaborazione per la promozione di attività di *cross selling e cross branding*; a tal proposito di recente è stata inaugurata la Garofalo France SAS, fondata insieme alla Panzani, per facilitare l'ingresso del pastificio di Gragnano nel mercato francese.

A dimostrazione di ciò la Ebro ha acquisito e controlla società in tutto il mondo, concentrate in Nord America ed in Europa, così divise per area geografica:

- Negli USA la New world pasta (acquistata da Ebro nel 2006 e controllata al 100%), *market leader* nel mercato americano e operante anche in Canada nel settore pastario attraverso i marchi San Giorgio (fondata da emigrati italiani), Ronzoni (che gestisce altri cinque *brand*), Skinner, Lancia, Catelli, Healty Harvest più altri tre di dimensione minore e la Riviana (che insieme alla NWP costituisce un unico soggetto giuridico, con in totale undici stabilimenti produttivi ed *headquarter* in Pensilvania), attiva nel business del riso e *market leader* nel mercato Nord Americano, condimenti e sott'oli attraverso la gestione di tredici marchi, tra i quali Mahatma, Minute, Carolina, River, Water Mind, Gourmet House (per quanto riguarda il riso), Always fresh e Palms (per i condimenti ed i sott'oli, il primo operante nel segmento premium, il secondo in quello *convenience*, i quali vengono commercializzati anche in

- Australia); infine Admiral e Garden Supreme, che producono frutta e verdura in scatola, venduta congelata. Nel 2012 la NWP ha acquisito due marchi *leader* nel settore dei noodles.
- In Canada, oltre ad avere due sedi di NWP - Riviana, nel 2013 è stato acquistato dalla Olivieri Foods il ramo operante nel settore della pasta e dei sughi pronti per 120 milioni di dollari.
 - In Africa posseggono la Herba Egypt (gruppo Herba), operante in Egitto e la MundiRiz, operante in Marocco; il settore della pasta verrà coperto principalmente da Garofalo, che già destina quasi il 50% del proprio *export* ai paesi dell' Africa che si affacciano sul mediterraneo.

In Europa in settore è molto frammentato sia per dimensione della domanda che per abitudini alimentari, pertanto conviene analizzare i singoli paesi;

- In Germania il settore della pasta è coperto dalla Keck e dalla Birkel, recentemente venduta alla Nestlè (2013), mentre quello del riso è presidiato attraverso la Ris - Fix (acquistata dalla Kraft nel 2003 e *market leader* nel paese), frutto della fusione tra Ris - Fit (produttore di riso *convenience*) e la Oryza (produttrice di riso premium); alcuni dei sotto marchi della società vengono commercializzati attraverso la Euryza GmbH, sussidiaria di Ebro controllata insieme alla Riviana, anche in Danimarca ed in Austria.
- In Belgio possiede, insieme a Riviana, la Boost Nutrition, che vende nel paese i marchi di Euryza.
- In Danimarca nel 2004, attraverso una JV con Keck, è stata acquistata la Danrice , che produce riso e pasta (prevalentemente lunga).
- In Finlandia (e sul mercato scandinavo), opera attraverso la Risella.
- Sul mercato Olandese è presente con la Lassie, produttrice di riso.
- In Ungheria è entrata nel business del riso attraverso la Riceland.

- In Spagna possiede la Herba Ricemills (con quattro sedi) con cui compete nel settore del riso; la società ha sussidiarie negli Stati Uniti, in Francia, nel Regno Unito, a Puerto Rico, in Scandinavia, in Romania e a Bangkok. Inoltre controlla la Arotz foods (dal 1990) che produce e commercializza prodotti agricoli congelati (e che ha sviluppato sinergie con i due marchi di Riviana operanti nello stesso business) e la Jiloca Industrial, che si occupa di fertilizzanti. Attraverso l'acquisto di Garofalo il gruppo intende entrare anche nel business della pasta nella penisola iberica.
- In Francia, attraverso l'acquisto di Panzani nel 2005, la Ebro è *market leader* nel settore pastario, del riso e dei sughi: ha sette sedi commerciali, *l'head quarter* si trova vicino Lione e distribuisce in più di cinquanta paesi in Europa ed in America (dove è legata a Catelli, Marchio posseduto dalla NWP e *market leader* in Canada). Possiede inoltre la Lustucru, la Boss, la Taureau ailè e la Zakia.
- In Polonia opera attraverso la Bosto, che commercializza riso con il suo marchio e la pasta Panzani.
- Nel Regno Unito compete attraverso la S&B Herba foods che vende marchi appartenenti a Riviana, Boost, Panzani, Keck ed Herba Ricemills.
- In Italia controlla la Mundiriso srl ed è entrata nella compagine societaria di Riso Scotti (con una quota del 25% che si prevede verrà aumentata al 40%); nel Giugno 2014 ha acquisito il 52% di Garofalo, che a sua volta controlla anche i *brand* Russo e Santa Lucia.

Di seguito l'elenco delle società controllate e collegate al 31/12/2014, con relativa sede legale ed attività prevalente (così come riportato nel bilancio consolidato Ebro 2013/2014).

SUBSIDIARIES AND ASSOCIATES

	OWNERSHIP INTEREST, %		PARENT COMPANY		REGISTERED OFFICE	BUSINESS ACTIVITY
	12-31-14	12-31-13	12-31-14	12-31-13		
Dosbio 2010, S.L.	100.0%	100.0%	EF	EF	Madrid (Spain)	Flour production
Fincas e Inversiones Ebro, S.A.	100.0%	100.0%	EF	EF	Madrid (Spain)	Agricultural holding
Arotz Foods, S.A.	100.0%	100.0%	EF	EF	Madrid (Spain)	Production of canned vegetables
Jiloca Industrial, S.A.	100.0%	100.0%	EF	EF	Teruel (Spain)	Production of organic fertilizer
Belra Terrace, Ltda.	100.0%	100.0%	EF	EF	Porto (Portugal)	Real estate (dormant)
Riviana Foods Inc. (Group) (Riviana)	100.0%	100.0%	EF	EF	Houston, Texas (USA)	Production and sale of rice
Panzani, SAS (Group) (Panzani)	100.0%	100.0%	EF	EF	Lyon (France)	Production and sale of pasta and sauces
New World Pasta Comp. (Group) (NWP)	100.0%	100.0%	EF	EF	Harrisburg (USA)	Production and sale of pasta and sauces
Ebro Germany, GmbH. (Group) (EFG)	100.0%	100.0%	EF/Boost	EF/Boost	Hamburg (Germany)	Holdco
Ebro Alimentación México, S.A.	100.0%	100.0%	EF	EF	Mexico	Sale and marketing of rice
Azucarera Energías, S.L.	100.0%	100.0%	EF	EF	Madrid (Spain)	Combined heat & power (CHP)
Networks Meal Solutions, S.A. (NMS)	100.0%	100.0%	EF	EF	Madrid (Spain)	Dormant
J.J. Software de Medicina, S.A. (A)	26.8%	26.8%	NMS	NMS	Madrid (Spain)	Dormant
Fundación Ebro Foods	100.0%	100.0%	EF	EF	Madrid (Spain)	Foundation
Ebro Financial Corporate Services, S.L.	100.0%	100.0%	EF	EF	Madrid (Spain)	Insurance and finance
Herba Foods S.L. (HF)	100.0%	100.0%	EF	EF	Madrid (Spain)	Investment management
Herba Ricemills S.L. (HR)	100.0%	100.0%	EF	EF	Madrid (Spain)	Production and sale of rice
Herba Nutrición S.L. (HN)	100.0%	100.0%	EF	EF	Madrid (Spain)	Production and sale of rice
Semola, S.r.l. (SEM)	100.0%	-	EF	-	Naples (Italy)	Investment management
Riso Scotti, S.p.a. (Group) (A)	25.0%	25.0%	EF	EF	Milan (Italy)	Production and sale of rice
Fallera Nutrición, S. L.	100.0%	100.0%	HN	HN	Valencia (Spain)	Production and sale of rice
Herba Germany, GmbH	100.0%	100.0%	EFG	EFG	Hamburg (Germany)	Trademark holdco
Euryza, GmbH.	100.0%	100.0%	EFG	EFG	Hamburg (Germany)	Sale and marketing of rice
T.A.G. Nahrungsmittel GmbH.	100.0%	100.0%	EFG	EFG	Stuttgart (Germany)	Dormant
Bertolini Import Export GmbH.	100.0%	100.0%	EFG	EFG	Mannheim (Germany)	Dormant
Ebro Frost, GmbH (Efrost)	55.0%	55.0%	HF	HF	Munich (Germany)	Investment management
Danrice A.S.	100.0%	100.0%	Efrost	Efrost	Orbaek (Denmark)	Production and sale of rice and pasta
Keck Spezialzaten, GmbH.	100.0%	100.0%	Efrost	Efrost	Munich (Germany)	Production and sale of rice and pasta
S&B Herba Foods, Ltda. (Group)	100.0%	100.0%	HF/R. Int.	HF/R. Int.	London (UK)	Production and sale of rice
Riceland Magyarorszag, KFT.	100.0%	100.0%	HF/EF	HF/EF	Budapest (Hungary)	Sale and marketing of rice
Boost Nutrition C.V. (Boost)	100.0%	100.0%	HF / NC	HF / NC	Merksem (Belgium)	Production and sale of rice
Mundi Riso S.R.L.	100.0%	100.0%	HF	HF	Vercelli (Italy)	Production and sale of rice

SUBSIDIARIES AND ASSOCIATES

	OWNERSHIP INTEREST, %		PARENT COMPANY		REGISTERED OFFICE	BUSINESS ACTIVITY
	12-31-14	12-31-13	12-31-14	12-31-13		
Herba Hellas, S.A.	75.0%	75.0%	HF	HF	Tesalonica (Greece)	In liquidation
Mundi Riz, S.A.	100.0%	100.0%	HF	HF	Larache (Morocco)	Production and sale of rice
Agromeruan, S.A.	100.0%	100.0%	HF	HF	Larache (Morocco)	Farmland concessionaire
Rivera del Arroz, S.A.	100.0%	100.0%	HF	HF	Larache (Morocco)	Rice farming
Mundi Vap, Ltda.	100.0%	100.0%	HF	HF	Larache (Morocco)	Production and distribution of rice
Katania Magreb, Ltda.	100.0%	100.0%	HF	HF	Larache (Morocco)	Production and distribution of legumes
Arrozleiras Mundiarroz, S.A.	100.0%	100.0%	HF	HF	Lisbon (Portugal)	Production and sale of rice
Josep Heap Properties, Ltda.	100.0%	100.0%	HF	HF	Liverpool (UK)	Investment management
Risella OY	100.0%	100.0%	HF	HF	Helsinki (Finland)	Sale and marketing of rice
Bosto Poland, S.L.	100.0%	100.0%	HF	HF	Warsaw (Poland)	Sale and marketing of rice
Herba Bangkok, S.L.	100.0%	100.0%	HF	HF	Bangkok (Thailand)	Production and sale of rice
Herba Egipto Rice Mills, S.A.E.	100.0%	100.0%	HF	HF	Cairo (Egypt)	Production and sale of rice
Herba de Puerto Rico, LLC.	100.0%	100.0%	HF	HF	San Juan (Puerto Rico)	Sale and marketing of rice
Herba Ricemills Rom, SRL.	100.0%	100.0%	HF	HF	Romania	Sale and marketing of rice
Herba India, Pty.	100.0%	100.0%	HF	HF	New Delhi (India)	Dormant
Ebro India, Ltda.	100.0%	100.0%	HF	HF	New Delhi (India)	Production and sale of rice
TBA Suntra Beheer, B.V. (Group) (B)	100.0%	100.0%	HF	HF	Netherlands and Belgium	Production and sale of rice
TBA Suntra UK, Ltd. (B)	100.0%	100.0%	HF	HF	Goole (UK)	Production and sale of rice
Ebro Foods Netherland, B.V. (EFN)	100.0%	100.0%	HF	HF	Amsterdam (Netherlands)	Investment management
Lassie Netherland, B.V.	100.0%	100.0%	EFN	EFN	Amsterdam (Netherlands)	Production and sale of rice
Lassie, B.V.	100.0%	100.0%	EFN	EFN	Amsterdam (Netherlands)	Industrial operations
Lassie Property, B.V.	100.0%	100.0%	EFN	EFN	Amsterdam (Netherlands)	Industrial operations
Herba Ingredients, B.V.	100.0%	100.0%	EFN	EFN	Amsterdam (Netherlands)	Industrial operations
Mediterranean Foods Label, B.V.	100.0%	100.0%	EFN	EFN	Amsterdam (Netherlands)	Production and sale of rice
Nuratri, S.L.	100.0%	100.0%	HR	HR	Madrid (Spain)	Sale and marketing of rice
Nutramas, S.L.	100.0%	100.0%	HR	HR	Madrid (Spain)	Sale and marketing of rice
Nutrial, S.L.	100.0%	100.0%	HR	HR	Madrid (Spain)	Sale and marketing of rice
Pronatur, S.L.	100.0%	100.0%	HR	HR	Madrid (Spain)	Sale and marketing of rice
Vitasan, S.L.	100.0%	100.0%	HR	HR	Madrid (Spain)	Sale and marketing of rice
Yofres, S.A.	100.0%	100.0%	HR	HR	Seville (Spain)	Sale and marketing of rice
Herba Trading, S.A.	100.0%	100.0%	HR	HR	Seville (Spain)	Sale and marketing of rice
Formalac, S.L.	100.0%	100.0%	HR	HR	Seville (Spain)	Sale and marketing of rice

SUBSIDIARIES AND ASSOCIATES

	OWNERSHIP INTEREST, %		PARENT COMPANY		REGISTERED OFFICE	BUSINESS ACTIVITY
	12-31-14	12-31-13	12-31-14	12-31-13		
Eurodairy, S.L.	100.0%	100.0%	HR	HR	Seville (Spain)	Sale and marketing of rice
Española de I+D, S.A.	60.0%	60.0%	HR	HR	Valencia (Spain)	New product develop. & commercialization
American Rice, Inc. (ARD)	100.0%	100.0%	Riviana	Riviana	Houston (USA)	Production and sale of rice
Riviana International Inc. (R. Int.)	100.0%	100.0%	Riviana	Riviana	Houston (USA)	Investment management
Ebro Riviana de Guatemala, S.A.	100.0%	100.0%	R. Int.	R. Int.	Guatemala	Investment management
Ebro de Costa Rica, S. A.	100.0%	100.0%	R. Int.	R. Int.	San José (Costa Rica)	Investment management
R&R Partnership (A)	50.0%	50.0%	Riviana	Riviana	Houston (USA)	Production and sale of rice
South La Fourche, Inc (A)	-	50.0%	Riviana	Riviana	Houston (USA)	Agricultural holding
N&C Boost NV. (N.C. Boost)	100.0%	100.0%	R. Int.	R. Int.	Antwerp (Belgium)	Investment management
Lustucru Riz	99.8%	99.8%	Panzani	Panzani	Lyon (France)	In liquidation
Lustucru Fraix	99.8%	99.8%	Panzani	Panzani	Lyon (France)	Production and sale of fresh pasta
Grands Moulins Maurel	99.8%	99.8%	Panzani	Panzani	Lyon (France)	Production and sale of flour and semolina
Silo de la Madrague	100.0%	100.0%	Panzani	Panzani	Lyon (France)	Production and sale of flour and semolina
Rizerie Franco Americaine et Col., S.A.	100.0%	100.0%	Panzani	Panzani	Marselles (France)	Production and sale of rice
Pastificio Lucio Garofalo, Spa. (GAROF)	52.0%	-	SEM	-	Naples (Italy)	Production and sale of pasta
Garofalo Nordic, AB.	100.0%	-	GAROF	-	Sweden	Sale and marketing of pasta
Garofalo USA, Inc.	100.0%	-	GAROF	-	New York (USA)	Sale and marketing of pasta
Garleb, SAL.	70.0%	-	GAROF	-	Lebanon	Sale and marketing of pasta
Mani e Materia, Srl.	50.0%	-	GAROF	-	Naples (Italy)	Innovation & Internet
Bosto Panzani Benelux, S.A.	100.0%	100.0%	Boost/Pznl	Boost/Pznl	Merksem (Belgium)	Sale and marketing of rice and pasta
Catelly Corp. (Ronzoni)	100.0%	100.0%	NWP	NWP	Montreal (Canada)	Production and sale of pasta and sauces
Garofalo France, S.A.	100.0%	-	Garof/Pznl	Boost/Pznl	Lyon (France)	Sale and marketing of pasta and sauces

fonte: bilancio consolidato Ebro 31/12/2014.

4.2. Il pastificio Garofalo.

Pasta Garofalo è una realtà imprenditoriale dalla storia ultra centenaria che, dopo una serie di riassetto proprietari, nel 1997 è passata sotto il controllo della famiglia Menna, nel capitale sociale già dal 1952.

Nel 2001 la società, che negli anni precedenti aveva concentrato il proprio giro di affari all'estero e nella produzione per conto terzi, decise di investire nuovamente sulla produzione di una linea a marchio proprio destinata anche all'Italia: da quel momento ha registrato una crescita esponenziale in un contesto geografico molto competitivo all'interno di un mercato ormai saturo. Con il proprio *brand*, la Garofalo ha conquistato una posizione di *leadership* nel segmento della pasta premium; l'azienda è passata, infatti, da circa 30 milioni di euro di fatturato consolidato nel 2002 ad oltre 134 milioni di euro nel 2013.

4.2.1. La storia della società.

La Pasta Garofalo è nata nel 1789 quando, per Decreto Regio, il dottor Garofalo ottenne la concessione per la produzione e la commercializzazione di pasta di buona fattura, con diritto di multare i contravventori, nella zona di Gragnano. Già nel Seicento, del resto, gli abitanti della cittadina del Napoletano avevano compreso come le fonti d'acqua che alimentavano i mulini nella valle giocassero un ruolo fondamentale nel conferire un gusto caratteristico all'impasto, mentre il clima caldo era ideale per l'essiccazione della pasta. Da allora Gragnano è diventata "la città della pasta", tanto che fra il 1843 e il 1847 la via principale fu ricostruita proprio in funzione delle esigenze di produzione dei maccheroni, che in quegli anni erano stati accolti ufficialmente alla corte di Re Ferdinando di Borbone.

In Italia, sin dagli anni del Ventennio, Pasta Garofalo divenne la pasta di qualità per antonomasia, con un volume di produzione giornaliera pari a circa 400 quintali. L'azienda moderna fu costituita nel 1935, nel centro della città, e solo nel 1987 il pastificio ha costruito nell'area industriale una succursale più all'avanguardia, in cui dal 1993 ha trasferito tutte le sue attività. Storicamente guidata dalla famiglia Garofalo, già negli anni cinquanta i Menna entrarono nel capitale sociale della società, acquistando il 50% delle quote e nel 1997 divennero gli unici proprietari.

Negli anni sessanta l'impresa, spinta dalla concorrenza dei grandi gruppi industriali e dalle trasformazioni nel settore distributivo decise di puntare sui mercati esteri, abbandonando quasi del tutto quello nazionale. La qualità della produzione in quegli anni era un fattore considerato secondario e gli investimenti pubblicitari necessari erano eccessivamente onerosi: il pastificio decise dunque di concentrarsi sulle esportazioni, che presto assorbirono il 95% della produzione.

La società da allora è sempre stata attiva nel mondo, attraverso prodotti creati ad hoc per la grande distribuzione organizzata (Sainsbury's in Inghilterra, Carrefour e Auchan nel resto d'Europa) e prodotti di qualità premium a marchio proprio (ad esempio negli Stati Uniti o in Africa attraverso il

marchio Santa Lucia); si calcola che Garofalo, ad oggi, venda la propria pasta in oltre 60 paesi e sia *leader* nel settore premium in Svezia, Francia, Svizzera, Ucraina, Paesi Bassi e Portogallo.

Visti i risultati raggiunti nei suddetti mercati, il pastificio ha aperto alcune sussidiarie con l'obiettivo di continuare a guidare lo sviluppo di determinate aree: *Garofalo Iberica* per il mercato portoghese, *Garofalo Espana* per quello spagnolo e *Garofalo Libano* per Africa e Medio Oriente. Inoltre è di recente costituzione la *Garofalo France SAS*, fondata insieme al Pastificio Panzani.

4.2.2. Il rilancio sul mercato italiano.

Nel 2000 la famiglia Menna decise di rilanciare il vecchio marchio e tornare a competere nel mercato nazionale e lo fece reinvestendo massicciamente sulla qualità per ottenere una produzione quasi artigianale nonché sulle innovazioni di processo: il risultato fu la capacità di produrre diversi formati di alta qualità a prezzi contenuti. La progressiva crescita è stata sostenuta anche grazie a nuovi accordi stipulati con la GDO, attraverso i quali si è ottenuta una capillare distribuzione e presenza sul territorio. Di particolare interesse inoltre è stata la nascita del consorzio *Gragnano città della pasta*, presentato al pubblico nell'ottobre 2003 al salone del gusto di Torino organizzato da Slow food; l'organizzazione riunisce nove imprese operanti nell'antico distretto campano della pasta, quattro industriali (Garofalo, Di Martino, Liguori, D'Apuzzo) e cinque artigianali (Faella, Le Stuzzichelle, Le Antiche Tradizioni, Sebastiano D'Apuzzo, Di Nola) e si è posto l'obiettivo principale di restituire visibilità all'area e allo stesso tempo di sfruttare le economie di localizzazione. Ciò sta avvenendo attraverso strategie di affermazione del marchio, il rafforzamento ulteriore della qualità del prodotto (che si basa sul riconoscimento del marchio di qualità DOP per la pasta di Gragnano) ed il perfezionamento dei meccanismi distributivi (a tal proposito il consorzio ha stretto accordi con catene inglesi, giapponesi, statunitensi e tedesche per un copertura totale di circa quaranta paesi).

4.2.3. Le strategie di comunicazione e di rafforzamento del marchio.

La crescita nel mercato italiano (da zero a circa 41 milioni di fatturato) è frutto soprattutto di una nuova attenzione e rinnovamento delle strategie di comunicazione e di posizionamento del brand, il cui artefice è stato ed è tutt'oggi Emidio Mansi, direttore commerciale della società. Le politiche di marketing sono state sostenute quasi del tutto attraverso Internet anche a causa dei costi necessari ad acquistare slot pubblicitari, investimenti che mal si conciliavano con la produzione di alta qualità destinata ad un segmento premium, con costi medi più alti. L'idea è stata di aprire un canale di comunicazione diretto e di confronto con l'ampia comunità di *bloggers* e di appassionati del "food" sul Web (l'iniziativa più recente in tal senso è "gente del Fud"). Diretto vuol dire dichiarare apertamente la propria identità, i propri valori ed i propri obiettivi e spesso è lo stesso Mansi a rispondere e firmarsi con nome, cognome e carica.

Nei rari casi in cui la società ha utilizzato il mezzo televisivo, ha realizzato piccoli eventi, come il corto intitolato "Armandino e il Madre" girato da Valeria Golino, che non è un *product placement* per far comparire la pasta Garofalo in qualche scena (cosa che non accade) ma una vera e propria produzione del minifilm, che passa nei cinema prima delle visioni normali, e anche in tv e ovviamente su Internet, nel sito www.pastagarofalo.it; oltre a questo il marchio ha sponsorizzato numerosi altri film e corti, che sono riportati sul sito garofalofirmailcinema.it.

La società di Gragnano si è poi focalizzata su uno specifico target di mercato: i tifosi di calcio ed in particolare quelli del Napoli. In primis ha lanciato una iniziativa che insiste sul carattere conviviale del pasto ed in generale sulla condivisione di passioni ed esperienze, la mini serie intitolata "io tifo quasi amici". In ogni puntata dei giovani tifosi del Napoli ospitano ragazzi di altre squadre e seguono la partita insieme: lo scopo è la rappresentazione della sana rivalità che non fa però perdere il rispetto dell'avversario; il cibo diventa collante sociale ed il pasto occasione di confronto e condivisione.

Da circa quattro anni inoltre collabora con la SSC Napoli, inizialmente fornendo la pasta utilizzata nei regimi alimentari dei calciatori e dal luglio 2014 divenendo il secondo main sponsor della squadra di serie A: a partite da questa stagione il brand sarà presente sulle tre divise del club. Citando le parole del *patron* del Napoli, Aurelio De Laurentis in merito all'accordo: "Il marchio Garofalo rappresenta un'eccellenza del nostro territorio ed anche un marchio napoletano conosciuto nel mondo. In me c'è sempre stato un sentimento di riscatto napoletano e con questa unione vogliamo sublimare una partnership che possa rappresentare al meglio Napoli ed il Napoli uniti in una grande passione. Con il Dottor Menna, amministratore di Garofalo, ci siamo incontrati a Roma ed il fascino di questo marchio non è solo quello dell'estrazione territoriale ma anche di una comunanza culturale legata al cinema. Loro hanno prodotto un bellissimo documentario sulla Reggia di Caserta e questo denota una ricerca anche artistica che mi ha colpito molto. Chiesi allora al Dottor Menna se voleva sponsorizzare il Napoli con il marchio sulla maglia. Lui ci ha richiamato un mese dopo e la nostra unione si è concretizzata".

Lo scopo di questa politica commerciale è quello da una parte di ottenere riconoscimenti impliciti in determinate comunità e gruppi di persone che condividono gli stessi interessi, dall'altra di avere maggior visibilità nel mercato italiano ed in quello estero (il Napoli parteciperà all'edizione 2015/2016 dell' Europa League), il tutto finalizzato a creare una forte *brand awareness*; visto il grado di penetrazione nel settore e l'alta fidelizzazione potenziale, che aumenta gli *switching costs*, la Campania, con i suoi 5,8 milioni di abitanti, rappresenta il territorio ideale per fortificare la propria posizione e stabilizzare la quota di mercato. L'efficacia delle suddette iniziative, specie negli ultimi anni, è stata confermata dai risultati registrati dalla società di Gragnano, ovvero una quota del 6,5% sul mercato nazionale, con una crescita dello 0,2% rispetto al 2013.

I consumi di pasta e le quote di mercato dei produttori

LE VENDITE

Vendite di pasta secca nella Gdo

Vendite In volume e variazione %		Vendite In valore e variazione %	
Totale Italia			
678.366.344	880.101.220		
Var % -2,5% ▼	Var % -2,4% ▼		
Ipermercati			
107.271.211	138.894.563		
Var % -6,8% ▼	Var % -5,5% ▼		
Supermercati			
450.578.870	581.310.680		
Var % -0,9% ▼	Var % -0,9% ▼		
Libero servizio			
120.516.266	159.895.973		
Var % -4,5% ▼	Var % -4,7% ▼		

Fonte: Iri

MERCATO A SPICCHI

Le quote di mercato a valore nella pasta secca, grande distribuzione 2014/2013

	2013	2014	Variazione		2013	2014	Variazione	
La Molisana	3,1	3,8	+0,7		J. Sgambaro	1,1	1,3	+0,2
Barilla	32,7	32,1	-0,6		Buitoni	0,3	0,2	-0,1
De Cecco	11,7	12,3	+0,6		Russo	0,2	0,4	+0,2
Divella	8,0	8,1	+0,1		Rummo	0,6	1,0	+0,4
Garofalo	6,3	6,5	+0,2		Private Label	16,3	15,5	-0,8
Voiello	3,3	2,9	-0,4		Altri	6,6	6,8	+0,2
Agnesi	2,1	1,6	-0,5		Ind Al Co	0,2	0,1	-0,1
Granoro	2,1	2,2	+0,1		Baronia	0,2	0,2	0,0
Del Verde	1,0	1,1	+0,1		Past. Liguori	0,3	0,2	-0,1
Pallante	1,4	1,2	-0,2					

Da "Il Sole 24 ore", mercoledì 21 Gennaio 2015.

Infine, ad ulteriore dimostrazione del forte radicamento sul territorio e rispetto della comunità ospitante, nonché volontà di comunicare l'adesione ad un sistema di valori, la società ha deciso di investire in un progetto in grado di ridurre significativamente l'impatto ambientale della sua fabbrica nonché i costi di produzione; l'energia utilizzata è prodotta esclusivamente attraverso l'utilizzo di un generatore interno, grazie al quale ha potuto usufruire delle agevolazioni previsto nel D.M. 6 Agosto 2010 sulle energie rinnovabili ed il risparmio energetico. Le confezioni sono realizzate con carta riciclata proveniente dalle discariche campane e rilavorate in Campania, con un risparmio di circa 27.000 alberi, 800.000 metri cubi di acqua, quasi 9 milioni di kWh di energia elettrica nonché 42.000 kg di CO2.

4.3. I motivi dell'acquisizione.

Come affermato in precedenza, il modello di business della Ebro è basato sul decentramento organizzativo e direzionale, così da garantirsi flessibilità e dinamicità e alla capogruppo è riservata la formalizzazione e l'implementazione delle strategie di corporate di coordinamento e affermazione dei marchi nonché le attività di R&S.

La strategia di corporate formalizzata ed implementata dal gruppo prevede di aumentare il raggio d'azione puntando in un primo momento sulla diversificazione correlata e successivamente su quella geografica: la crescita e la redditività nei settori in cui opera sono sostenute attraverso l'ingresso in nuovi mercati non ancora saturi. Le aree in cui ciò avviene sono principalmente l'Europa ed il Nord America, mentre sono state per il momento escluse altre zone ad alto potenziale di sviluppo: il Sud America è un mercato inesplorato, in cui non vi è una forte *brand recognition*, la possibile evoluzione della domanda relativa a prodotti ad alto valore aggiunto è incerta ed il consumo di riso è molto basso; in Africa il tenore di vita ed il salario medio sono molto bassi ed il livello atteso di domanda per prodotti ad alto valore aggiunto è risibile; in Asia, nonostante un alto livello di consumo, non vi sono opportunità di investimento profittevoli per i nuovi entranti. Viste le caratteristiche dell'ambiente competitivo del quadrante occidentale, il grado di concentrazione, il grado di maturità e la dimensione relativa dei concorrenti, le modalità scelte per implementare la strategia sono principalmente inorganiche (la predilezione di tali strumenti rende ancora meno attraente l'ingresso in paesi dove la regolamentazione, i sistemi di governance, i principi contabili e le culture organizzative sono molto diversi da quelli dei mercati di riferimento); le acquisizioni finalizzate alla crescita dimensionale si basano su dei criteri che sono stati formalizzati e resi noti nel documento "modelo de negocio" (disponibile per la consultazione sul sito internet della società) e che rappresentano quelli che potremmo definire criteri primari di selezione di possibili target di una operazione di acquisizione; nello specifico:

- Occupare nuovi territori o nuove categorie di prodotti.
- Focus su soggetti che operano in un area geografica il cui mercato comprende tra 50 e 100 milioni di abitanti.
- Capacità della nuova entità di contribuire alla differenziazione dei formati, sapori e modalità di distribuzione.
- Focus sui prodotti di alta qualità.
- Predilezione di società con una distribuzione già sviluppata o in via di sviluppo (contratti di distribuzione con la GDO).
- Rendimenti sul capitale medio alti e solidità patrimoniale, nonché buone prospettive di crescita futura.
- Business *model* e cultura organizzativa simili.
- Management *team* valido.

Analizzando i suddetti criteri punto per punto, risulta chiaro come il Pastificio Garofalo risultasse il target ideale per il gruppo spagnolo.

- Occupare nuovi territori e nuove categorie di prodotti. L'Italia rappresentava, fino al 2014, uno dei pochissimi paesi europei in cui la Ebro non era presente con nessuno dei suoi marchi nel business della pasta. Le valutazioni che hanno portato a prediligere il nostro paese a discapito di altre aree geografiche si basano principalmente su tre assunti: il numero di abitanti, in linea con l'ampiezza delle fasce di consumatori indicate dalla Ebro (con 60.782.668 abitanti al 31 Dicembre 2013, l'Italia è il quarto paese dell'Unione europea per popolazione, dopo Germania, Francia e Regno Unito, ed il 23° al mondo), a differenza di altri paesi quali la stessa Spagna (con circa 47 milioni) o la Grecia (con 11 milioni); la forte diffusione del prodotto a causa delle abitudini alimentari della popolazione; l'impossibilità di entrare nel mercato commercializzandovi altri *brand* già presenti nel portafoglio marchi a

causa principalmente del così detto “effetto prisma”, che annulla il valore percepito nel nostro paese di molti prodotti gastronomici realizzati all’estero.

- Capacità della nuova entità di contribuire alla differenziazione e focus sui prodotti di qualità. La Garofalo ha fondato il suo rilancio nel mercato italiano sulla differenziazione e sulla qualità del proprio prodotto; non solo la Ebro ha integrato un marchio molto forte nel suo portafoglio che gli consente di competere nel segmento premium tanto in Italia che all’estero (quello che già faceva la Barilla con il marchio Voiello), ma ha avuto accesso ad una serie di conoscenze e *know how* che gli consentirà negli anni di migliorare i processi produttivi di tutte le sue controllate e differenziare ulteriormente la gamma offerta.
- Società con una distribuzione già organizzata. La Garofalo ha accordi consolidati con le principali sigle della GDO Italiana (verso cui vantava crediti commerciali pari a 30.014.010 € al 31/12/2014) che le consentono di essere presente su tutto il territorio nazionale, con dei picchi in alcune regioni del centro sud. Inoltre controlla società negli Stati Uniti (Garofalo Usa Inc.), in Svezia (Garofalo nordic AB), Libano (Garleb SAL offshore) e Brasile (Garofalo Brazil Comércio de Alim. Ltda) attraverso le quali sostiene la propria offerta sui mercati esteri.
- Gestione efficiente e prospettive di crescita. Come già osservato in precedenza la famiglia Menna negli anni ha avviato un processo di efficientamento dei costi di produzione e di rilancio di prodotti a marchio proprio che hanno portato ad un valore della produzione di 130.639.405 € ed un utile netto di 5.001.056 € nel 2013; per quanto riguarda gli indicatori economici la Garofalo ha chiuso il 2013 con un ROCE del 34,36%, un ROE del 24,97% ed un ROI al 54,24%. Inoltre, la profonda conoscenza dell’ambiente competitivo ed il radicamento sul territorio, nonché la capacità di sfruttare le economie di rete hanno reso il team Garofalo il perfetto interlocutore per una operazione di questo tipo. Anche sotto il punto di vista delle prospettive di crescita il *brand* ha buone potenzialità di aumentare la *market share* sul territorio nazionale e, sfruttando le sinergie con le altre società del gruppo,

diventare il *leader* nel segmento premium in tutti i paesi in cui questa opera; escludendo il Nord America infatti (controllato dalla NWP) la Garofalo e la Panzani presidiano tutti gli altri paesi inclusi nella matrice prodotto/mercato della Ebro.

- *Business model* e cultura organizzativa simili. Entrambe le società dichiarano di essere focalizzate sullo sviluppo di nuovi prodotti che possano soddisfare diversi segmenti di domanda; la qualità viene messa al centro delle scelte strategiche ed organizzative, che devono rispettare allo stesso tempo il territorio e le persone; ciò significa puntare su energie rinnovabili, minimizzazione dell'inquinamento, del consumo di acqua e dei rifiuti prodotti.

Possono essere inoltre annoverati altri motivi di carattere strategico che hanno portato alla selezione del pastificio di Gragnano come candidato ideale.

- In primis la posizione geografica: la Garofalo consente al gruppo di presidiare tutti i mercati del bacino mediterraneo (nei quali era presente esclusivamente nel settore del riso, come ad esempio i paesi nord africani) ed i paesi europei nei quali la *holding* non competeva nei segmenti premium, sfruttando il *cross branding*; obiettivo dichiarato del gruppo spagnolo era quello di rafforzare la propria posizione in Europa per bilanciare le performance in calo del quadrante Nord Americano e diversificare il rischio. Da questo punto di vista l'operazione ha fornito alla Ebro una serie di opzioni strategiche altrimenti non perseguibili.
- La necessità, come indicato dalla matrice BCG, di aumentare le quote di mercato nel settore della pasta e ridurre il gap con la *market leader*, nonché conquistare la *leadership* in alcuni paesi, così da rendere la divisione "autonoma" nella generazione dei flussi di cassa necessari a sostenere la crescita.
- Accedere a competenze distintive, trasformandole da tacite ad esplicite (secondo la definizione di Nonaka) così da poterle trasferire ai vari rami dell'organizzazione, costruite nel tempo grazie al radicamento sul territorio, la tradizione e lo sfruttamento di economie di localizzazione.

- Acquisto di reputazione e credibilità sui mercati, inserendo nel proprio portafoglio un marchio *made in Italy* con alte potenzialità di sviluppo.
- Sfruttamento del *made in Italy*, cavalcando l'onda lunga relativa al rinnovato interesse per la qualità e la sicurezza alimentare, oltre che per il cibo italiano e la dieta mediterranea nel mondo (dal successo di Eataly al tema dell'EXPO).

4.4. Analisi delle due società e la valutazione di Garofalo.

La Ebro Foods SA è quotata alla borsa di Madrid (EBRO) ed al 31/12/2014 il suo capitale era frammentato in 153.865.392 azioni con un *par value* di 0,60 € ad oggi scambiate sul mercato a circa 17 € il valore delle azioni ha subito un calo durante il 2009, ovvero durante il periodo di ristrutturazione, per poi tornare a crescere a partire dal 2010. Ad oggi la capitalizzazione di mercato è di 2.7 miliardi di euro.

Per quanto riguarda la performance ha registrato un NOI costante, che ha subito una lieve flessione nel 2013. Tra il 2013 ed il 2014 si è assistito ad un calo del ROCE ed un contestuale aumento del CAPEX, dovuti alle attività di investimento compiute nel corso degli anni: il peso sul bilancio degli asset acquisiti dalla società è stato, per il momento, maggiore del rendimento differenziale che questi hanno prodotto (le *revenues* sono comunque aumentate tra il 2012 ed il 2014 a dimostrazione della capacità di sfruttamento delle sinergie di ricavi). In relazione alla struttura patrimoniale il gruppo risulta molto solido, con un rapporto di *leverage* che negli anni ha oscillato tra il 15% ed il 18% (oscillazioni dovute ai finanziamenti richiesti per perfezionare le operazioni di acquisizione). Di seguito uno schema di sintesi dei principali indicatori della performance realizzata da Ebro tra il 2012 ed il 2014.

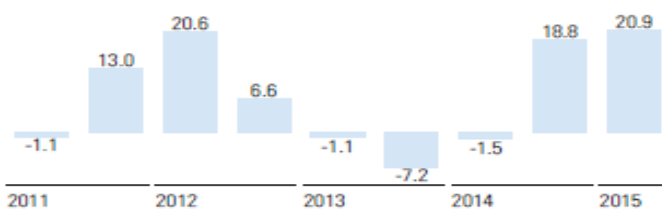
CONSOLIDATED FIGURES

	2012	2013	2013-2012	2014	2014-2013	CAGR2014-2012
REVENUE	1,981,130	1,956,647	(1.2%)	2,120,722	8.4%	3.5%
EBITDA	299,226	282,392	(5.6%)	287,251	1.7%	(2.0%)
% of Net Revenue	15.1%	14.4%		13.5%		
EBIT	244,319	226,356	(7.4%)	227,242	0.4%	(3.6%)
% of Net Revenue	12.3%	11.6%		10.7%		
Profit/(loss) before taxes	250,438	210,646	(15.9%)	215,749	2.4%	(7.2%)
% of Net Revenue	12.6%	10.8%		10.2%		
Taxes	(89,464)	(69,157)	22.7%	(64,407)	6.9%	(15.2%)
% of Net Revenue	(4.5%)	(3.5%)		(3.0%)		
Profit/(loss) for the year from continuing operations	160,974	141,489	(12.1%)	151,342	7.0%	(3.0%)
% of Net Revenue	8.1%	7.2%		7.1%		
Profit/(loss) after tax for the year from discontinued operations	(2,523)	(7,507)	19.5%	(2,223)	(0.4%)	(6.1%)
% of Net Revenue	(0.1%)	(0.4%)		(0.1%)		
Net Profit	158,592	132,759	(16.3%)	146,013	10.0%	(4.0%)
% of Net Revenue	8.0%	6.8%		6.9%		
Average working capital	402,403	420,517	(4.5%)	442,036	(5.1%)	
Capital employed	1,212,424	1,286,515	(6.1%)	1,363,346	(6.0%)	
ROCE (1)	20.0	17.7		16.7		
Capex (2)	52,930	61,308	15.8%	67,123	9.5%	
Average headcount	4,741	4,665	(1.6%)	5,189	11.2%	
31-12-12	31-12-13	2013-2012	31-12-14	2014-2013		
Equity	1,692,209	1,705,757	0.8%	1,849,485	8.4%	
Net debt	244,804	338,291	38.2%	405,617	19.9%	
Average net debt	294,114	260,820	(11.3%)	333,178	27.7%	
Leverage (3)	17.4%	15.3%		18.0%		
TOTAL ASSETS	2,731,812	2,772,680		3,162,068		

Thousands of euros

fonte: bilancio consolidato Ebro 31/12/2014.

Nello specifico viene mostrato un grafico inerente al tasso di crescita dei ricavi nel periodo 2011 - 2015, elaborato da Morning Star, che mostra chiaramente come questo venga alimentato dalla strategia di acquisizioni implementata dalla società.

Revenue Growth Year On Year %


L'aumento di *revenues* nella seconda metà del 2014 e nel primo semestre del 2015 sono in buona parte attribuibili al contributo del pastificio Garofalo.

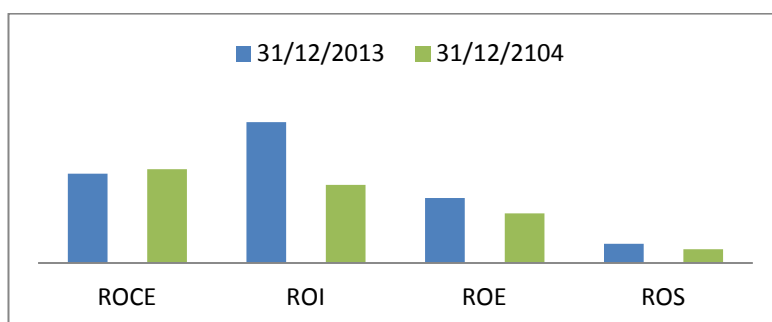
fonte: Morning Star 2015.

Per quanto riguarda invece il pastificio Garofalo, è una società per azioni non quotata il cui socio di maggioranza era la famiglia Menna, che possedeva il 52% attraverso la Semola srl (acquisita al 100% dalla Ebro foods). Il capitale sociale è frammentato in 200.000 azioni, con un valore nominale di 15,49 € ovvero un valore complessivo di 3.098.000 € a fronte di un patrimonio netto passato da 20.227.243 € nel 2013 a 24.767.095 € nel 2014. La dimensione ed il mancato utilizzo di

forme alternative di finanziamento hanno portato la società a fare ampio ricorso all'indebitamento, che nel 2013 ammontava a 106.668.328 € e gravava sulla solidità finanziaria; al 31/12/2014 questo è risultato quasi dimezzato (66.094.971 €) grazie soprattutto al trasferimento di passività alla capogruppo.

In relazione al fatturato, è cresciuto nel corso degli anni fino ad raggiungere quota 132,7 milioni nel 2013 (di cui circa 5 milioni rappresentato da vendite a società controllate), a cui corrisponde un MOL di 14,7 milioni di euro e un utile netto di 5,1 milioni di euro. Gli indici di performance registrati nel corso del 2013 e 2014 sono riportati nella tabella che segue e mostrano da una parte la capacità di gestione e di creazione di valore del management, dall'altra l'effetto negativo della leva finanziaria sul ROE.

	31/12/2013	31/12/2014
ROCE	34,36%	36,14%
ROI	54,24%	30,10%
ROE	24,97%	19,10%
ROS	7,33%	5,30%



fonte: bilancio d'esercizio Pastificio Lucio Garofalo Spa 31/12/2014.

4.4.1. La valutazione.

In questo paragrafo verranno identificati i fattori che hanno portato alla valutazione di 63.455.000 € per il 52% delle azioni della Garofalo.

Come indicato nel primo capitolo, il *bidding price* è la combinazione di: valore del *target stand alone*, una percentuale del valore delle sinergie, *acquisition premium* e valore delle eventuali opzioni strategiche. I tassi di sconto utilizzati per le proiezioni di *cash flow* sono indicati dalla stessa

Ebro e risultano pari, in Europa, al 5,9% di media, mentre il tasso di crescita “perpetua” è fissato all’interno di un *range* che va dall’1% all’ 1,7%.

- Il valore *as it is*. Secondo quanto indicato nei bilanci di Garofalo il valore del 52% di azioni (ovvero 104.000) è pari a 1.610.960 €, non essendo scambiate su un mercato regolamentato tuttavia è un valore contabile e non rispecchia l’effettivo *fair value*.

Visti tassi di crescita degli ultimi anni (mostrati in precedenza) e la natura della società si ipotizza che un metodo di valutazione utilizzato sia stato quello dei multipli basati sul fatturato e sull’*income*; i dati a cui il gruppo fa riferimento sono le vendite lorde del 2013 (134.000.000 €) e l’utile di esercizio (5.001.056 €).

Vanno poi considerati gli *asset*, specie di natura intangibile: nonostante in bilancio il valore delle concessioni, licenze e marchi sia di 995.193 €, il brand Garofalo è stato valutato attraverso il metodo dei redditi differenziali: si tenga conto che da quando la società è tornata ad operare in Italia con il proprio marchio il fatturato è aumentato di circa 100 milioni di euro; la gamma di prodotti offerti inoltre è un perfetto esempio di *made in Italy* nel settore e questo conferisce ancora maggiore valore di mercato in prospettiva futura. Infine è stato presa in considerazione la struttura finanziaria dell’azienda di Gragnano, che la espone a rischi di solidità e liquidità ma allo stesso tempo crea un notevole effetto leva.

Con ogni probabilità al metodo dei multipli è stato affiancato quello dei DCF, al quale è stato applicato un periodo di previsione esplicita di 5 – 7 anni e sono stati attualizzati attraverso i tassi di cui sopra.

- Il peso maggiore sul prezzo complessivo è rappresentato senza dubbio dal valore delle sinergie. Nel prospetto di sintesi del consolidato Garofalo all’interno della relazione di Ebro al 31/12/2014 è stato inserito un *goodwill* pari a 57.049.000 € relativo a: “le sinergie derivanti dall’integrazione del business nelle attività logistiche e distributive, industriali, di

vendita e di gestione delle risorse umane”. Di seguito è riportato un quadro di sintesi dei suddetti asset, con la relativa stima del loro *fair value*.

GAROFALO	
	06-30-14
	FAIR VALUE
Intangible assets	35,197
Property, plant and equipment	64,395
Financial assets	3,819
Deferred tax assets	636
Inventories	11,731
Cash	13,655
Other current assets	40,603
TOTAL ASSETS	170,036
Deferred income	3,072
Provisions for pensions and similar obligations	643
Other provisions	22
Non-current financial liabilities	25,871
Deferred tax liabilities	20,760
Current financial liabilities	30,188
Trade payables	21,799
Other current liabilities	3,439
TOTAL LIABILITIES	105,784
TOTAL IDENTIFIABLE NET ASSETS AT FAIR VALUE	64,242
Goodwill generated	57,049
PURCHASE CONSIDERATION TRANSFERRED	121,291
Non-controlling interests	57,836
Financed with financial liabilities and cash	63,455
PURCHASE CONSIDERATION TRANSFERRED	121,291
Net debt acquired with the subsidiary	(42,404)
Revenue since the acquisition date	61,239
Net profit contribution since the acquisition date	2,895
Revenue since January 1 (a)	123,219
Net profit contribution since January 1 (a)	5,427

Thousands of euros

(a) Estimate as if the group had been acquired on January 1, 2014

fonte: bilancio consolidato Ebro 31/12/2014.

Le sinergie a cui si fa riferimento sono per una minima parte relative a riduzione dei costi di ricerca e sviluppo e quelli relativi agli accordi con i fornitori e la GDO, mentre per la quasi totalità rappresentano possibili aumenti di ricavi legati al lancio del *brand* in nuovi mercati (attività di *cross branding*), sinergie manageriali e di investimento, nonché sinergie di scopo. Un valore così alto riconosciuto fornisce implicitamente delle informazioni sulle considerazioni alla base della valutazione effettuata: il rischio di mancata realizzazione delle suddette sinergie è ritenuto abbastanza basso ed il *trade off* con il rendimento favorevole; l'aumento delle vendite si considera possa iniziare nel brevissimo termine e senza richiedere eccessivi investimenti di altra natura (limitati quasi esclusivamente alle spese di

advertising); si ritiene che la durata delle sinergie si protragga nel medio lungo termine, garantendo una performance superiore ed aumentando stabilmente le *revenues*.

- Il residuo del prezzo di offerta è riconducibile all'*acquisition premium* ed all'opzione di aumentare la partecipazione all'interno della Garofalo; il contratto prevede infatti una opzione put per il proprietario del restante 48% ed una call per il gruppo Ebro, la prima esercitabile fino al 2024, la seconda dal 2024 al 2026. Questo significa sostanzialmente che il gruppo spagnolo entrerà in possesso del 100% del capitale del pastificio di Gragnano nel corso dei prossimi anni, sfruttando momentaneamente una opzione di *defer* (ovvero di attesa, per valutare l'effettivo valore di tutti gli asset e la capacità competitiva del *target*) ed in futuro una di *growth* (ovvero di aumento della partecipazione).

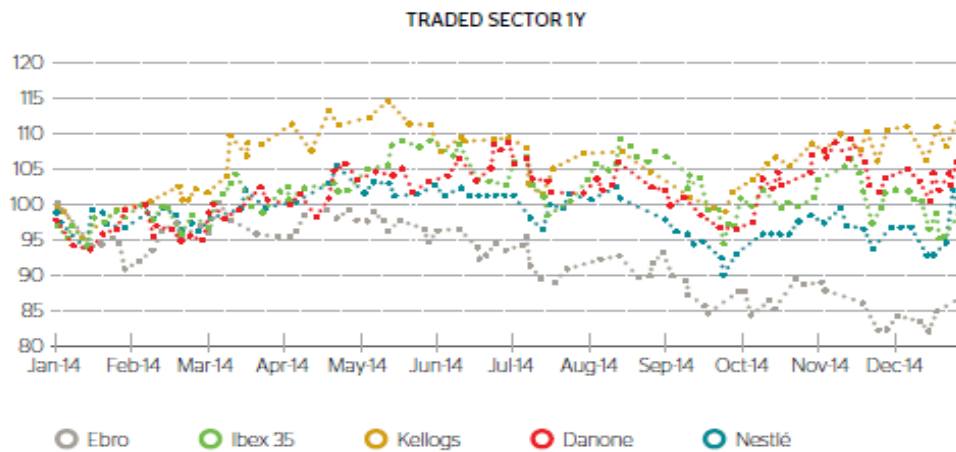
4.5. La strutturazione dell'accordo.

Come visto in precedenza, la Ebro ha acquisito il 52% delle azioni Garofalo, con diritto di opzione sul restante 48%. Il prezzo è stato pagato interamente in *cash*, attraverso un mix tra mezzi propri e ricorso al debito; tale volontà viene giustificata dai seguenti motivi:

- La dimensione relativa. Le risorse necessarie a completare l'acquisizione, visto il valore del target rispetto al *bidder*, erano in parte disponibili ed in parte reperibili dalla Ebro senza la necessità di ricorrere ad una emissione di nuove azioni.
- Il basso rapporto di *leverage*. La capacità di indebitamento del gruppo ha consentito il ricorso (parziale) al debito senza alterare eccessivamente il rapporto debito/equity e minare "l'efficienza finanziaria" (dal 2013 al 2014 l'indice è aumentato complessivamente del 3%, passando dal 15% al 18%); inoltre sono state fatte delle valutazioni circa il costo del capitale ed il costo opportunità delle disponibilità liquide, attraverso cui si è giunti alla conclusione che l'utilizzo di azioni fosse più oneroso.

- Il valore delle azioni e la composizione degli *shareholders*. Il valore delle azioni della Ebro risulta sensibilmente più basso di alcuni dei suoi principali *competitors* ed impatta sul costo del capitale della multinazionale. La sottovalutazione del valore delle azioni, nel caso in cui venissero utilizzate come forma di pagamento, potrebbe rendere necessaria una emissione eccessiva per coprire il prezzo di offerta ed allo stesso tempo fornire agli *shareholders* del target la possibilità di realizzare significative plusvalenze.

SHARE PRICE PERFORMANCE



fonte: bilancio consolidato Ebro 31/12/2014.

- Le azioni convertite avrebbero poi comportato l'ingresso del capitale sociale del gruppo della famiglia Menna, a cui invece sono stati esclusivamente affidati compiti inerenti alla gestione.
- La volontà di utilizzare il *cash* ha inoltre delle implicazioni sui mercati: in primis il ruolo delle banche che hanno partecipato al finanziamento, che influenzano in modo diretto (*covenant*) o indiretto (piani di rimborso) l'utilizzo efficiente del capitale; in secondo luogo la mancata emissione di nuove azioni "informa" gli investitori della volontà di sopportare interamente i rischi (ed i benefici) dell'operazione, senza bisogno di distribuirli su nuovi *shareholders*, scommettendo sulla riuscita dell'operazione e sulla creazione di valore.

Nonostante queste considerazioni, come mostrato anche dal grafico di cui sopra, la notizia ha causato un lievissimo rimbalzo in borsa ed il valore nel corso della seconda metà del 2014 si è progressivamente ridotto. Nel corso del 2015 i prezzi sono nuovamente risaliti.

L'accordo ha poi previsto, come accennato in precedenza, il trasferimento di parte dei debiti della Garofalo alla capogruppo, come mostrato nella tabella riassuntiva che segue.

BREAKDOWN OF BANK BORROWINGS BY SEGMENT OR COMPANY							
	12-31-13	12-31-14	2016	2017	2018	2019	BEYOND
Of Ebro Foods, S.A	210,069	178,040	78,182	99,858			
Of Herba Group	3,825	3,083	698	703	707	680	295
Of Panzani Group	29	15	2	2	2	2	7
Of Garofalo Group	0	17,360	1,886	1,591	1,654	1,720	10,509
Of Arotz Foods, S.A.	330	281	48	48	48	48	89
Of Jiloca, S.A.	2	0					
NON-CURRENT BANK BORROWINGS	214,255	198,779	80,816	102,202	2,411	2,450	10,900
Of Ebro Foods, S.A	66,386	188,301					
Of Panzani Group	78,098	54,130					
Of Herba Group	60,845	54,019					
Of Garofalo Group	0	18,525					
Of other companies	58	50					
CURRENT BANK BORROWINGS	205,387	315,025					
TOTAL BANK BORROWINGS	419,642	513,804					

fonte: bilancio consolidato Ebro 31/12/2014.

In relazione alla gestione delle risorse umane, la Ebro si è fatta carico di una parte del TFR dei dipendenti della Garofalo, per un totale, al 31/12/2014, di 703.000 €

Vista la natura dell'acquisizione (di tipo *friendly* o reciprocamente vantaggiosa) ed il modello di gestione decentrato della capogruppo, il management non è stato sostituito; l'accordo prevede che questo continui ad implementare le proprie strategie di business di differenziazione ed aumento della gamma offerta con attenzione ai costi, facendo sì che siano coerenti con la strategia di corporate del gruppo (crescita nel mercato europeo attraverso la vendita di quel prodotto).

4.6. Il post acquisizione e la fase di integrazione.

L'operazione conclusasi nel giugno 2014 ha avuto un forte impatto strategico su entrambe le società coinvolte; il successo dell'acquisizione deriva principalmente dalla complementarità dei bisogni della Garofalo e della Ebro che sono stati soddisfatti con l'accordo.

La Ebro ha inserito nel proprio portafoglio marchi un brand in grado di contribuire positivamente al presidio del mercato europeo nel segmento premium, soprattutto in quei paesi in cui il gruppo non aveva una forte presenza commerciale o competeva esclusivamente nel segmento standard; il completamento della matrice prodotto/mercato è avvenuta attraverso lo sfruttamento di una gamma di prodotti ad alto valore aggiunto che può fare leva sull'effetto *made in* e sulla percezione a questo associato, amplificato in alcune aree geografiche dal così detto effetto prisma.

Le sinergie riconosciute sono state esclusivamente di ricavi, legate ad un *cross selling* unidirezionale: la Garofalo non viene utilizzata come "ponte" per introdurre prodotti di marche diverse nel mercato italiano (già saturo e fortemente competitivo), viceversa sono le altre società del gruppo ad essere utilizzate come canale di commercializzazione del pastificio di Gragnano all'estero. Ciò è testimoniato anche dal report Ebro relativo al primo trimestre 2015, nel quale si afferma che: "la Garofalo sta avendo un anno eccellente, grazie alla gestione della sua distribuzione internazionale attraverso società del gruppo in Spagna, Francia, Portogallo, Olanda e Germania".

Anche da un punto di vista organizzativo si è assistito a dei cambiamenti: per favorire il processo di integrazione, facilitare la distribuzione dei prodotti e creare dei canali di trasferimento del *know how* è stata fondata la Garofalo France SAS, attraverso una *Joint venture* con la Panzani (accordo paritetico che ha previsto la divisione del capitale sociale in due quote da 250.000 €ciascuna); sono dunque nati due *hub* distributivi in Europa: la Garofalo stessa per l'Europa del sud e la *partnership* con Panzani per il nord Europa.

La strategia è risultata, fino a questo momento, efficace: a marzo 2015 le vendite della divisione pasta sono salite del 23.6%, raggiungendo 290.000.000 €, ai quali la società campana ha contribuito con 35.000.000 € a giugno la percentuale è ulteriormente salita al 27%, ovvero 585.997.000 € (72.400.000 € dei quali attribuibili alla Garofalo). Il primo semestre del 2015 si è chiuso, in Europa, con un aumento complessivo del 5% della quota di mercato.

Thous. EUR	1H13	1H14	1H15	15/14	CAGR 15/13
Sales	442.886	460.376	584.997	27,1%	14,9%
Advertisement	28.334	25.761	30.535	18,5%	3,8%
Ebitda	66.375	66.068	60.828	-7,9%	-4,3%
Ebitda Margin	15,0%	14,4%	10,4%		
Ebit	53.299	51.564	42.735	-17,1%	-10,5%
Operating Profit	52.584	51.974	41.840	-19,5%	-10,8%
ROCE	25,7%	24,7%	17,1%		

fonte: prospetto semestrale Ebro giugno 2015.

Da notare anche come siano cresciuti i costi di pubblicità, necessari all'affermazione del nuovo marchio nei paesi in cui è stata avviata la commercializzazione, così da renderlo riconoscibile ed in grado di accrescere la propria quota di mercato.

La riduzione dell'EBITDA margin è stata attribuita, oltre che alle spese appena citate, all'aumento del costo delle materie prime che ha avuto ripercussioni sui prezzi e sulle promozioni commerciali; la Ebro ha tuttavia definito tale situazione come temporanea.

L'apporto della società neo acquisita è risultato chiave nel sostenere la crescita del gruppo nella divisione pasta specie alla luce della situazione sul mercato americano: la stessa società ha dichiarato che il mercato nel nuovo continente si sta riducendo, soprattutto a causa dei *trend* di consumo, e ciò sta inaspando la competizione; questa è stata una ulteriore causa del peggioramento della performance nel corso del 2015.

Di converso, anche la Garofalo ha ottenuto dei grandi vantaggi dall'operazione. In primis, ha utilizzato le risorse ed il *network* del gruppo per aumentare esponenzialmente la propria presenza all'estero; ciò è avvenuto grazie allo sfruttamento degli accordi con le grandi catene distributive, dei

centri di stoccaggio e delle infrastrutture logistiche, nonché delle conoscenze dei mercati e delle informazioni relative alle dinamiche commerciali e di consumo fornite dalle altre società. A differenza della semplice esportazione di prodotti o di altri accordi a minor valenza strategica, questa soluzione gli consente di mantenere il controllo sulle politiche di *product placement*, di marketing e di *pricing*.

In secondo luogo ha trasferito parte dei suoi debiti alla capogruppo, alleggerendo sensibilmente la propria struttura finanziaria, ed ha ottenuto finanziamenti necessari a rafforzare il marchio ed a favorirne la diffusione in nuovi contesti geografici. A testimonianza di ciò, tra il 2013 ed il 2014, si è assistito ad un aumento dei costi per pubblicità, attività promozionali e vendita pari a 1.972.513 € (che si vanno a combinare con l'aumento dei medesimi costi nel bilancio Ebro). Questi investimenti hanno una duplice valenza, soprattutto se si considera che in buona parte dei nuovi mercati sono presenti prodotti che rientrano nella categoria di *italian sounding* in modo più o meno esplicito; come affermato in precedenza, il rilancio del *made in Italy* e la protezione dell'agroalimentare italiano avviene solo parzialmente attraverso strumenti di protezione legale, mentre è fondamentale fare in modo che questi prodotti "raggiungano" quella domanda potenziale che viene soddisfatta da beni simili, che sfruttano trend di consumo e asimmetrie informative per sottrarre quote di mercato al vero *made in Italy*. Infine, sono state effettuate delle attività di coordinamento relative agli approvvigionamenti, finalizzate a proteggere la performance di Garofalo da eccessive fluttuazioni dei prezzi e garantirgli scorte sufficienti a gestire l'aumento dei volumi. Ciò è testimoniato da una variazione positiva delle rimanenze di materie prime, pari a 4.414.075 € al 31/12/2014.

Anche se alla chiusura dell'esercizio 2014 i principali indici economici risultavano in calo rispetto all'anno precedente, nella relazione sulla gestione allegata al bilancio 2014 si legge che ciò è attribuibile principalmente all'aumento di ammortamenti ed accantonamenti e si prevede che dal 2015 torneranno a salire.

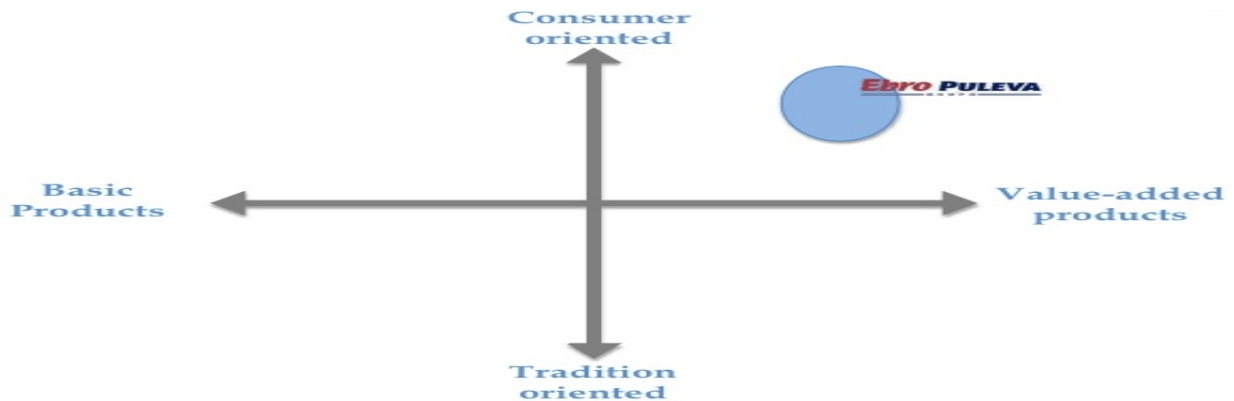
In sintesi l'acquisizione ha rappresentato, per la società di Gragnano, un'opportunità di accelerare e migliorare il proprio processo di internazionalizzazione e di espansione commerciale, mantenendo allo stesso tempo un forte radicamento con il territorio di origine.

La scelta dei paesi nei quali intensificare l'offerta attraverso la Garofalo in Europa è stata guidata in parte da analisi di mercato, in parte influenzata dalle mosse dei principali *competitors*, tra i quali la Barilla e la De Cecco: si potrebbe parlare in questo caso di "reazioni strategiche". La società di Parma negli ultimi anni ha concentrato i suoi sforzi in paesi in via di sviluppo (Cina, Brasile, Australia, Giappone e Messico) oltre a rafforzare la sua presenza in Nord America (dove ha investito 26.000.000 € per ampliare gli impianti) ed ha mantenuto stabile la posizione nei principali paesi europei. L'acquisizione può essere vista da questo punto di vista come un tentativo di frenare l'espansione della società italiana (e del suo brand premium Voiello) nel mercato di origine, che rappresenta quasi la metà del fatturato complessivo, ed allo stesso tempo di attaccarla sui mercati dai quali ottiene una quota significativa dei *cash flow* (tra i più recenti quello Britannico). Il pastificio abruzzese è invece entrato nel mercato russo (che fino alla fine del 2014 cresceva a doppia cifra) attraverso una serie di acquisizioni. Queste decisioni hanno consentito alla prima di mantenere la *leadership* mondiale con una quota a valore che è oscillata dal 12,4% del 2004 al 10,9% del 2014 e alla seconda di passare dall'1,8% del 2004 al 2,4% del 2014. Ebro Foods è invece scesa dal 5,6% del 2013 al 4,6% del 2014.

4.6.1. Le prospettive future.

In conclusione l'acquisizione è stata una tappa fondamentale nella realizzazione della strategia di corporate della Ebro, grazie alla quale si è realizzata una ulteriore diversificazione geografica e si è rafforzata quella correlata di prodotto; l'arricchimento del portafoglio marchi ha garantito una maggiore capacità competitiva e prospettive di sviluppo che porteranno all'accrescimento del vantaggio competitivo nel tempo, nel tentativo di riacquistare quote di mercato a livello globale e bilanciare il rallentamento della crescita nei mercati di oltre oceano.

La scelta di Garofalo inoltre ha confermato il posizionamento scelto dal gruppo: orientamento al consumatore ed al soddisfacimento dei suoi bisogni e focalizzazione su prodotti ad alto valore aggiunto. Ciò viene realizzato attraverso ogni *brand* del portafoglio, non avendo la Ebro un'unica *corporate identity*.



Per prevedere possibili sviluppi futuri circa la direzione che il gruppo potrebbe seguire per continuare il proprio percorso di crescita, viene compiuta una analisi SWOT relativa alla situazione attuale della Ebro, che ne riassume le caratteristiche in relazione alle opportunità offerte dall'ambiente competitivo:

Punti di forza

- Strategia di glocalizzazione.
- Controllo di *brand leader* nei propri mercati di riferimento.
- *Expertise* nelle operazioni di M&A (processo di integrazione consolidato).
- Flessibilità organizzativa e decisionale.
- Vantaggio di differenziazione grazie al focus su ricerca e innovazione.
- Sinergie tra il riso e la pasta.
- Distribuzione sia B2B che B2C.

Punti di debolezza

Driver della creazione di vantaggio competitivo diversi in ogni paese, oltre ai gusti locali; allungamento del *time to market*.

- Non integrabilità a monte e a valle, che espone la società ad oscillazione di prezzo delle materie prime ed al potere contrattuale dei distributori.
- Mancanza di un'unica *corporate identity*; affidamento esclusivo alle singole *brand identities*.

Opportunità

- Possibilità di espansione ulteriore in mercati emergenti (Asia e sud America).
- Sfruttamento della capacità innovativa per seguire i trend relativi ad *health and nutrition* e puntare all'*open innovation*, ovvero lasciare che siano i consumatori ad indirizzare lo sviluppo di nuovi prodotti.

Minacce

- Forte competizione.
- Mancanza di tradizione.
- Forte minaccia di prodotti sostitutivi ed elasticità della domanda che richiede costanti sforzi in differenziazione.
- Mercati maturi.

Alla luce di quanto detto, si ritiene che la Ebro continuerà ad esplorare nuove opportunità di investimento nei paesi in cui desidera accrescere la propria presenza commerciale e lo farà ricorrendo alle acquisizioni di soggetti con una profonda conoscenza del mercato ed in grado di operare e crescere autonomamente, sfruttando allo stesso tempo tutte le sinergie che una rete di soggetti globalmente distribuiti può offrire.

5. CONCLUSIONI

La Ebro è un esempio paradigmatico di come la globalizzazione abbia portato nuove minacce ed opportunità nell'ambiente economico che costringono le imprese a considerare la flessibilità e la predisposizione al cambiamento parte integrante delle loro strategie di crescita. La labilità di alcune barriere che proteggono il vantaggio competitivo costruito nel tempo rende necessari stravolgimenti nelle attività che erano state programmate ex ante. Sempre a causa della globalizzazione si è moltiplicato il numero di *competitors* operanti in ogni settore, che sono in grado da una parte di tutelare e presidiare risorse e competenze *core* sviluppate nei loro mercati di origine e dall'altra di penetrare in nuovi contesti geografici.

Nel momento in cui, per scelta o per necessità, una società decide di ampliare il proprio raggio di azione, a prescindere dalle sue caratteristiche e dai suoi punti di forza, è difficile che riesca a farlo ricorrendo esclusivamente alla crescita interna e nella maggior parte dei casi deve coinvolgere altri soggetti economici, attraverso una serie di accordi che vanno dalla semplice esportazione alla acquisizione. Queste relazioni creano dei *network* attraverso i quali si possono scavalcare barriere strategiche, normative e culturali, che contribuiscono alla creazione di un unico scenario competitivo globale. Se da una parte è vero che la globalizzazione ha causato un aumento dimensionale medio di tutti i soggetti economici, dall'altra è possibile farlo mantenendo intatte le singole identità e le caratteristiche di imprese di dimensione medio piccola.

Nel momento in cui la Ebro si è trovata di fronte alla necessità di diversificare i propri business per poi abbandonare quelli "di origine" ha dovuto valutare in primo luogo le risorse e le competenze interne all'organizzazione che potevano essere sfruttate nei nuovi scenari competitivi ed in secondo luogo scegliere la modalità di implementazione della strategia di corporate. Il processo di analisi interna della società ha portato a due conclusioni; in primis i business in cui era adeguato diversificare erano correlati al settore alimentare, nel quale la società già operava, ed in particolare

avevano una filiera produttiva ed una tipologia di processo molto simili ai prodotti sui quali il gruppo aveva costruito il proprio vantaggio competitivo nel tempo: le competenze relative alla ricerca delle fonti di approvvigionamento ed i rapporti con i fornitori, l'attenzione all'innovazione ed alla R&S che permettono di differenziare l'offerta e aggiungere valore a materie prime base, nonché il tipo di distribuzione ed i rapporti pregressi con la GDO in diversi contesti geografici sono stati i driver interni di scelta; in secondo luogo, una analisi esterna, ovvero delle minacce e delle opportunità implicite nei nuovi business, un confronto tra le risorse interne e quelle necessarie a competere e uno studio dei principali concorrenti, nonché del grado di apprendimento da questi raggiunto portò a concludere che l'unica alternativa possibile per entrare ed ottenere una posizione di vantaggio competitivo era attraverso le acquisizioni; queste davano la possibilità di costruire una *leadership* in diversi mercati geografici sfruttando le capacità competitive e la *brand awareness* di società già attive e redditizie, annullando il *gap* di *know how* e di *market share* con i *competitors* in brevissimo tempo.

La scelta dei *target* è infatti ricaduta negli anni su soggetti che avevano un mercato di riferimento ampio, il presidio di una quota consistente (se non dominante), marchi affermati e riconoscibili e un management *team* valido, ma allo stesso tempo monobusiness e troppo piccole per competere globalmente in modo sostenibile: le operazioni hanno sempre avuto lo scopo di integrare nel gruppo società definibili "*plug and play*", sono sempre state non-ostili ed hanno avuto il principale scopo di realizzare reciproche sinergie tra soggetti con punti di forza e di debolezza complementari, così da raggiungere una dimensione critica tale da consentire il raggiungimento di un vantaggio competitivo.

La struttura organizzativa a matrice creata in questo modo dalla Ebro risulta molto flessibile e l'autorità è decentrata: la capogruppo si occupa della direzione e del coordinamento tra *brand* e attività commerciali nei varie aree geografiche, oltre a gestire in modo accentrato le attività di R&S

ed innovazione di prodotto. D'altra parte ogni società ha mantenuto il proprio management, a cui viene lasciata discrezionalità circa l'implementazione delle strategie di business.

La ratio della diversificazione geografica è stato quello di costruire una combinazione prodotti/mercati, ovvero competere in ogni area (direttamente o attraverso attività di *cross selling*) sia nel business del riso che in quello della pasta, concentrando gli investimenti nei mercati occidentali, così da massimizzare lo sfruttamento sinergico delle attività comuni alle catene del valore dei due prodotti. Tale *modus operandi* è stato applicato anche in Italia: dopo aver acquisito il 25% del Riso Scotti (percentuale che si ritiene verrà aumentata) la Ebro ha deciso di entrare anche nel business della pasta; una analisi di settore ha dimostrato come il mercato fosse già saturo ed in fase di maturità, ma che allo stesso tempo ci fosse un segmento premium di nicchia in cui operavano società che negli ultimi anni avevano mostrato buone performance ed ottime prospettive di crescita. Vista l'impossibilità di entrare con un marchio non italiano a causa principalmente dell'effetto prisma diminutivo, l'unica opzione perseguibile era quella dell'acquisizione: la scelta è ricaduta sulla Garofalo, che soddisfaceva a pieno tutti i criteri di selezione della società spagnola. La scelta è stata guidata anche da una seconda motivazione: era necessario acquisire un *brand* in grado di penetrare nei mercati europei in cui la Ebro era presente esclusivamente nel business del riso (Spagna e Portogallo) e contribuire all'aumento dei volumi in quei paesi in cui il gruppo era presente con marchi di qualità standard, a cui affiancare un *brand* premium.

Il fatto che il *target* fosse un soggetto italiano operante nel settore alimentare con prodotti differenziati e di alta qualità ha consentito una rapida commercializzazione ed aumento delle vendite all'estero per un fondamentale motivo: i prodotti dell'agroalimentare italiano possono sfruttare, oltre al marchio commerciale, un marchio implicito, ovvero il *made in Italy*; grazie a questo si crea un effetto prisma amplificante che aumenta il valore percepito di questi beni non solo prima che il loro *brand* diventi riconoscibile, ma addirittura prima che il consumatore li abbia testati. La Garofalo (e la Ebro indirettamente) ha quindi potuto contare in un primo momento su un

brand di qualità implicito, che ha fornito il tempo necessario a formalizzare, finanziare ed implementare una strategia di comunicazione finalizzata ad affermare quello esplicito.

Queste considerazioni hanno portato ad una valutazione molto alta della società di Gragnano, nonostante fosse una società non quotata la valutazione dei cui intangibili è risultata difficoltosa. Il “modello Puleva” ha inoltre consentito al pastificio di mantenere la propria indipendenza e soprattutto il rapporto con il territorio e ciò ha reso l’accordo vantaggioso per entrambe le parti: la Garofalo è entrata a far parte di un *network* globale grazie al quale aumentare esponenzialmente le proprie opportunità commerciali e la sua presenza internazionale.

Lo studio ha, in sintesi, dimostrato che:

- Tutte le strategie di corporate volte all’ampliamento del raggio di azione di una società devono essere valutate alla luce di due dimensioni: la prima è la dimensione interna, ovvero l’analisi e la valutazione delle caratteristiche del soggetto che sta esplorando diverse opzioni di crescita, delle risorse e delle competenze che ha a disposizione (e la determinazione di quali tra queste sono chiave per la creazione di vantaggio competitivo ma allo stesso tempo trasferibili ed utilizzabili in nuovi business, ovvero il loro grado di dinamicità), dei suoi limiti e delle potenzialità future; la seconda è invece la dimensione esterna, lo studio quindi delle peculiarità del settore, dell’area geografica o delle attività di filiera verso le quali si vuole direzionare l’espansione. L’insieme delle informazioni raccolte possono essere riassunte con il grado di attrattività del business, a cui vanno combinate conoscenze relative al suo ciclo di vita e alle minacce ed opportunità che ne influenzano la conformazione e la mutevolezza futura.
- La combinazione dei dati raccolti attraverso la precedente analisi con gli obiettivi della società determinano la modalità più idonea ad implementare la strategia di corporate: non esiste una opzione preferibile alle altre se non valutata in relazione al contesto ed alla

situazione del soggetto specifico; l'ottica da adottare è quella del *best fit* e solo in alcuni casi le acquisizioni rappresentano la soluzione migliore, in grado di creare valore effettivo.

- Le M&A sono molto vincolanti e impegnative da un punto di vista finanziario; è pertanto necessario che durante la fase di selezione, di *due diligence*, di valutazione, di chiusura e di integrazione vengano svolte tutte le attività necessarie affinché abbiano successo con la massima cautela. A tal proposito oltre a considerazioni prettamente economiche (le capacità competitive del *target*, il prezzo rispetto al suo valore potenziale, le sinergie ed i rischi associati alla loro realizzazione), vanno tenuti da conto elementi *soft*, ma non per questo meno importanti: la visione, il sistema di valori, la cultura organizzativa, l'attenzione alla qualità, l'attitudine del management da soli possono comportare il successo o il fallimento dell'operazione. Risulta chiaro a tal proposito come tra le competenze distintive di una organizzazione vada annoverata anche la capacità di utilizzare alcuni "strumenti" strategici piuttosto che altri; la Ebro ha costruito nel tempo la sua posizione competitiva soprattutto grazie *al know how* relativo alla scelta delle controparti ed alla creazione di relazioni stabili e reciprocamente vantaggiose.
- E' stato evidenziato come il "modello Puleva" sia stato costruito in modo tale da sfruttare un ampio portafoglio marchi, ognuno dei quali gode di ampia libertà strategica, così da trarre vantaggio da diverse *brand identities* ma allo stesso tempo da isolare e bilanciare le performance registrate in diverse aree geografiche; le attività che sono state accentrate e vengono gestite congiuntamente sono quelle su cui si possono realizzare economie di scala, di scopo e di apprendimento: la R&S (svolta in centri di eccellenza globalmente distribuiti), i magazzini ed i centri di stoccaggio, parte degli approvvigionamenti, la logistica e le relazioni con i distributori. Una struttura del genere, oltre ad essere modulare (ovvero facilitare l'inserimento progressivo di nuovi soggetti) e flessibile, garantisce vantaggi reciproci tanto al gruppo che alle singole entità che lo compongono: ogni acquisizione contribuisce ulteriormente alla creazione di valore.

- Si è dimostrato infine come questa tipologia di operazioni possono rappresentare una straordinaria opportunità di crescita e di valorizzazione dei prodotti del settore alimentare italiano all'estero e che la "perdita" di un marchio non ha necessariamente una accezione negativa se questo ottiene maggior protezione e riconoscibilità ed allo stesso tempo l'impresa che lo sfrutta non perde le radici con il territorio e la tradizioni sui quali lo ha costruito. Inoltre l'accesso ad una struttura ed un *network* globale che una acquisizione garantisce consente implicitamente di rafforzare il *made in Italy* e combattere fenomeni di imitazione e contraffazione che hanno effetti negativi su tutta l'economia nazionale. L'aumento dimensionale non avviene sempre a scapito delle piccole realtà ed anzi questo *business model* e *modus operandi* consentono di preservare e proteggere società ad alto potenziale di crescita in un ambiente competitivo globalizzato.

BIBLIOGRAFIA

- Bell, De Castro, Paniagua, Shelman; “*Ebro Puleva*”; 14 Giugno 2010; Harvard Business School.
- Caroli; “*Economia e gestione delle imprese internazionali*”; 2012; McGraw-Hill.
- Collins, Montgomery, Invernizzi, Molteni; “*Corporate level strategy*”; 2001; McGraw-Hill.
- Commissione Europea; “*Regolamento n. 2913/92 del Consiglio del 12 ottobre 1992, che istituisce un codice doganale comunitario*”, in *GUCE* n. L 208 del 24 luglio 1992.
- Commissione Europea; “*Regolamento n. 2081/92 del Consiglio del 14 luglio 1992 relativo alla protezione delle indicazioni geografiche e delle denominazioni d’origine dei prodotti agricoli ed alimentari*”, in *GUCE* n. L 208 del 24 luglio 1992.
- Commissione Europea; “*La situazione dell’agricoltura nell’Unione Europea*”; 1999.
- Commissione Europea; “*La situazione dell’agricoltura nell’Unione Europea*”; Relazione 1999, Bruxelles.
- Commissione Europea; “*Direttiva n. 95/2008 sul riavvicinamento delle legislazioni degli Stati membri in materia di marchi d’impresa*”; 2008.
- Commissione Europea; “*Regolamento 207/2009 in materia di marchio comunitario*”; 2009.
- Decreto del Presidente della Repubblica; “*Regolamento per la revisione della normativa sulla produzione e commercializzazione di sfarinati e paste alimentari, a norma dell’articolo 50 della legge 22 febbraio 1994, n. 146*”; 9 Febbraio 2001, n.187.
- DePamphilis; “*Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*”; 2014; Academic Press.
- D.lgs. n.30 del 2005; “*Codice di Protezione Industriale*”; 2005.
- D.lgs. 135/2009; “*Disposizioni urgenti per l’attuazione di obblighi comunitari e per l’esecuzione di sentenze della Corte di giustizia delle Comunità europee*”, in *GU* n.223 del 25 settembre 2009.
- Ebro Foods; “*Corporate presentation*”; 2010.
- Ebro Foods; “*Modelo de negocio*”; 2010.
- Ebro Foods; “*Bilancio consolidato e relazione sulla gestione 2014*”; 31/12/2014.
- Ebro Foods; “*Results 1Q2015*”; 2015.
- Ebro Foods; “*Results 1S2015*”; 2015.
- European food information council; “*A pan-EU survey of Consumer Attitudes to Food, Nutrition and Health*”; 1996.
- Fontana, Caroli; “*Economia e gestione delle imprese*”; 2013; McGraw-Hill.

Franco Masera; “*Made in Italy works*”; 2011; KPMG

ISMEA; “*Le produzioni agroalimentari di qualità*”; 1998.

Izzo, Ricciardi; “*Relazioni di cooperazione e reti di imprese*”; 2006; I.P.E.

Magni; “*La percezione della qualità' dei prodotti agroalimentari italiani nei consumatori europei: i risultati di un'indagine diretta*”; 1996; XXXIII Convegno di Studi SIDEA, Napoli

Pastificio Lucio Garofalo Spa; “*Bilancio d'esercizio e relazione sulla gestione 2014*”; 31/12/2014.

Porter; “*Il vantaggio competitivo*”; 1990; Delle Comunità.

Trips agreement; “*Agreement on Trade-Related Aspects of Intellectual Property Rights*”; 1994; Marrakech.

Zanda, Lacchini; “*La valutazione dei marchi di impresa*”; CEDAM; 1991.

SITOGRAFIA

http://ww2.unime.it/emaf/index.php?option=com_content&view=article&id=55&Itemid=43&lang=en

http://carlofesta.blog.ilsole24ore.com/2014/06/21/ebro-foods-dopo-riso-scotti-e-pasta-garofalo-ha-altri-600-mln-per-acquisizioni/?refresh_ce

<http://www.ventosociale.org/eccellenze-italiane/loro-bianco-di-napoli/>

<http://www.reuters.com/finance/stocks/EBRO.MC/key-developments/article/3013062>

<http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2012-12-21/garofalo-accelera-crescita-082105.shtml?uuid=Abu4q4DH>

<http://www.agrodolce.it/2014/06/06/garofalo-vende-a-ebro-foods-intervista-emidio-mansi/>

http://www.foodbusinessnews.net/articles/news_home/Business_News/2015/06/Ebro_expands_further_in_US_ric.aspx?ID=%7B3DF9A248-2226-466D-BB4D-E9848189149D%7D&cck=1

<http://ricerca.repubblica.it/repubblica/archivio/repubblica/2010/06/21/garofalo-come-lanciare-un-marchio-scegliendo-il.html>

<http://food24.ilsole24ore.com/2014/06/perche-garofalo-ha-scelto-di-far-entrare-al-52-gli-spagnoli-di-ebro/>

<http://www.ismea.it/flex/cm/pages/ServeBLOB.php/L/IT/IDPagina/9457>

<http://www.infodata.ilsole24ore.com/2015/01/22/i-consumi-di-pasta-e-le-quote-di-mercato-dei-produttori/>

<http://www.foodweb.it/2015/04/dieci-riflessioni-sul-mercato-della-pasta/>

<http://www.istat.it/it/>

<http://www.coldiretti.it/Pagine/default.aspx>

<http://www.ebrofoods.es/>

http://www.pastagarofalo.it/it_it/

<http://www.sace.it/media/mag-online/mag-online-dettaglio/show-me-italy>

http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2013-11-20/cosa-e-made-italy-e-cosa-no-140026.shtml?uuid=ABS7YSe&refresh_ce=1

<http://agrireunioneuropa.univpm.it/content/article/31/25/il-made-italy-dei-prodotti-alimentari-e-gli-incerti-tentativi-del-legislatore>

http://www.mglobale.it/Temi/Dogana/Contraffazione/Il_Valore_Del_Brand_Made_In_Italy.kl

<http://www.lapresse.it/economia/la-storia-del-marchio-garofalo-nato-nel-1789-dal-2014-parla-spagnolo-1.519579>

<http://www.registroimprese.it/>

<http://www.kpmg.com/IT/it/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Pagine/RapportoMA.aspx>

<http://www.slideshare.net/ulugbek55/case-study-ebro-puleva?related=1>

<http://mebfaber.com/2013/12/03/where-have-all-the-mergers-gone/>

<http://www.morningstar.it/IntroPage.aspx?site=it&backurl=http%3A%2F%2Fwww.morningstar.it%2Fit%2F>

http://www.marchiodimpresa.it/wp-content/themes/marchiodimpresa/images/files/la_valutazione_e_valorizzazione_del_marchio.pdf

<http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatoImpresa/2014-05-09/valutazione-marchi-104052.php>

<https://www.wto.org/>

<https://it.wikipedia.org/wiki/WTO>

https://www.ted.com/talks/bill_gross_the_single_biggest_reason_why_startups_succeed

<http://www.reportlinker.com/p03047822-summary/Pasta-Markets-in-the-World-to-Market-Size-Development-and-Forecasts.html>

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

