DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT

CATTEDRA DI ECONOMIA E GESTIONE DELLE IMPRESE INTERNAZIONALI

Il ruolo delle risorse umane nel cross-border M&A: il caso Ariston Thermo Group

Relatore

Prof. Roberto Dandi

Candidato

Andrea Angelici

Matr. 672581

Correlatore

Prof. Matteo Giuliano Caroli

ANNO ACCADEMICO

2016/2017

RINGRAZIAMENTI

Al termine di questi intensi cinque anni che segnano la conclusione del mio percorso accademico vorrei spendere qualche parola come segno di riconoscimento a chi ha sempre creduto in me e mi ha dato la forza di andare avanti superando ogni criticità od ostacolo presente sul mio cammino.

Comincio col ringraziare tutta la mia famiglia: dai nonni (Corrado, Elvira, Maria e Marino), agli zii (Carlo, Claudia, Fabio e Florentina) fino ai cugini (Fabio, Lorenzo, Marco, Matteo). Un pensiero particolare però va ai miei genitori, Catia e Sergio. Coloro che mi hanno sempre sostenuto emotivamente, continuamente incoraggiato e concesso l'opportunità di studiare in un'università d'eccellenza. Dal primo giorno in cui ho iniziato gli studi a Roma, non mi hanno mai fatto mancare niente, essendo costantemente presenti e pronti ad aiutarmi a risolvere ogni problema. Nonostante ho avuto insegnanti all'altezza e pienamente qualificati, grazie ai miei genitori ho imparato quali sono i valori fondamentali nella vita.

Ringrazio Chiara la mia ragazza che mi ha dato sempre fiducia nonostante le sfide che avessi di fronte fossero rilevanti e mi ha sopportato per tutti e cinque gli anni (impresa non facile), standomi vicina semestre dopo semestre ed esame dopo esame.

Un pensiero speciale va agli amici di una vita Federica, Francesco, Lorenzo e Marco capaci sempre di regalarmi un sorriso, ai nuovi amici incontrati in questi cinque anni tra cui Ernesto conosciuto durante la triennale e Alberto, Andrea, Ciro, Edoardo, Francesco, Federico, Luca e Nicola incontrati durante la laurea specialistica.

Un ulteriore pensiero e ringraziamento va a Giuseppe, Luana e Andrès in qualsiasi parte del mondo sia ora.

Ringrazio tutte le persone di Ariston Thermo Group che mi hanno aiutato nel reperimento dei dati per la realizzazione del seguente elaborato.

Per ultimo ma non meno importante, vorrei ringraziare di cuore il mio professore nonché relatore Roberto Dandi, un insegnante dalle molte qualità e capacità ma

soprattutto un professore che aiuta continuamente gli studenti, li indirizza e tira fuori il meglio da ognuno di loro.

L'università prima di essere un luogo dove si apprendono nozioni, formule e teorie è una scuola di vita che ti insegna come stare al mondo: impegni, regole, doveri sono alla portata del giorno. Questi cinque non sono stati facili poiché colmi di sfide e nuove esperienze. Se sono anni riuscito a completare con buoni risultati questo tortuoso percorso lo devo a tutte le persone citate precedentemente.

Di nuovo, ringrazio di cuore a tutti voi.

INDICE

INTRODZIONE **5**

1. IL CROSS-BORDER M&A E Il RUOLO DELLE HUMAN RESOURCES **11**

1.1 M&A COME METODO DI INTERNAZIONALIZZAZIONE 11

1.2 IL PROCESSO DI M&A E LE CRITICITA' RELATIVE ALL'INTERNAZIONALIZZAZIONE 21

1.3 IL RUOLO DELLE HUMAN RESOURCES NEI CROSS-BORDER M&A: LA LEADERSHIP……..36

2. IL SETTORE DEL COMFORT TERMICO 2.1 ANALISI DEL BUSINESS **48**

2.1 ANALISI DEL BUSINESS 48

2.2 POSIZIONAMENTO COMPETITIVO ARISTON THERMO GROUP 68

3 L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DI ARISTON THERMO GROUP **79**

3.1 IL RAPIDO PERCORSO DI ESPANSIONE GLOBALE 79

3.2 ARISTON THERMO E I PROGETTI DI CROSS-BORDER M&A 86

CONCLUSIONE **98**

BIBLIOGRAFIA **102**

INTRODUZIONE

Nel mondo economico come in tutti gli altri settori, il fenomeno della globalizzazione sta acquisendo continuamente spessore e rilevanza, tramutandosi da concetto teorico e astratto a realtà solida e concreta. L'emblema di come questo fenomeno stia "contagiando" le strategie imprenditoriali è rintracciabile nell'assidua ricerca delle aziende di raggiungere una dimensione internazionale o meglio globale (usando un termine più consono). Questo indissolubile desiderio celato nell'animo di ogni imprenditore che possa essere definito ambizioso, ha portato alla diffusione di moltissimi meccanismi e modalità di internazionalizzazione aziendale. In questo vasto e ampio insieme di metodologie si collocano le operazioni di cross-border M&A. Le statistiche su questi progetti sono innumerevoli perciò è bene concentrarsi solo su alcuni dati meticolosamente selezionati. Una prima analisi da effettuare, concerne il trend del giro d'affari delle procedure di fusione e acquisizione avvenute negli ultimi anni.

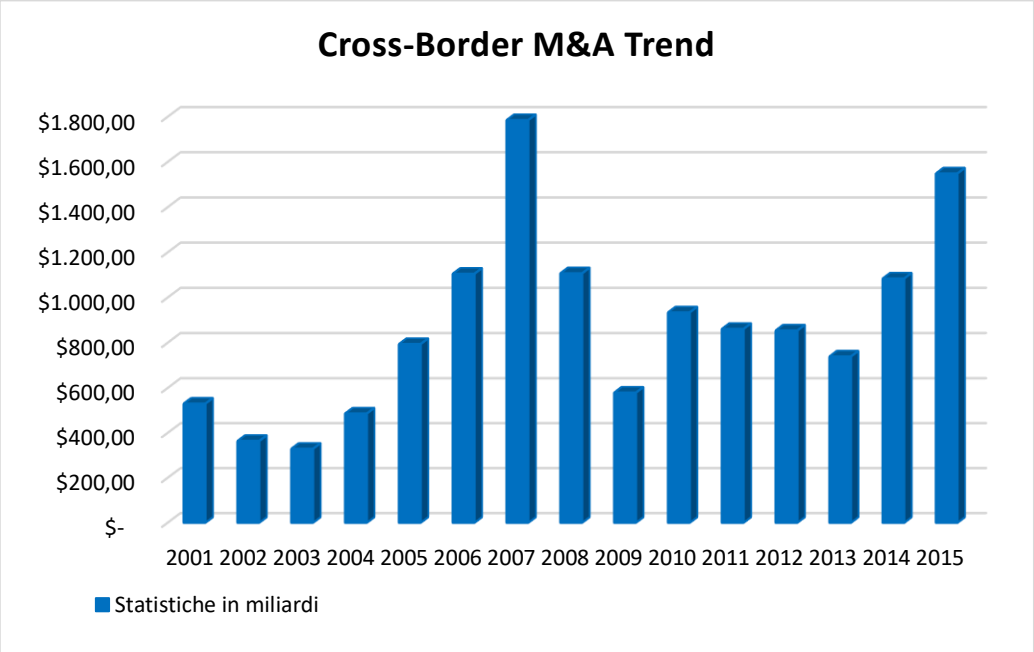


Grafico 1: Dati J.P. Morgan (2016), M&A Global Outlook[1]

[1] Fonte: Nostra elaborazione

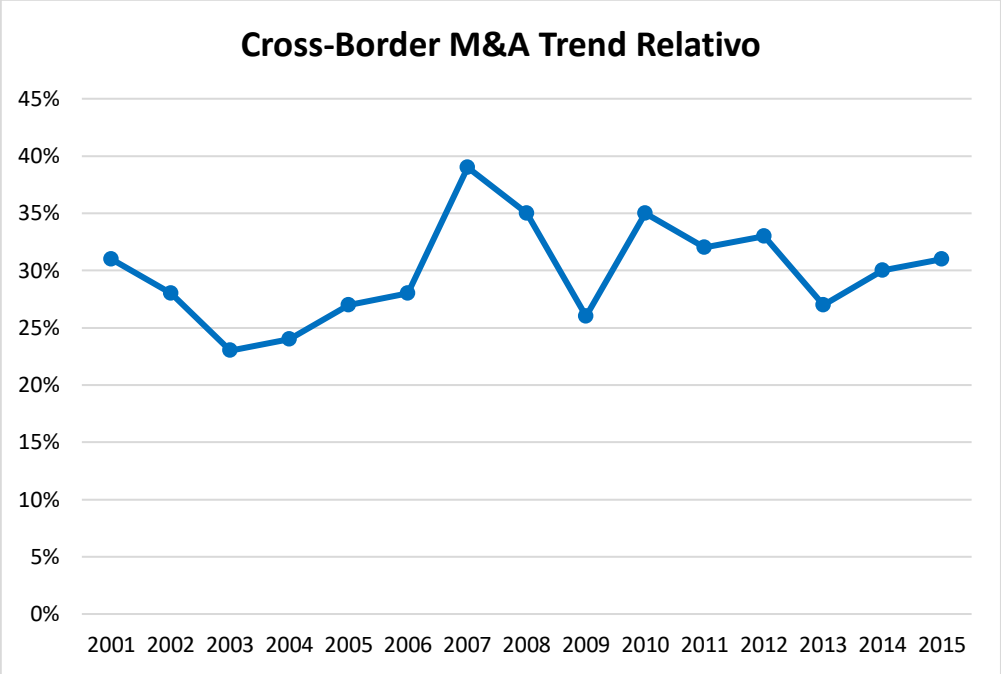


Grafico 2: Dati J.P. Morgan (2016), M&A Global Outlook[2]

I grafici precedenti mostrano come le operazioni di M&A internazionali abbiano seguito una dinamica strettamente correlata al ciclo economico. Dopo qualche anno di incertezza a inizio secolo, dal 2003 al 2006 i progetti di espansione oltre i confini nazionali sono gradualmente e costantemente cresciuti sia in termini relativi che assoluti per raggiungere un picco nel 2007. Il trend positivo si è esaurito proprio in quell'anno a causa della crisi finanziaria, scoppiata con il fallimento della banca d'affari Lehman Brothers, che ha inciso in maniera drammatica sul contesto economico e anche sulle operazioni di finanza straordinaria.

Un altro dato macroeconomico interessante riguardante i cross-border M&A, è quello inerente ai paesi maggiormente coinvolti in queste tipologie di progetti.

[2] Fonte: Nostra elaborazione

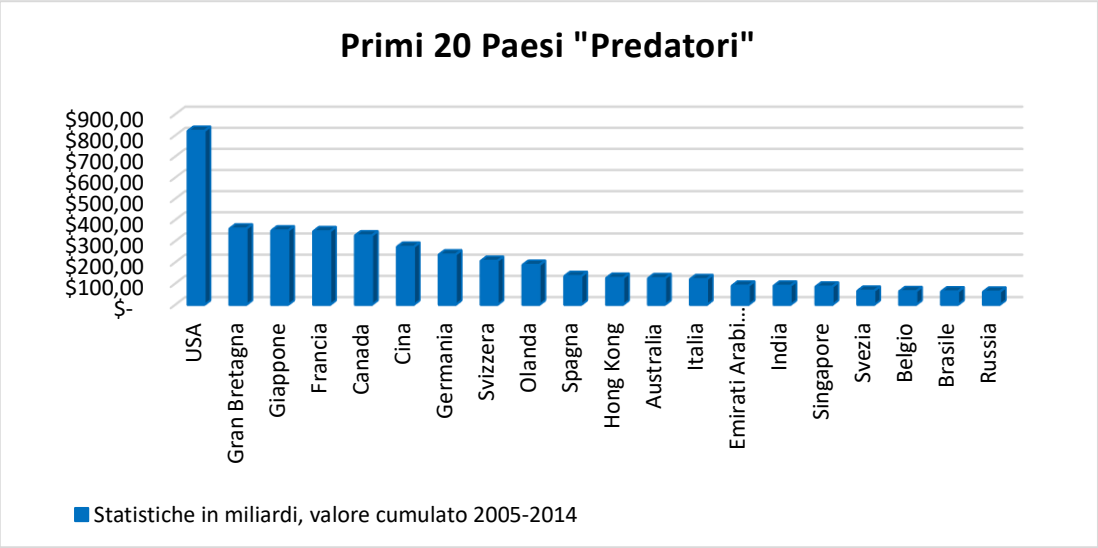


Grafico 3: Dati E. Xie et al. (2017), Journal of World Business 52: 127-183[3]

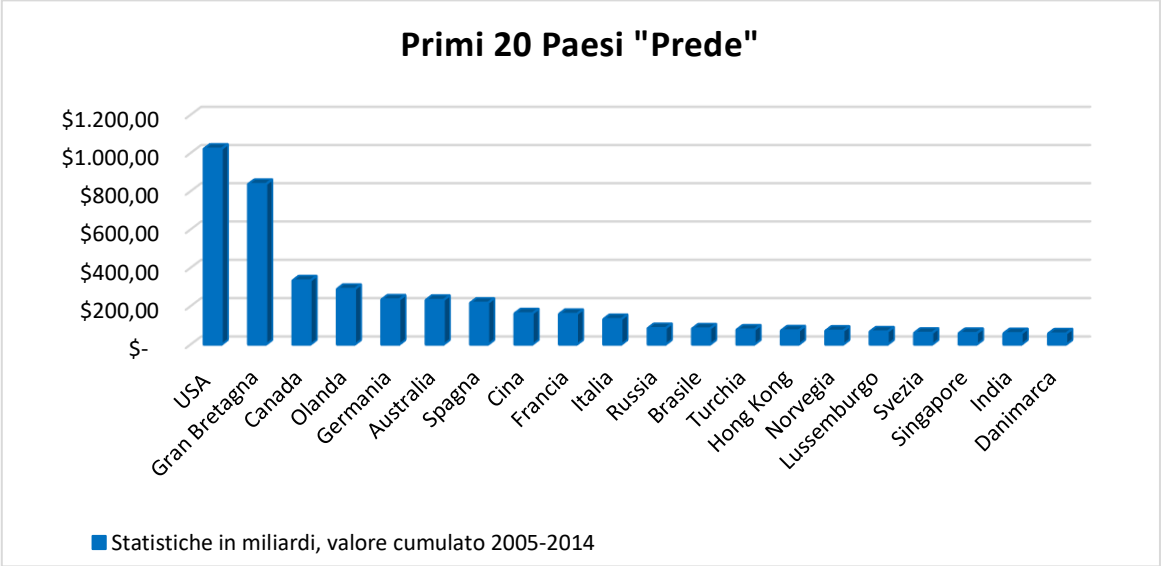


Grafico 4: Dati E. Xie et al. (2017), Journal of World Business 52: 127-183[4]

Gli istogrammi rivelano che le prime venti nazioni promotrici e bersaglio sono essenzialmente le stesse, a parte qualche piccola eccezione. Dai paesi di matrice anglosassone che possono contare su un mercato finanziario sviluppato, alle

[3] Fonte: Nostra elaborazione
[4] Fonte: Nostra elaborazione

economie emergenti (l'ormai noto BRIC: Brasile, Russia, India e Cina) proprietarie di grandi bacini di materie prime, fino a giungere alle potenze europee. Queste sono le nazioni più attive nel panorama delle fusioni e acquisizioni internazionali.
Un'ulteriore analisi degna di nota è relativa allo studio dei settori di maggiore interesse per gli M&A internazionali. Prendendo come benchmark gli Stati Uniti d'America, primi sia nella classifica dei paesi "predatori" che dei paesi "prede" (vedi grafico 3 e grafico 4), durante i primi nove mesi nel 2015, la situazione è la seguente:

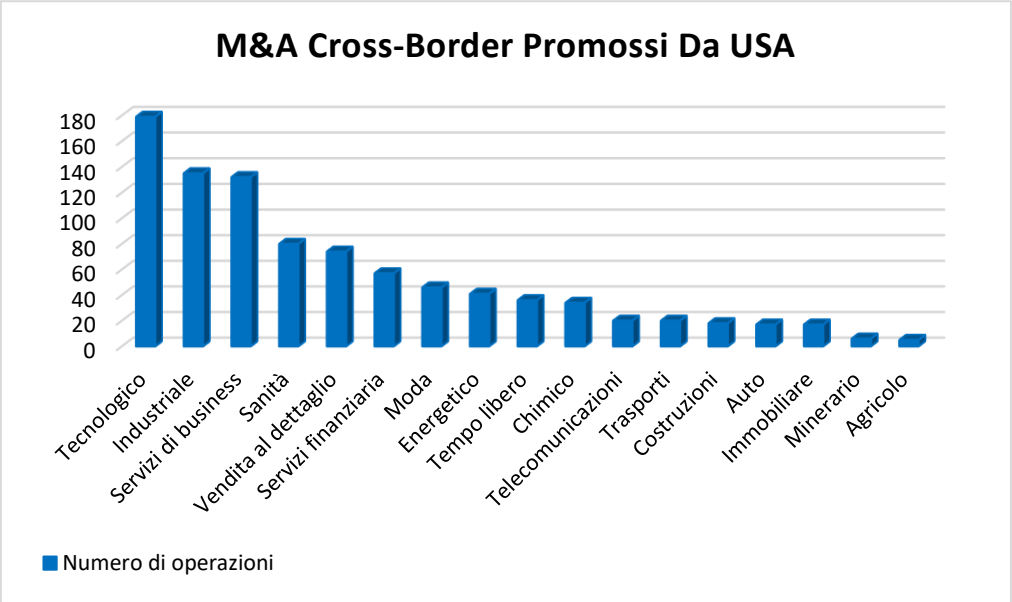


Grafico 5: Dati Baker & McKenzie (2015), "Cross-Border M&A Index"[5]

Emerge limpidamente che la concentrazione dei cross-border M&A è massima in quei settori richiedenti notevoli livelli di innovazioni e investimenti in R&S, evidenza empirica in linea con la letteratura successivamente discussa. Il business dei servizi e in generale il settore terziario appaiono come i più appetibili in cui compiere operazioni di espansione internazionali. In questo contesto le uniche eccezioni sono rappresentate dal mercato dei trasporti e delle telecomunicazioni (businesses particolari contraddistinti da una forte impronta nazionale). I processi di M&A oltre i confini nazionali raramente hanno interessato aziende agricole,

[5] Fonte: Nostra elaborazione

minerarie e molti altri ambiti strettamente connessi al settore delle materie prime (molto spesso queste tipologie di imprese hanno intrapreso strategie di crescita aziendali sviluppate internamente).

Come si evince dalle precedenti statistiche la rilevanza che i progetti di fusione e acquisizione oltre i confini nazionali hanno assunto è tangibile e riscontrabile direttamente in molti businesses. Il presente elaborato si pone come obiettivo lo studio dell'incidenza che le operazioni di cross-border M&A hanno sulle strategie di espansione aziendale e l'analisi del ruolo del dipartimento risorse umane in questi processi. Una delle realtà imprenditoriali che intravede nei progetti di fusione e acquisizione la giusta modalità di internazionalizzazione è Ariston Thermo Group: società dominante nel mercato del comfort termico ormai da vari decenni. Tramite una serie di interviste rivolte a figure chiave operanti all'interno dell'impresa con sede a Fabriano si sono approfondite tematiche nevralgiche caratterizzanti ogni singolo processo di cross-border M&A: dal grado di autonomia concesso alle aziende target, all'importanza del ruolo del leader, dai compiti svolti dal dipartimento delle risorse umane, alle singole fasi in cui si articolano le operazioni di acquisizione, dai meccanismi di allineamento imprenditoriale, alle metodologie di trasferimento della conoscenza (tacita ed esplicita). Dopo un primo capitolo teorico finalizzato all'introduzione sulla tematica dei progetti di fusione e acquisizione, una seconda parte dove si presentano i tratti salienti e peculiari del settore del comfort termico nonché le dinamiche di mercato interne e i posizionamenti competitivi delle aziende leader (analisi realizzate grazie all'ausilio di fonti documentali quali bilanci e report ufficiali), il terzo e ultimo capitolo si focalizza sul processo di internazionalizzazione della società marchigiana Ariston Thermo Group e sul contributo del dipartimento delle risorse umane. Nell'epilogo dell'elaborato si confrontano le procedure di M&A attuate dalla multinazionale con sede a Fabriano con il modello teorico ideato da Annette Ranft e Michael Lord incentrato sulle operazioni di fusione e acquisizione (costruito grazie all'ausilio di evidenze empiriche e interviste realizzate ad hoc). Tale valutazione è incentrata sulla compatibilità dei progetti di cross-border M&A di Ariston Thermo Group e le 13 proposizioni derivanti dal modello teorico elaborato dai due studiosi (considerato un benchmark nel panorama internazionale dei progetti di fusione e acquisizione come si può constatare in seguito). Sempre nell'ultima parte del lavoro, viene presentato un altro riferimento teorico: il modello ideato da Sitkin e

Pablo. Grazie al supporto di questo contributo letterario si sono approfondite e analizzate alcune delle peculiarità che contraddistinguono le attività svolte dal responsabile inviato da Ariston Thermo Group per vigilare sulle società acquisite.

1 IL CROSS-BORDER M&A E Il RUOLO DELLE HUMAN RESOURCES

1.1 M&A COME METODO DI INTERNAZIONALIZZAZIONE

La crescita aziendale è sempre stata una delle principali finalità che ogni imprenditore volenteroso e ambizioso cerca perentoriamente di raggiungere. Le modalità attraverso le quali una società può conseguire una strategia di espansione sono innumerevoli e all'interno di questo vasto gruppo di operazioni ci sono quelle di "Merger and Acquisition" (M&A). La rilevanza di questi processi di finanza straordinaria nel panorama economico globale, ha portato allo sviluppo di una consistente letteratura e alla diffusione di teorie riguardanti il ruolo delle singole funzioni aziendali in questi progetti (gli enunciati e le opere più rilevanti vengono approfondite in seguito). In virtù di questo tanto intenso quanto costante interesse concernente la tematica, uno degli obiettivo che il seguente elaborato si pone è quello di indagare sul ruolo del dipartimento delle risorse umane (denominate nel mondo anglosassone Human Resources "HR") nei progetti di cross-border M&A e nello specifico sull'importanza della leadership. Per rendere l'analisi quanto più completa possibile, in seguito si presenta un caso di studio concernente una delle realtà economiche dominanti nel settore del comfort termico. Procedendo gradualmente, è propedeutico iniziare da una definizione preliminare di M&A. Per processo di fusione e acquisizione si intende quel complesso di azioni attraverso il quale una società (promotrice) persegue una strategia di crescita tramite l'assunzione del controllo di una o più imprese (bersaglio o target). Nel caso in cui l'azienda target appartiene a un contesto geografico differente rispetto all'ente promotore, si parla di cross-border M&A. La varietà delle operazioni di fusione e acquisizione permette una loro classificazione in base a differenti drivers. La prima distinzione che si può effettuare si fonda sulla forma tecnica utilizzata:

- l'acquisizione è il processo tramite il quale un'impresa acquirente ottiene il controllo di una o più società target. Al termine dell'operazione le realtà economiche acquisite non perdono la loro individualità giuridica. Un particolare caso di acquisizione è la procedura che viene comunemente denominata "asset for cash"; invece di assumere il controllo di un insieme di attività e quindi di una realtà societaria, si diventa proprietari di un'immobilizzazione o di un ramo d'azienda. Questa fattispecie risulta essere più onerosa rispetto alla modalità tradizionale di

acquisizione, in seguito ai maggiori costi di transazione (risulta più facile contrattare strumenti finanziari rappresentativi della proprietà di un'impresa, quali azioni, piuttosto che un complesso di impianti, attrezzature e macchinari) e all'assenza di trasferimento delle passività;

- la fusione è un'operazione che comporta la perdita dell'individualità giuridica di tutte o di parte delle realtà aziendali coinvolte. La fusione per unione presuppone la nascita formale di un nuovo soggetto economico il cui stato patrimoniale è costituito dalla somma delle attività e delle passività di tutte le imprese fuse. La fusione per incorporazione invece, prevede che una società definita incorporante vada ad assorbire o inglobare, al suo interno gli altri partecipanti all'operazione ossia le imprese incorporate. Lo stato patrimoniale dell'incorporante si arricchirà delle poste di bilancio delle aziende che hanno perso la loro autonomia giuridica.[6]

Un'altra possibile classificazione è quella che si fonda sulla natura dell'impresa target. In questo caso si individuano operazioni di M&A:

- orizzontali, se la società bersaglio opera nello stesso business, dunque è un competitor, dell'impresa promotrice del processo di crescita;
- verticali, nel caso in cui l'azienda target è un fornitore o un cliente della società che avvia la procedura di espansione, quindi le imprese operano lungo la stessa filiera produttiva (il nome tecnico di tale tipologia di operazioni è integrazione verticale);
- conglomerali, quando il core business del promotore non è minimamente correlato a quello dell'impresa bersaglio, le imprese operano in mercati diversi (il nome tecnico di tale tipologia di operazioni è diversificazione).

Molte delle teorie sui processi di crescita aziendale sono state elaborate nel corso del ventesimo secolo, in virtù delle cinque ondate di M&A che hanno coinvolto molteplici attori economici, avvenute proprio in questo lasso di tempo. E' possibile realizzare una classificazione puntuale delle differenti operazioni di fusione e acquisizioni e collocare temporalmente le varie ondate grazie alle opere di autori quali Shleifer e Vishny (1991) e Hartford (2003).[7] La prima ondata di M&A

[6] Pansa Alessandro e Agnese Paolo (2016), "Finanza Straordinaria" McGraw-Hill Education, 419-479

[7] Shleifer A. e Vishny R.W. (1991) Takeovers in the 60s and 80s: Evidence and Implications. Strategic Management Journal, 12: 51-59; Hartford, J. (2003), "Efficient and distortional components to industry merger waves" Journal of Financial Economics

avviene tra il 1893 e il 1904. Le operazioni di fusione e acquisizione in questo decennio, sono strettamente connesse a un intenso processo di consolidamento del settore manifatturiero che porta alla creazione delle prime grandi imprese in diversi mercati, petrolio e acciaio su tutti. Le operazioni di M&A della prima ondata si contraddistinguono per essere "amichevoli" (di comune accordo tra managers delle imprese coinvolte) e finanziate tramite il ricorso ai surplus di liquidità che la società promotrice registra in bilancio. La seconda ondata inizia nel 1910 e si conclude all'alba della Grande Depressione. Questa volta le imprese protagoniste, danno luce a processi di fusione e acquisizione di dimensioni più modeste rispetto a quelli avvenuti a cavallo tra i due secoli (diciannovesimo e ventesimo). La terza ondata riguarda il ventennio tra il 1955 e il 1975. Le società bersaglio dei processi di M&A, operano in settori totalmente differenti da quello del promotore: si innesca un vero e proprio meccanismo di diversificazione su scala globale (soprattutto negli Stati Uniti d'America) che porta alla nascita di numerose aziende conglomerate, imprese attive in diversi settori industriali non correlati. Il processo di diversificazione viene sponsorizzato da teorie ed elaborati che intravedono nello stesso fenomeno numerosi vantaggi: riduzione del rischio, maggiore stabilità dei flussi di cassa generati, minore impatto delle congiunture economiche negative, creazione di un mercato dei capitali interno. La quarta ondata di M&A si colloca tra gli anni 1984 e 1989 e la sua principale peculiarità è l'ostilità che guida le procedure di fusione e acquisizione.[8] Il debito inizia a essere la forma di finanziamento privilegiata per compiere le operazioni di M&A e la dimensione delle imprese target è rilevante. La quinta e ultima ondata si concentra negli ultimi sette anni del ventesimo secolo. Il contesto all'interno del quale si sviluppano i progetti di fusione e acquisizione è completamente differente dai precedenti. Le procedure di M&A hanno natura internazionale, i soggetti coinvolti sono moltissimi e l'economia cresce a ritmi sostenuti.

[8] L'ostilità delle operazioni di M&A deriva dal dissenso manifestato dal top management dell'impresa acquisita

	Prima Ondata	Seconda Ondata	Terza Ondata	Quarta Ondata	Quinta Ondata
Periodo	1893-1904	1910-1929	1955-1975	1984-1989	1993-2000
Metodo di pagamento	Cash	Capitale di rischio	Capitale di rischio	Cash/Capitale di debito	Capitale di rischio
Fenomeni connessi	Creazione Monopolio	Creazione Oligopolio	Diversificazione	LBO	Globalizzazione
Natura M&A	Amichevole	Amichevole	Amichevole	Ostile	Amichevole

Tabella 1: Sintesi delle cinque ondate di M&A

Oltrepassando la forma tecnica, la natura del bersaglio e il percorso storico ultracentenario dei processi di M&A, sono molteplici gli studi aventi come oggetto i meccanismi di fusione e acquisizione, non solo come semplici procedure finalizzate alla crescita aziendale ma soprattutto come operazioni strumentali all'internazionalizzazione delle imprese. Proprio in merito a questa tematica gli autori Gorton, Kahl e Rosen affermano che il processo di M&A è una pratica tramite la quale si è prede o predatori, esaltando il lato aggressivo di questa procedura e il meccanismo di selezione naturale che domina ogni business. Frederic Scherer e David Ross (1980) sono tra gli economisti interessatisi al meccanismo di fusione e acquisizione.[9] Gli autori individuano ed elencano differenti motivi per cui un'impresa effettua un'operazione di M&A a livello nazionale o internazionale; una delle ragioni principali corrisponde alla volontà della società di assumere una posizione dominante all'interno del mercato in cui opera così da esercitare maggior potere sia nei confronti dei consumatori che dei fornitori. Un altro motivo, di natura prettamente industriale, individuato dai due economisti è quello riguardante la riorganizzazione del sistema produttivo al fine di sfruttare economie di scala (riduzione del costo medio unitario dell'output attraverso l'aumento dei volumi di produzione), economie di scopo (riduzione del costo medio unitario dell'output in seguito alla produzione congiunta di beni di diversa natura), economie di gamma (riduzione del costo medio unitario dell'output grazie all'utilizzo della medesima dotazione tecnologica per la realizzazione di

[9] Scherer F.M. e Ross D (1990), "Industrial Market Structure and Economic Performance" Third Ed. Boston: Houghton Mifflin Co.

prodotti di differente natura). Tra le altre motivazioni gli autori elencano: la possibilità di accedere a risorse complementari tramite una soluzione economicamente conveniente (dato che lo sviluppo interno di soluzioni o progetti comporta un maggiore esborso di capitale e un consistente impiego di tempo), la riduzione del costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital, grazie a una maggiore quantità di attività poste a garanzia della singola passività), il salvataggio di imprese in sofferenza o con un management non all'altezza e infine la realizzazione di un capital gain attraverso lo sfruttamento dei fenomeni speculativi inerenti all'operazione.

Nel 1994, nel bel mezzo dell'ultima ondata di M&A, mentre iniziano a diffondersi alcune evoluzioni dello stesso processo (tra cui il Leveraged Buyouts),[10] all'interno di un suo report, l'UNCTAD (United Nations Conference on Trade And Development) definisce le sei forze che influenzano e guidano il processo di fusione e acquisizione internazionale delle imprese:

- l'innalzamento del livello di competizione favorito dal fenomeno della globalizzazione e da politiche sempre più liberali da parte dei governi;
- la maggiore propensione ad affrontare sfide competitive e il processo di internazionalizzazione;
- l'accesso a tecnologie e la riduzione degli investimenti in ricerca e sviluppo;
- la risposta al programma di mercato unico definito dalla comunità europea;
- la disponibilità di fonti di finanziamento a basso costo;
- la presenza di nuove opportunità di investimento nei paesi sviluppati in seguito a ondate di espansione.[11]

L'acquisizione e la fusione conseguita con una società operante in un ambito geografico differente, è stata spiegata anche adottando un approccio basato sull'importanza delle risorse, "resource based". L'accesso agli input e il controllo degli stessi permette all'impresa di possedere un vantaggio competitivo non

[10] Femino Laura (2014), "Ex Ante Review of Leveraged Buyouts" The Yale Law Journal. In questa ricerca si presentano degli approfondimenti sui processi di LBO partendo da una delle prime operazione di Leveraged Buyouts, conseguita da Kohlberg Kravis al fine di acquistare la società RJR Nabisco al prezzo di 24 miliardi di dollari, 19 dei quali raccolti accingendo a fonti di finanziamento corrispondenti a capitale di debito

[11] UNCTAD (1994), "World Investment Report 1994. Transnational Corporations and Competetiveness" New York and Genevea: UN

irrilevante. Tuttavia gli economisti Andersen e Strandskov (1999) affermano che nelle operazioni di M&A cross-border finalizzate all'accesso e alla combinazione di risorse, bisogna considerare due variabili fondamentali per la buona riuscita del progetto: la compatibilità sia a livello internazionale delle proprietà che dei sistemi di business coinvolti. In caso di assenza di entrambi i fattori le società partecipanti all'operazione, si internazionalizzano sviluppando autonomamente le proprie risorse, essendo impossibilitate alla condivisione delle stesse: il progetto di M&A cross-border non porta alla creazione di valore. All'estremo opposto, considerando alti livelli di compatibilità, le imprese possono organizzare il loro processo di espansione contando sulla definizione di piani aziendali concernenti R&S, produzione, marketing su scala internazionale o globale partendo dal presupposto di condivisione delle risorse e dalla possibilità di generare ulteriori benefici.[12]

L'ampiezza e la profondità delle operazioni M&A cross-border e in generale del processo di internazionalizzazione, hanno dato luce non solo a teorie come quelle precedenti ma a veri e propri modelli che col passare del tempo hanno assunto un ruolo rilevante per numerosi economisti. Tra questi vi è il modello di Uppsala grazie al quale si ha un apporto significativo allo sviluppo della letteratura sul processo di internazionalizzazione delle imprese. Elaborato dagli autori Johanson e Jan-Erik Vahlne (1977), analizzando un campione di società svedesi, questo modello va a descrivere l'espansione oltre i confini internazionali come un processo reattivo e opportunistico che ha per protagonista un'impresa matura con una forte posizione nel mercato in cui opera. Il periodo di esecuzione dell'espansione è considerevole e l'impiego di risorse a supporto del progetto è graduale; la natura dell'operazione è rischiosa. Il modello di Uppsala non sembra essere in linea con le caratteristiche che contraddistinguono un M&A cross-border quali la rapidità di entrata nel mercato di interesse, l'uso delle risorse immediato e in un'unica soluzione, la natura del progetto visto come un affare piuttosto che come un evento contraddistinto da incertezza e insicurezza. [13]

[12] Andersen P.H. and Strandskov J. (1999), "Contexts of Firm Internationalization: The Importance of Business and Ownership Integration"

[13] Johanson, Jan and Jan-Erik Vahlne. (1977), "The Internationalization Process of the Firm-a Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments." Journal of International Business Studies, 23–32

Un altro elaborato teorico sottostante al processo di fusione e acquisizione oltre i confini nazionali, si ha grazie ai contributi di Buckley e Casson (1976) e Hymer (1976). Con le ricerche e gli interventi di questi economisti, John Harry Dunning studioso britannico considerato da molti uno dei più celebri esperti in ambito di crescita aziendale, elabora una delle sue più note e diffuse teorie: il modello eclettico. Con questo contributo l'autore cerca di schematizzare il processo di internazionalizzazione tramite M&A delle imprese, presupponendo l'esistenza di tre ordini di scelte. Il primo fattore che guida l'espansione è denominato "ownership advantage" e consiste nel possesso di risorse che garantiscono all'azienda il godimento di un vantaggio competitivo quali tecnologia avanzata, abilità specialistiche, competenza manageriale, trasferibili e applicabili in mercati esteri senza il sostenimento di costi eccessivi. Il secondo ordine di motivi è definito "internationalization advantage" ed è il beneficio connesso alla possibilità di integrazione con realtà aziendali indigene e alla possibilità di sfruttare i vantaggi derivanti da questo processo (economie di scala, riduzione dell'indebitamento e altro). L'ultimo ma non meno importante ordine di scelta è il "location advantage" e consiste nel poter usufruire di tutti quei vantaggi specifici che il paese dell'impresa target può offrire. Dal costo esiguo delle materie prime, alla presenza di un contesto politico legislativo o istituzionale favorevole, dalla qualificazione e formazione della manodopera all'esistenza di un complesso infrastrutturale all'avanguardia. Oltrepassando gli assunti del modello eclettico, lo stesso economista inglese ha dedicato e incentrato moltissime delle sue opere sul processo di internazionalizzazione tramite operazioni di M&A. Nonostante la vastità dei suoi scritti, per Dunning le ragioni che spingono le imprese ad avviare delle procedure di fusione e acquisizione transnazionali sono essenzialmente cinque:

- aumento dei costi di innovazione e spinta all'entrata in mercati sconosciuti;
- pressioni per una gestione efficiente dei costi;
- necessità di sfruttare tecnologie complementari e economie di scala, scopo e gamma;
- protezione dalla possibilità che i competitors costituiscano oligopoli in nuovi mercati prima e a livello mondiale poi;
- volontà di ridurre il tempo di innovazione o il processo di entrata in nuovi mercati.

Sebbene la diversità delle motivazioni precedenti non sia irrilevante, lo studioso inglese afferma che tutte quante sono legate al perseguimento di un'unica finalità: Dunning dichiara che il processo di M&A si configura come strumentale all'acquisizione di vantaggi nuovi e specifici piuttosto che al rafforzamento di benefici preesistenti.[14]

Oltre ai vari modelli inerenti al processo di fusione e acquisizione e all'internazionalizzazione, la vastità della letteratura ha portato alla definizione di due differenti gruppi di teorie classificate in neoclassiche e comportamentali. La prima categoria di elaborati si fonda sulle ipotesi che i managers sono soggetti razionali ed effettuano scelte al fine di massimizzare il valore dell'impresa. Le teorie comportamentali invece, si basano sull'assunto che il management adotti comportamenti irrazionali non eseguendo le scelte idonee a garantire il benessere dell'azienda ma sfruttando la stessa per l'estrazione di benefici privati (prestigio, potere, vendita di loro attività all'azienda a un prezzo superiore rispetto al mercato). Nel caso di un avanzamento tecnologico del settore in cui l'impresa opera in seguito alla affermazione di un'invenzione originatasi in un mercato estero, la società deve reagire a tale cambiamento per assicurare la sua continuità aziendale. In particolare, il manager ottemperante alle assunzioni della letteratura neoclassica, si muove per migliorare le performance della società e tra le soluzioni percorribili, analizza la possibilità di effettuare un M&A internazionale. Questa alternativa consente di colmare immediatamente il gap tecnologico, impossessandosi di un attore economico estero. Per quanto concerne l'ambito delle teorie comportamentali, l'operazione di M&A cross-border raccoglie il favore del manager, pur in assenza di reali vantaggi legati al progetto. La motivazione alla base di questo atteggiamento favorevole è spiegata dal miglioramento delle condizione economiche dei manager: una società internazionale assicura ai suoi vertice aziendali remunerazioni più vantaggiose e anche livelli di notorietà e prestigio maggiori.[15]

Teorie attuali analizzano tematiche ormai assodate ma anche argomenti raramente discussi in precedenti elaborati concernenti le operazioni di M&A cross-border. Shimizu et al. (2004) hanno spostato l'attenzione sulla differenza tra le procedure

[14] Dunning J.H. (1997), "Alliance Capitalism and Global Business" London: Routledge
[15] Harford (2005), "What drives merger waves?" Journal of Financial Economics, 77: 529-560

di fusione e acquisizione internazionali e gli investimenti greenfield.[16] Sulla tematica Norbàck e Persson (2007)[17] sono intervenuti distinguendo le due forme di espansione, evidenziando che le operazioni di M&A cross-border sono condotte con l'obiettivo di appropriarsi di attività complementari e dunque nevralgiche di imprese straniere; gli investimenti greenfield invece, nella maggior parte dei casi sono finalizzati all'entrata in un nuovo mercato o contesto geografico. Altre ricerche odierne affermano l'importanza dei progetti di fusione e acquisizione internazionali come modalità di ingresso in mercati stranieri, difficili da penetrare: Guadalupe et al. (2012) esaltano il valore di ottenere il controllo di un'impresa che possegga infrastrutture distributive consolidate nel mercato di interesse,[18] Blonigen et al. (2012), evidenziano la possibilità di investire in società bersaglio che abbiano accesso a network di aziende estere.[19] Zhang e He (2014) approfondiscono l'argomento della nascita e conseguente crescita di movimenti nazionalisti di impronta protezionistica, in prossimità di una fusione o acquisizione che comporti il passaggio del controllo di un'impresa nevralgica in mano a entità straniere. Questo clima ostile e molte altre ragioni connesse alle operazioni di finanza straordinaria internazionali, possono determinare la sospensione e in alcuni casi non isolati o infrequenti, l'abbandono dei progetti di espansione. Sun, Peng, Ren e Yan (2012), hanno approfondito tale aspetto evidenziando quali sono i paesi più o meno affidabili per quanto concerne la riuscita degli M&A cross-border. Il risultato dello studio vede la Cina come la nazione dove solo il 47% delle operazioni di fusione e acquisizione preannunciate, si concludono. Sorprendentemente, all'estremo opposto vi è una nazione culturalmente e geograficamente vicina allo stato più popoloso al mondo: l'India. Questo paese si contraddistingue per un tasso di successo pari al 67%: due operazioni su tre giungono al termine dunque vengono completate. Sulla falsa riga delle analisi realizzate dagli economisti Sun, Peng, Ren e Yan, gli autori Caiazza e Pozzolo (2016) hanno eseguito uno studio su scala

[16] Shimizu, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D. e Pisano, V. (2004), "Theoretical foundations of crossborder mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future", Journal of International Management 10: 307–353.

[17] Norbäck, P-J. e Persson, L. (2007), "Investment liberalization - Why a restrictive cross-border merger policy can be counterproductive", Journal of International Economics 72 (2): 366-380.

[18] Guadalupe, M., Kuzmina, O. e Thomas, C. (2012), "Innovation and foreign ownership", American Economic Review 102 (7): 3594-3627

[19] Blonigen, B. A., Fontagne, L., Sly, N. and Toubal, F. (2012), "Cherries for sale: The incidence of cross-border M&A", NBER working paper No. 18414

globale circoscritto al settore finanziario concernente le operazioni di fusione e acquisizione; in questo peculiare contesto, in media solo il 5% degli affari "salta".[20]

[20] En Xie, K.S. Reddy e Jie Liang (2016), "Country-specific determinants of cross-border mergers and acquisitions: a comprehensive review and future research directions", Journal of world Business 52: 127-183

1.2 IL PROCESSO DI M&A E LE CRITICITA' RELATIVE ALL'INTERNAZIONALIZZAZIONE

Le operazioni di M&A, in accordo con quanto detto precedentemente (capitolo 1 Review del cross-border M&A e ruolo delle Human Resources, paragrafo 1.1 M&A come metodo di internazionalizzazione), avvengono essenzialmente per tre ordini di motivi: tecnologico, produttivo e commerciale. Il primo è la conseguenza di un gap innovativo o investimenti errati in R&S, il secondo deriva dall'inadeguatezza della capacità produttiva aziendale e l'ultimo rileva l'assenza di un'infrastruttura distributiva o commerciale idonea. La presenza di alcuni o di tutti questi fattori porta a una diminuzione della differenza tra il ROI (Return On Investements) e il WACC (Weighted Average Cost of Capital). L'assottigliarsi di questo parametro mette in dubbio il perseguimento della finalità economica dell'impresa in quanto il rendimento delle attività potrebbe diventare inferiore rispetto al costo delle fonti di finanziamento. Le operazioni di M&A, all'interno o all'esterno dei confini nazionali, rappresentano molto spesso la soluzione alle criticità sopra presentate. Nonostante ciò, approcci superficiali, procedure frettolose o analisi poco approfondite, non assicurano il superamento dei precedenti problemi, anzi ne creano nuovi.[21]

Per una completa comprensione dell'operazione di M&A si devono esaminare le singole fasi di tale processo e analizzare gli obiettivi delle differenti parti coinvolte: il venditore (sell-side) e l'acquirente (buy-side). La minimizzazione della probabilità di fallimento della procedura (con conseguenti rischi reputazionali), l'ottimizzazione dei termini contrattuali (in primis il prezzo) e la tutela dell'attività economica oggetto della trattativa, sono i principali obiettivi perseguiti dal venditore nel corso della transazione. La necessità di collocare l'attività al posto giusto, la scelta di fonti di finanziamento ottimali (in termini di oneri finanziari, modalità di rimborso e duration) e l'attuazione di una profonda indagine circa lo stato di salute economico e finanziario dell'azienda target, sono i prerequisiti per un progetto di M&A di successo dal punto di vista dell'acquirente. Le principali macro fasi dell'operazione di fusione e acquisizione sono: iniziativa e valutazione,

[21] Un esempio emblematico è rappresentato dal fallimentare cross-border M&A tra la società tedesca Daimler-Benz e la statunitense Chrysler a causa di politiche remunerative e processi decisionali antitetici.

preparazione della documentazione (tra cui l'offering memorandum), marketing e definizione di un'offerta non vincolante, due diligence e formulazione di un'offerta vincolante, negoziazione e closing, integrazione.[22]

STADIO	DURATA	ATTIVITA'
Preparazione	Dalle 8 alle 10 settimane	Iniziativa e Valutazione (prima) Offering Memorandum e Documentazione (poi)
Fase 1	Circa 4 settimane	Marketing e Offerta non vincolante
Fase 2	Circa 6 settimane	Due Diligence e Offerta vincolante
Fase 3	Dalle 2 alle 4 settimane	Negoziazione e Closing
Epilogo	Variabile	Integrazione

Tabella 2: Fasi principali del processo di M&A

La prima fase delle operazioni di fusione e acquisizione è l'iniziativa: il management dell'impresa promotrice, in conformità agli obiettivi definiti nel business plan (affermarsi in un determinato contesto geografico o entrare in un nuovo business), contatta un istituto finanziario specializzato, molto spesso una banca di investimento, per organizzare e sovraintendere l'intera operazione.

[22] Comana Mario (2015), "Overview of an M&A process", Corporate Investment Banking, McGraw-Hill Create

L'intermediario, oltre a dare credibilità al progetto, è incaricato di svolgere una serie di attività tra cui le principali sono:

- individuazione dei consulenti di natura fiscale, legale, contabile;
- ricerca dell'impresa bersaglio da acquisire;
- analisi della società target finalizzata alla determinazione del suo valore;
- realizzazione di un progetto finanziario (information memorandum o proposal) per la fornitura di capitale;
- raccolta delle risorse e dei fondi.

Per quanto concerne il primo punto, è utile specificare il ruolo dei singoli professionisti. I consulenti legali devono visionare e verificare la correttezza di tutti i contratti connessi al progetto di M&A o derivanti dallo stesso; i più rilevanti sono quelli tra promotore e target (contratto di compravendita) e tra acquirente e investitori (contratto di finanziamento). I contabili o nella maggior parte dei casi le società di revisione, garantiscono la veridicità e l'attendibilità del bilancio dell'impresa bersaglio; si occupano inoltre di gestire le voci derivanti dal processo di fusione (avanzo/disavanzo da annullamento o da concambio). I consulenti in ambito tributario infine, vigilano sulla correttezza fiscale del progetto.

Dopo la definizione dei soggetti (professionisti e istituti) da coinvolgere e individuata la società bersaglio, il passaggio successivo relativo a un'operazione di M&A è il processo di valutazione dell'impresa target. Questa fase è fondamentale per la riuscita del progetto poiché un elevato numero di fusioni e acquisizioni falliscono a causa della sopravvalutazione della società bersaglio e dei benefici correlati al suo acquisto, come dimostrano evidenze empiriche e statistiche ormai consolidate. Nella pratica vengono usati diversi metodi di valutazione ma il docente Ernesto Monti (2009) afferma che i fondamentali sono: patrimoniale, reddituale, misto, finanziario e multipli di mercato.[23] Nella sua opera, l'autore sopracitato descrive ciascuna delle precedenti metodologie, sintetizzate di seguito. Il processo patrimoniale si contraddistingue per un elevato livello di oggettività e per una notevole semplicità di utilizzo. Il valore di una società secondo il modello patrimoniale è dato da:

[23] Monti Ernesto (2009), "Manuale di finanza per l'impresa, teoria e pratica", 553-602

$$\mathrm{EV} = \sum_{t=1}^{n} A_t - \sum_{t=1}^{n} L_t$$

EV = valore della società target (Enterprise Value)
A_t = attività al valore di mercato (Assets)
L_t = passività al valore di mercato (Liabilities)

Nella teoria vi è una suddivisione del metodo patrimoniale in semplice e complesso. Quest'ultimo, a differenza del primo, ha la particolarità di considerare nel calcolo per la determinazione del valore aziendale, anche fattori di natura immateriale non iscritti tra le poste dello stato patrimoniale (l'esempio classico è il know-how). Nonostante la praticità e l'immediatezza, tale modello di valutazione pecca per la sua configurazione statica e per la considerazione dell'azienda come una mera sommatoria di attività. La metodologia reddituale invece, determina il valore aziendale in funzione dei flussi di reddito che l'impresa è in grado di produrre. Da un punto di vista analitico, la situazione è la seguente:

$$\mathrm{EV} = \mathrm{f}\,(\mathrm{E})$$

EV = valore della società target (Enterprise Value)
E = flussi di reddito (Earnings)

Nonostante la presenza di varie categorie di modelli reddituali (analitico e sintetico su tutti), la criticità principale legata a questa metodologia scaturisce dal processo di determinazione del flusso di reddito, attendibile se si considera un lasso di tempo ristretto ma scarsamente affidabile nel lungo periodo. Il sistema di analisi misto si fonda su una componente di natura patrimoniale e su un'altra di carattere reddituale, si propone dunque come un metodo in grado di superare le problematiche legate ai processi di valutazione precedenti. Il modello EVA (Economic Value Added) è il più utilizzato all'interno delle metodologie miste. Il calcolo di riferimento è il seguente:

$$\mathrm{EVA} = \mathrm{NOPAT} - (\mathrm{WACC\ x\ IC})$$

EVA = valore economico aggiunto (Economic Value Added)

NOPAT = profitto operativo al netto delle imposte (Net Operating Profit After Taxes)[24]
WACC = costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital)[25]
IC = capitale investito (Invested Capital)

Determinato l'EVA si calcola un altro fattore definito MVA (Market Value Added), strumentale per giungere alla definizione del valore aziendale:

$$\mathrm{EV} = \mathrm{MVA} + \mathrm{IC}$$

EV = valore della società target (Enterprise Value)
MVA = valore di mercato aggiunto (Market Value Added)
IC = capitale investito (Invested Capital)

Il difetto del modello EVA è rappresentato dalla sua stretta dipendenza dal capitale investito, parametro che influenza in modo sensibile l'analisi; se si esamina un'impresa che porta avanti un piano di investimento consistente (alti livelli di IC), la società ha un valore più elevato rispetto a quello reale. La situazione è completamente opposta nel caso in cui lo studio si concentra su un'azienda restia a effettuare investimenti (il parametro IC è molto basso). I metodi finanziari si distinguono dai precedenti poiché di matrice anglosassone. In conformità al contesto culturale di appartenenza, la grandezza oggetto di analisi al fine di determinare il valore dell'impresa bersaglio, è il flusso di cassa. Il principale modello finanziario ma soprattutto il più utilizzato, è il Discounted Cash Flow (DCF). La sua rappresentazione analitica è:

$$\mathrm{EV} = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_n}{(1+WACC)^n} \qquad \text{dove} \qquad \mathrm{TV} = \frac{FCFO}{WACC-g}$$

EV = valore della società target (Enterprise Value)
FCFO = flusso di cassa operativo (Free Cash Flow from Operation)

[24] Il processo per giungere al NOPAT è il seguente: Vendite-Costi operativi = EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation, amortization) – (Accantonamenti + Ammortamenti) = EBIT (earnings before interst, taxes) – Imposte = NOPAT

[25] La sua formula è: $\mathrm{WACC} = K_e \times \frac{E}{D+E} + K_d \times (1-t) \times \frac{D}{D+E}$

WACC = costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital)
TV = valore finale (Terminal Value)
g = tasso di crescita dei FCFO

Il valore dell'impresa è dato dalla somma di due termini: i flussi di cassa operativi e il valore finale, entrambi attualizzati al WACC. L'orizzonte temporale del primo membro della formula, non supera di norma i dieci anni, soglia oltre al quale difficilmente si riescono a prevedere i flussi di cassa generati da una società. La seconda parte dell'espressione, il valore terminale (calcolato come una rendita perpetua che cresce al ritmo costante "g"), ha un orizzonte temporale di riferimento illimitato, assunto in linea con il concetto di continuità aziendale. Le altre metodologie finanziarie diffuse, hanno la stessa logica di fondo del DCF ma utilizzano flussi di cassa e tassi di attualizzazione di natura differente (come il Dividend Discount Model che attualizza i dividendi "Dividend" al costo del capitale proprio "K_e"). L'ultimo modello di riferimento per la determinazione del valore aziendale è il metodo dei multipli. Questo processo di valutazione viene utilizzato a supporto di altre metodologie e difficilmente si applica da solo. Vi sono due differenti approcci relativi ai multipli: quello delle società comparabili e quello delle operazioni comparabili. Il primo serve per la determinazione del prezzo di mercato di un'impresa target mentre il secondo è finalizzato alla definizione del valore di una società comprendente non solo la sua quotazione ma anche il premio di controllo. A prescindere dalla tipologia di approccio utilizzato il modello dei multipli si fonda sulla seguente logica: definizione di un campione di imprese comparabili, del loro valore (EV) e di un'altra variabile quale il fatturato (R). Sapendo il fatturato dell'impresa target (R_t), il suo valore (EV_t) sarà:

$$EV_t = R_t \times \frac{EV}{R} \qquad \text{partendo da} \qquad \frac{EV}{R} = \frac{EVt}{Rt}$$

Nelle operazioni di M&A se la valutazione dell'impresa target è fondamentale, di uguale importanza è l'analisi delle sinergie. Alessandro Pansa (2016) afferma che tramite tale processo di valutazione si definisce la bontà o meno della procedura. Da un punto di vista puramente finanziario, si determina se il progetto di M&A sia realmente in grado di creare valore. Questa considerazione si effettua ricorrendo al calcolo del valore attuale netto (VAN) che nelle operazioni di fusione e

acquisizione equivale al valore attuale di economie di scala, economie di scopo, economie di gamma, risparmi al netto degli investimenti e dei costi di gestione.

$$VAN = VA\ (ES + ES + EG + R - I - CG)$$

Sempre all'interno dello stadio di preparazione, si avvia la predisposizione di atti e documenti di varia natura e si cerca di organizzare il successivo lavoro. Grazie a un report elaborato da Axial (un network di imprese che effettua costantemente operazioni di finanza straordinaria per incrementare la dimensione del gruppo) si possono individuare quali sono le principali attività di documentazione in occasione dei progetti di fusione e acquisizione.[26] Nello specifico, vengono definite le date e le scadenze entro le quali si devono eseguire i processi che costituiscono l'operazione di M&A, si iniziano a elaborare documenti propedeutici per l'attuazione di analisi nevralgiche (primo fra tutti il materiale a supporto del processo di due diligence), si avvia la stesura di una bozza del contratto di vendita (nel gergo finanziario si parla di "draft transaction agreement") e vengono inoltre fissati i primi incontri formali tra le parti direttamente coinvolte nel progetto (l'incontro tra i potenziali acquirenti e il management dell'impresa target, con il conseguente ottenimento del suo consenso, costituisce uno dei passi più importanti per la concretizzazione del progetto di fusione e acquisizione durante la fase di allestimento). In questo clima di preparazione, uno dei documenti maggiormente rilevanti è l'offering memorandum, un elaborato redatto dall'intermediario specializzato prescelto, in collaborazione con la società promotrice. Lo scopo primario di questo documento è descrivere nei minimi dettagli l'operazione di M&A e convincere investitori esterni a fornire risorse finanziare a supporto del processo, esaltando il grado di solidità del progetto anche dinanzi a congetture economiche negative o a eventi imprevisti e dannosi. L'offering memorandum assume elevato rilievo in peculiari progetti di fusione, tecnicamente denominati Leveraged Buyouts (LBO): la procedura consiste nella creazione di una società (chiamata Newco avente un livello di capitalizzazione minimo e un quantitativo di debito enorme) che ha lo scopo di acquisire un'impresa bersaglio e servire le fonti di finanziamento tramite i flussi di cassa prospettici generati. I punti fondamentali presenti all'interno dell'offering memorandum sono: l'analisi del mercato in cui

[26] Axial "7 M&A Documents Demystified, A Business Owner's Guide to M&A Success"

opera l'azienda target (livello di concentrazione, grado di diversificazione dei competitors, dipendenza da altri business e così via) e dei suoi prodotti (grado di differenziazione, contenuto tecnologico e altri aspetti), la quantificazione delle attività e passività della società bersaglio, la presentazione dei prospetti contabili principali quali bilancio e rendiconto finanziario (relativi anche a esercizi passati), la descrizione del piano industriale (business plan) delineando le prospettive economiche e gli ambiziosi traguardi che la nuova entità economica è convinta di raggiungere.

Concluso lo stadio di preparazione dell'operazione di M&A, comincia la fase di marketing. I partecipanti al progetto, tramite l'aiuto di professionisti e consulenti specializzati, cercano di convincere il mercato della solidità del processo, enfatizzando la qualità e il numero di opportunità che il nascente attore economico è in grado di sfruttare. In concomitanza a questa attività di sponsorizzazione, se l'acquirente ritiene il progetto di fusione e acquisizione veramente profittevole sottoscrive un contratto di interesse non vincolante (indication of interest, IOI). Una volta che i termini dell'accordo vengono stabiliti dal promotore e accettati dal venditore, si prosegue con l'operazione.[27]

La natura non vincolante dell'offerta presentata dall'acquirente (indication of interest, IOI), deriva dal poco profondo livello di indagine sullo stato di salute dell'impresa target. La società GE Capital afferma che per investigare su tale aspetto si passa allo stadio successivo, si avvia il processo di due diligence: uno studio meticoloso e attento della condizione economica e finanziaria in cui versa l'azienda bersaglio.[28] I principali fattori che si esaminano in questa fase sono i seguenti:

- il percorso storico della società, con particolare attenzione al complesso di operazioni di finanza straordinaria che precedentemente hanno coinvolto la stessa;
- la verifica che le attività aziendali, lo statuto e tutti i contratti con clienti, fornitori e altri soggetti, sono conformi alle disposizioni normative;
- la struttura proprietaria dell'impresa, controllando se sono presenti strumenti finanziari ibridi che possano incidere sulla conformazione della compagine azionaria della società;

[27] Urbanowicz Don, Urbanowicz Consulting (2014), "The Seven Phases of M&A", Business Critical
[28] GE Capital (2012) "Due diligence: Main steps and success factors"

- i bilanci concernenti gli ultimi esercizi;
- il valore delle immobilizzazioni e dei beni di proprietà dell'azienda;
- altri fattori rilevanti.

A causa dell'elevato numero di aree da controllare, il processo di due diligence richiede una quantità consistente di tempo ed energie. Per questo motivo e al fine di aggiornare costantemente tutte le parti interessate, si organizzano degli incontri intermedi tra il promotore del progetto di M&A e i soggetti che conducono le attività di verifica, durante l'esecuzione della procedura di due diligence. In questo stadio, la società acquirente interagisce continuamente con i vertici aziendali della società bersaglio avendo la possibilità di conoscere le loro abilità e percepire quali siano i loro reali obiettivi. L'esito positivo di questa fase di investigazione e controllo, è fondamentale per la continuazione dell'operazione di M&A; solo se lo stato di salute dell'impresa target accertato dal processo di due diligence è in linea con standard e parametri delineati all'inizio del progetto di fusione e acquisizione, la società acquirente sottoscrive un'offerta di acquisto vincolante.

Una volta conclusa la fase 2 (Tabella 2: Fasi principali del processo di M&A) e assodato il reale interesse delle parti a concludere l'operazione, inizia la negoziazione tra acquirente e venditore. Partendo dal valore stimato dal promotore del progetto di fusione e acquisizione tramite una delle metodologie elencate precedentemente, la determinazione del prezzo è influenzata dalla presenza di alcuni fattori concernenti rispettivamente il venditore o l'acquirente. Questi sono stati individuati da Ernesto Monti (2009) e sintetizzati nella tabella sottostante.

Venditore	Acquirente
- Urgenza di cedere - Elementi affettivi - Interessi strategici - Abilità ed esperienza management	- Necessità di acquistare - Barriere all'ingresso - Esistenza e rilevanza sinergie - Opportunità fiscali - Risorse liquide disponibili - Abilità ed esperienza management

Tabella 3: Fattori influenzanti il prezzo[29]

[29] Monti Ernesto (2009), "Manuale di finanza per l'impresa, teoria e pratica", 487-535

Una volta trovato un prezzo soddisfacente per entrambe le parti, tenendo conto dei fattori sopra elencati, i soggetti formalizzano l'affare con un annuncio pubblico molto spesso tramite stampa specializzata. Immediatamente dopo avviano le varie procedure e lavorano per rendere l'operazione di fusione e acquisizione conforme sotto diversi punti di vista, quello legale e fiscale su tutti. Per quanto concerne il primo aspetto, i progetti di M&A solitamente hanno problemi e frizioni con la normativa sulla tutela della concorrenza[30] mentre in ambito tributario l'attenzione si sposta sulla disciplina fiscale diversa da paese a paese.[31] Eseguite e concluse tutte le pratiche, si ha la chiusura del processo di fusione e acquisizione il cosiddetto closing.

Se l'epilogo formale delle operazioni di M&A avviene con il termine di tutti i processi fiscali, legali, contabili, finanziari e di altra natura, la vera sfida che deriva dall'attuazione di tali progetti inizia proprio dopo il closing. Aguilera e Dencker (2004), descrivono la fase di integrazione come uno dei passaggi più delicati dell'intero processo di fusione e acquisizione; i due economisti affermano che una buona gestione di questo stadio si ha con l'allineamento degli obiettivi strategici delle imprese e l'elaborazione di un programma di integrazione graduale.[32] Per quanto concerne il primo punto, bisogna riflettere sulle motivazioni che hanno guidato il progetto di M&A e una volta individuati tali fattori, eseguire una procedura conforme. Se l'operazione di fusione e acquisizione è stata compiuta per accedere a funzioni aziendali nevralgiche, quale la R&S, bisogna continuare se non intensificare il livello di investimenti su questa area; nel caso in cui il progetto di M&A è nato per poter sfruttare determinate sinergie, quali la considerevole riduzione dei costi, si devono redigere dei piani di ottimizzazione ed efficientamento della nuova realtà aziendale. Come detto precedentemente, l'altro cardine su cui poggia una buona gestione della fase di integrazione è la definizione di un programma di integrazione. La realizzazione di questo elaborato ha diversi obiettivi: impedire che la transazione porti a un'interruzione dell'attività economica della società coinvolta, rassicurare tutti gli stakeholders sulla continuità aziendale

[30] Gli enti di riferimento sono: l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) in Italia, la Direzione Generale della Concorrenza (DG, autorità presente all'interno della Commissione Europea) nell'Eurozona e la Federal Trade Commision negli Stati Uniti d'America

[31] L'Italia sotto tale punto di vista viene considerata un paese attrattivo in cui poter effettuare operazioni di M&A in virtù del principio di neutralità fiscale che ha guidato la scrittura dell'articolo 172 del Testo Unico Imposte sui Redditi (TUIR)

[32] Aguilera Ruth V. e Dencker John C. (2004), "The role of human resource management in cross-border mergers and acuisitions", The international Journal of Human Resource Management 15:8 1355-1370

dell'impresa spiegando le modalità tramite le quali si intendono concretizzare i benefici e le opportunità alla base del progetto di M&A.[33]

Nonostante tutte le operazioni di fusione e acquisizione a prescindere dalla loro natura nazionale o internazionale, si articolano nelle fasi precedentemente descritte, (Tabella 2: Fasi principali del processo di M&A), nei casi di cross-border M&A la società promotrice del progetto di espansione deve considerare e affrontare ulteriori criticità. Queste sono la conseguenza di fattori caratterizzanti le imprese coinvolte ma anche il risultato di differenze infrastrutturali tra i diversi paesi a cui appartengono le società protagoniste. Quando si organizza un progetto di fusione e acquisizione a livello internazionale bisogna selezionare meticolosamente l'intermediario specializzato che organizza e sovraintende l'intera operazione: l'istituto finanziario deve possedere una dimensione globale tale da accedere agevolmente a informazioni sul paese in cui opera l'impresa bersaglio o essere membro di un network così da avere relazioni e contatti con competitors operanti in diversi contesti geografici. La scelta di un intermediario con le seguenti caratteristiche benché onerosa da un punto di vista economico, è fondamentale per il successo del progetto di un cross-border M&A; in caso contrario l'operazione potrebbe essere seriamente compromessa. Il sistema finanziario odierno fortunatamente, essendo il risultato di un lungo processo di evoluzione, è costituito quasi esclusivamente da intermediari bancari aventi un raggio d'azione intercontinentale.[34] Un altro problema che contraddistingue i processi di fusione e acquisizione oltre i confini nazionali, è il reperimento di dati per eseguire una valutazione meticolosa e puntuale dell'impresa target. Questa criticità è agevolmente superabile se l'espansione riguarda un paese economicamente sviluppato. In questa realtà, la presenza di istituti statistici e d'analisi appositi, garantisce un ottimo flusso di informazioni finanziarie e contabili sulle imprese costituenti il tessuto industriale nazionale. Nel caso in cui l'internazionalizzazione è rivolta a un paese in via di sviluppo, con un'infrastruttura istituzionale ancora da costruire, la disponibilità di dati e statistiche per poter valutare le realtà economiche

[33] Venema William H. (2015), "Integration: the critical M&A success factor" The Journal of Corporate Accounting & Finance

[34] Thomson Reuters, società per azioni operante nel settore dell'informazione finanziaria, in un suo studio ha individuato i dieci principali istituti finanziari attivi nel mercato delle operazioni di finanza straordinaria: JPMorgan Chase, Deutsche Bank, Barclays Capital, Bank of America Merrill Lynch, Citi, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Credit Suisse, UBS e BNP Paribas

operanti in quel territorio è molto limitata se non addirittura inesistente. Ricordando che la fase di valutazione è basilare per la buona riuscita del progetto di M&A, la società promotrice deve riflettere profondamente prima di acquisire una società operante in un sistema economico in cui la circolazione e la presenza delle informazioni è assai limitata. Passando a questioni di natura legislativa, le società promotrici delle operazioni di cross-border M&A, durante la fase di preparazione devono anche esaminare l'ostilità o meno della normativa della nazione in cui intendono espandersi. Moltissimi sono i paesi che hanno elaborato disposizioni legislative finalizzate alla regolamentazione degli investimenti diretti stranieri, "Foreign Direct Investment" (FDI) con un occhio di riguardo ai progetti di fusione e acquisizione. Questo indirizzo legislativo perseguito da diversi governi, nasce con lo scopo di difendere realtà economiche ritenute nevralgiche per il tessuto industriale nazionale, inibendo o almeno rallentando le attività di fusione e acquisizione considerate pericolose. I criteri che guidano la realizzazione di norme per la gestione dei cross-border M&A sono essenzialmente quattro: concorrenza, sicurezza nazionale, competitività economica nazionale e cultura. La disposizione normativa che consegue il primo criterio ha l'obiettivo di garantire un determinato livello di concorrenza all'interno di un settore. Tale scopo si realizza affidando a un'apposita agenzia governativa il ruolo di controllore: l'ente deve analizzare l'impatto del progetto di acquisizione o fusione sul grado di concorrenza del mercato di riferimento e gli effetti potenziali sui consumatori soprattutto per quanto concerne la loro tutela. La struttura legislativo che persegue il secondo criterio invece, ha la finalità di salvaguardare gli interessi fondamentali del paese della società bersaglio. Il sistema normativo a presidio del terzo criterio è fortemente connesso al principio di sicurezza nazionale e ha l'obiettivo di impedire operazioni di cross-border M&A che possano sottrarre al controllo statale, imprese operanti in settori strategici. L'ultimo criterio è il meno diffuso e le norme redatte per la sua concretizzazione hanno lo scopo di difendere il retaggio culturale della nazione della società target.[35] Hemphill Thomas (2010) presenta una tabella che sintetizza la situazione legislativa in tema di fusioni e acquisizioni di alcune delle maggiori economie mondiali.

[35] Hemphill Thomas A. (2010), "The New Protectionism: Industrial Policy Barriers to Cross-Border Mergers and Acquisitions", Competition and Change Vol.14 No.2 124-48

PAESE	LEGGE	CRITERIO
Canada	Competition Act (1985) Investment Canada Act (1985)	Concorrenza, Cultura, Sicurezza Nazionale
Cina	Antimonopoly Law (2008)	Concorrenza, Sicurezza Nazionale
Francia	Law No. 2008-778, 2004-1343 e Decreto 2005-1739	Concorrenza, Sicurezza Nazionale
Germania	Act Against Restraint of Competition (1973), Foreign Trade and Payments Act (1961)	Concorrenza, Competitività Economica Nazionale, Sicurezza Nazionale
India	Companies Act (1991), Foreign Exchange Management Act (1999)	Concorrenza, Competitività Economica Nazionale
Giappone	Anti-Monopoly Act (1947); Foreign Exchange and Foreign Trade Act (1949)	Concorrenza, Competitività Economica Nazionale, Sicurezza Nazionale
Paesi Bassi	Financial Supervision Act (2006)	Sicurezza Nazionale
Russia	Federal Law on the Protection of Competition (2006), Federal Law on Foreign Investments (1999)	Concorrenza, Sicurezza Nazionale
Emirati Arabi Uniti	Agencies Law (1981), Companies Law (1984)	Competitivà Economica Nazionale
Regno Uniti	Enterprise Act (2002)	Concorrenza, Sicurezza Nazionale
Stati Uniti	Clayton Act (1914), Hart-Scott-Radino Antitrust Improvement Act (1976), Defense Production Act (1950)	Concorrenza, Sicurezza Nazionale

Tabella 4: Quadro Normativo Cross-border M&A

Il quadro legislativo emergente vede da un lato paesi come il Giappone e la Germania impegnati attivamente a tutelare il maggior numero di aspetti connessi direttamente o indirettamente alle operazioni di fusioni e acquisizione promosse da entità economiche straniere. All'estremo opposto si collocano nazioni come i Paesi

Bassi che pur possedendo un tessuto industriale all'avanguardia[36] e dunque appetibile per potenze economiche internazionali, hanno un'infrastruttura normativa più snella poichè concernente solo i progetti di cross-border M&A di determinati businesses (nel caso specifico olandese, il settore finanziario è il mercato che può vantare una regolamentazione ad hoc). Oltrepassando le criticità connesse al sistema regolamentare del paese in cui si intende economicamente approdare, ulteriori difficoltà distintive delle operazioni di fusione e acquisizione internazionali vengono fuori nel momento di analisi e revisione dell'impresa target. Quando le società coinvolte nel cross-border M&A appartengono a realtà geografiche molto distanti, i principi contabili che utilizzano per la redazione dei bilanci possono non essere gli stessi. Se tale questione un tempo ha costituito una criticità non irrilevante per le operazioni di finanza straordinaria aventi natura internazionale, oggi il problema è ormai superato. Grazie a un processo di armonizzazione condotto a livello globale, le discipline contabili di riferimento sono ormai due:

- principi contabili internazionali IASB (IAS/IFRS)
- principi contabili americani FASB (US GAAP)

I primi si applicano in tutte le realtà economiche europee, in molto paesi asiatici, in Oceania e in qualche nazione americana. Gli US GAAP invece, sono nati negli Stati Uniti e hanno avuto una diffusione più limitata (si applicano in India e in alcuni paesi sud americani).[37] Un'altra problematica delle operazioni di cross-border M&A riguarda la fase di negoziazione e la decisione su quale valuta si utilizza per l'acquisto della società target se il pagamento viene eseguito in "contanti" (tale questione viene meno in caso di scambio di azioni tra l'impresa promotrice o la nuova realtà economica e l'azienda bersaglio). L'ultima criticità che contraddistingue i progetti di M&A internazionali concerne il processo di integrazione. Oltre alla tradizionale necessità di amalgamare culture aziendali differenti, riscontrabile in qualsiasi operazione di fusione e acquisizione, i progetti di espansione oltre i confini nazionali necessitano di uno sforzo in più. Le imprese protagoniste del processo di cross-border M&A, si differenziano per valori e stili a

[36] Euro Challenge (2012) "The Netherlands, an overview of the Dutch economy"
[37] Fortuna Fabio (2016) "Il Bilancio d'esercizio: principi generali, norme e regole di redazione" Corso di Principi Contabili Internazionali

causa del diverso background nazionale di appartenenza. Questa problematica caratterizza l'intera operazione ma solo dopo il closing, iniziano a emergere le criticità vere e proprie. Un processo di fusione e acquisizione di successo condotto a livello internazionale, si contraddistingue per l'individuazione e l'eliminazione di tutti i conflitti; sia che essi derivino da diversi modi di pensare che da differenti comportamenti. La definizione di un piano meticoloso per adattare e amalgamare i modelli attitudinali e psicologici che contraddistinguono le varie realtà economiche, rappresenta la migliore soluzione per la gestione di questa problematica.

1.3 IL RUOLO DELLE HUMAN RESOURCES NEI CROSS-BORDER M&A: LA LEADERSHIP

Una volta concluso il processo di cross-border M&A, l'esclusivo affidamento a parametri finanziari per giustificare prestazioni deludenti da parte del nuovo attore economico, è un approccio fuorviante e superficiale. Per capire a fondo la performance di una società nata dall'unione di più aziende appartenenti a contesti territoriali differenti, è fondamentale utilizzare anche altri strumenti. Sulla base di queste considerazioni sono iniziate a diffondersi analisi concernenti il fattore della "distanza culturale" e soluzioni innovative per gestirlo (la leadership, concetto che viene approfondito successivamente). Kogut e Singh (1988) in merito a tale concetto, evidenziano la correlazione positiva tra problemi di coordinamento o comunicazione e distanza culturale (un'ampia distanza implica un elevato numero di criticità). Dopo questa affermazione da parte degli autori, numerose sono state le riflessioni effettuate sulla tematica. La distanza culturale comincia a essere definita come un fattore grazie al quale si possono comprendere una serie di aspetti nevralgici: il successo di un cross-border M&A, l'atteggiamento del capitale umano della società target nei confronti dell'operazione di fusione e acquisizione e alcune peculiarità concernenti lo stadio di integrazione.[38] In virtù di queste considerazioni, la funzione aziendale che svolge un ruolo fondamentale nella gestione dei progetti di M&A internazionali e nella maggior parte dei casi ne determina il successo, è il dipartimento delle risorse umane.

Podgorski Russell e Sherwood Deirdre (2015), auspicano il coinvolgimento del responsabile di questa funzione aziendale (denominato chief human resources officer) per capire e far comprendere gli obiettivi strategici connessi al progetto, fin dalla fase di preparazione. I due economisti affermano che durante lo stadio iniziale, lo stesso responsabile deve costituire uno staff, creato ad hoc per favorire l'integrazione delle diverse realtà economiche coinvolte; questo gruppo di persone viene denominato "People Integration Core team" (PIC) e alla sua guida vi è il cosiddetto "Integration Leader". Per quanto riguarda le attività svolte dal PIC, sempre Podgorski Russell e Sherwood Deirdre individuano quelle ritenute

[38] Stahl Gunter K.et al. (2013) "Sociocultural Integration in Mergers and Acquisitions: Unresolved Paradoxes and Directions for Future Research" Thunderbird International Business Review, 55(4) 333-356

indispensabili.[39] Tutti i componenti del PIC vengono informati e istruiti dal responsabile delle risorse umane per affrontare nel modo migliore possibile l'operazione di fusione e acquisizione internazionale. Nella fase successiva, durante la due diligence, il PIC esegue tre tipologie di controllo: valuta la conformità finanziaria e regolamentare circa il trattamento del capitale umano della società bersaglio, analizza la cultura aziendale della target e stima le capacità dei dirigenti che ricoprono cariche rilevanti all'interno dell'impresa acquisita, allo scopo di capire quali tra questi soggetti sia opportuno trattenere e comprendere nel nuovo assetto societario. Il primo controllo viene realizzato tramite l'ausilio di sondaggi e documenti elaborati dal PIC. In questo passaggio, il leader del gruppo si assicura che i destinatari dei questionari ossia i dipendenti dell'azienda target, collaborino. Da questa prima analisi emergono già fattori critici che determinano lo sviluppo o l'interruzione dell'operazione di cross-border M&A. Lo studio della cultura dell'impresa target invece, è finalizzato a evitare bruschi impatti tra le realtà aziendali coinvolte. Il PIC deve stimare il livello di compatibilità delle culture societarie e verificare che sia possibile un'integrazione. Nelle operazioni di fusione e acquisizione internazionali, la valutazione non si limita al livello di adattabilità delle ideologie e politiche societarie ma raggiunge un livello di analisi più profondo, andando a verificare la compatibilità degli ambienti economici in cui operano le varie imprese coinvolte. L'ultima forma di controllo effettuata dalle risorse umane durante il processo di due diligence, concerne i dirigenti dell'azienda bersaglio. Nel corso di un'operazione di M&A internazionale, i dipendenti della società target tendono a guardarsi intorno alla ricerca di nuove e appetibili opportunità. In questo ampio gruppo di soggetti, sono presenti dirigenti e responsabili che ricoprono un ruolo chiave. Il PIC si prefigge l'obiettivo di stimare quali tra queste figure possono essere importanti per la società dopo il processo di M&A e una volta effettuata questa valutazione cercare di trattenerle. Completata la due diligence, il dipartimento HR inizia il processo di integrazione. Proprio come detto in precedenza (capitolo 1 Review del cross-border M&A e ruolo delle Human Resources, paragrafo 1.2 Il processo di M&A e le criticità relative all'internazionalizzazione), è in questa delicata fase che l'ufficio risorse umane svolge un ruolo essenziale. Lo stadio di integrazione gestito dal dipartimento HR, si suddivide in due parti: la pianificazione e l'implementazione. Durante la prima

[39] Podgorski Russell e Sherwood Deirdre (2015) "People Integration, Creating and Sustaining Value", OD PRACTITIONER Vol.47 No.3

fase le attività svolte comprendono la creazione di un progetto d'integrazione, il cambiamento o rivisitazione del modello di management, la comunicazione costante degli sviluppi del piano e la gestione della nuova organizzazione aziendale. Durante il passaggio successivo si cercano di concretizzare le iniziative pianificate precedentemente e vengono dispiegate tutte le risorse disponibili affinché si possa creare una nuova cultura aziendale, punto d'unione di ogni singola realtà societaria appartenente a un contesto economico differente.

Considerando due variabili di elevata rilevanza nei progetti di cross-border M&A quali il grado di cambiamento dell'impresa promotrice e quello dell'azienda bersaglio, presupponendo l'ipotesi semplificativa della presenza di due sole società, Marks Mitchell e Mirvis Philip (2011) individuano le strategie che portano alla formazione della nuova cultura aziendale sono principalmente cinque: assorbimento, trasformazione, preservazione, fusione inversa e il meglio di entrambi.

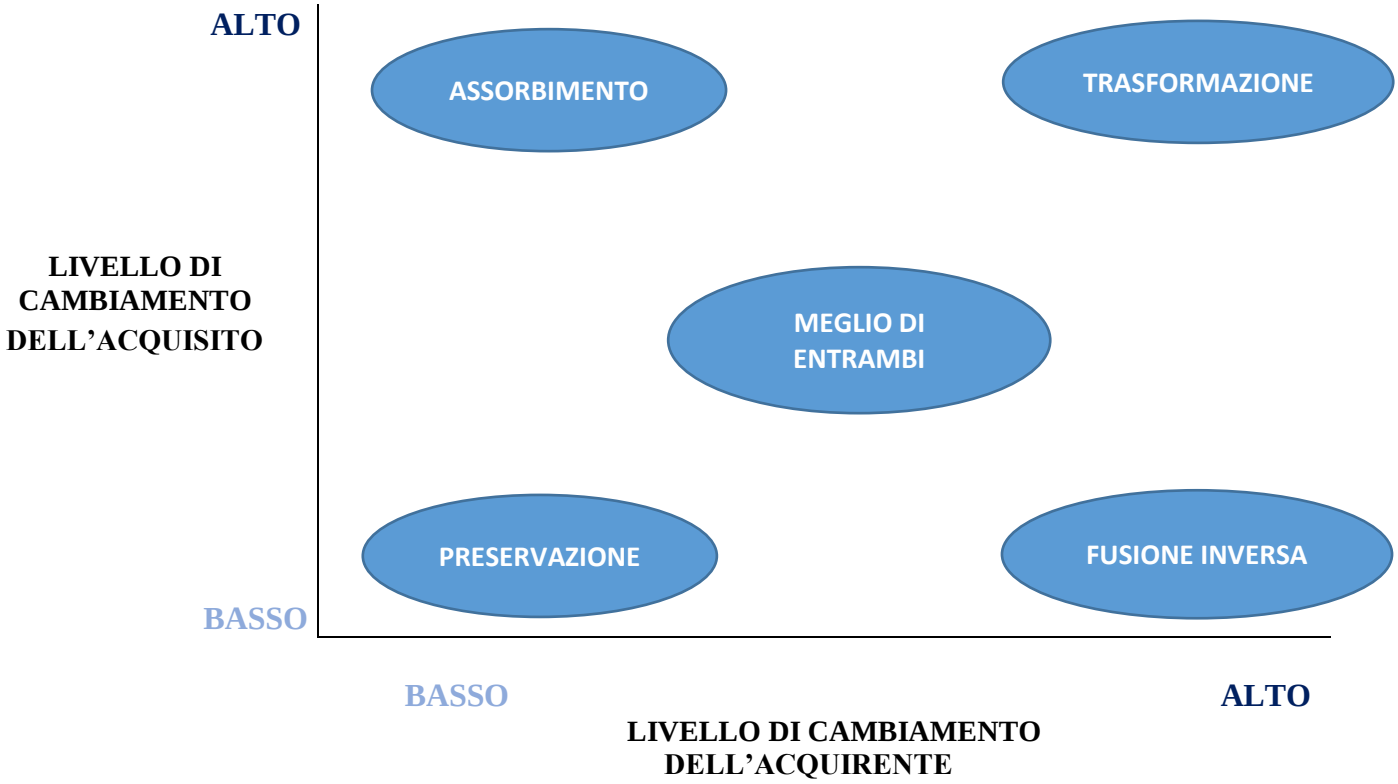


Grafico 6: Strategie formazione della cultura aziendale[40]

[40] Marks Mitchell L. e Mirvis Philip H. (2011) "A framework for the human resoures role in managing culture in mergers and acquisitions", Human Resource Management Vol. 50 No. 6 859-877

Gli autori affermano che nelle fusioni e acquisizioni internazionali, la preservazione è l'opzione che viene perseguita quando l'impresa target e la società promotrice hanno una propensione al cambiamento culturale bassa: questa situazione spesso si origina nel momento in cui le aziende appartengono a contesti economici e istituzionali antitetici.[41] Questa strategia prevede dunque la convivenza di un pluralismo di culture all'interno della realtà economica post operazione. Per conseguire un progetto di cross-border M&A di successo, in una situazione di preservazione, la società promotrice deve limitare la contaminazione culturale, minimizzare il cambiamento delle pratiche e politiche interne, proteggere l'identità dell'impresa target. Spostandoci verso l'estremo superiore del grafico 6, ipotizzando quindi un'elevata disponibilità al cambiamento della società bersaglio, la strategia utilizzata per la creazione di una nuova cultura aziendale è l'assorbimento. In questa fattispecie, il promotore dell'operazione impone alla realtà inglobata le sue pratiche, politiche interne, ideologie e valori. All'impresa target, spesso operante nello stesso business e di dimensione modesta, non resta che conformarsi alle nuove convenzioni. Il successo della strategia di assorbimento dipende fortemente dalla distanza culturale tra gli ambienti economici in cui operano il promotore e il bersaglio. Questo divario deve essere il più contenuto possibile, in caso contrario si concretizzano non poche criticità che influenzano negativamente le performance delle imprese e di conseguenza la bontà del progetto di fusione e acquisizione.[42] La strategia di fusione inversa è speculare a quella di assorbimento; la società promotrice intravede nelle consuetudini e politiche aziendali della target un modello di riferimento. Nel vasto panorama dei cross-border M&A, difficilmente si riscontrano casi di fusione inversa, nonostante i requisiti per il successo di questa strategia siano gli stessi previsti per l'assorbimento. Come si intuisce dal nome, il meglio di entrambi è l'opzione percorsa quando le società coinvolte sono disposte a cambiare prendendo tutto ciò che possa migliorare sensibilmente la cultura aziendale. Numerose evidenze empiriche dimostrano che questa strategia favorisce il processo di integrazione e conseguentemente il successo dei progetti di fusione e acquisizione internazionali.[43]

[41] Un esempio tradizionale è la diversità tra paesi di stampo liberale, "Liberal Market Economies", e gli stati che esercitano un forte e intenso controllo sull'apparato industriale nazionale, "Control Market Economies", di matrice comunista

[42] La politica di espansione condotta per anni da General Electric Capital e il modus operandi odierno di Cisco rappresentano esempi emblematici di strategie di assorbimento

[43] Il meglio di entrambi è la modalità di combinazione culturale perseguita da imprese del calibro di Canada's Molson Breweries e Australia's Carling O'Keefe

L'ultima modalità di combinazione è rappresentata dalla trasformazione. In questo caso le società coinvolte a causa di un background culturale completamente differente, di un'evoluzione consistente del business in cui operano o di altri fattori di cambiamento radicale, sono propense a rivoluzionare completamente i loro valori, modelli, ideologie, pratiche aziendali. Il considerevole livello di dinamicità associato alla strategia di trasformazione rende questa modalità di combinazione molto rischiosa ma una sua buona interpretazione e conseguente applicazione porta enormi benefici alla realtà societaria post operazione.

Aguilera e Dencker (2004), cercano di individuare e descrivere le limitazioni incontrate e le attività specifiche condotte dal dipartimento HR, in accordo con la natura strategica dei progetti di fusione e acquisizione internazionali. La situazione è sintetizzata nella tabella seguente.

		Strategia Cross-border M&A		
		Sovracapacità	**Crescita mercati/prodotti**	**Ricerca e Sviluppo**
Human Resources	**Attività**	Tagli personale	Chi resta e chi esce	Protezione dei talenti
	Criticità	Rigidità Istituzionali	Rigidità Istituzionali	Remunerazioni elevate

Tabella 5: Strategia Cross-border M&A e Attività Human Resources[44]

Nei cross-border M&A che mirano alla sovracapacità produttiva, il dipartimento delle risorse umane deve rapidamente escogitare un piano di riduzione del personale su larga scala. Questo processo di ridimensionamento colpisce non solo i semplici dipendenti ma anche i dirigenti e in alcune occasioni addirittura il top management. L'attività di snellimento del personale non è applicata ugualmente in tutti i contesti geografici ed economici poiché limitata a volte dalla infrastruttura giuridica, sociale e politica dei singoli stati. In particolare, in paesi liberali (prime fra tutte le nazioni di matrice anglosassone quali Stati Uniti d'America e Regno Unito) i vincoli

[44] Aguilera Ruth V. e Dencker John C. (2004), "The role of human resource management in cross-border mergers and acuisitions", The international Journal of Human Resource Management 15:8 1355-1370

istituzionali non sono né molti né stringenti mentre in economie di mercato che prevedono continui e costanti interventi statali (come alcuni paesi dell'Europa continentale, la Germania, ma anche realtà culturalmente lontane dall'Occidente quali il Giappone), il numero delle rigidità è consistente (l'apparato istituzionale col sistema normativo presentato precedentemente, Tabella 4: Quadro Normativo Cross-border M&A). Nelle operazioni di fusione e acquisizione internazionali condotte per ampliare il numero dei mercati o per incrementare l'offerta di beni e servizi, le risorse umane si concentrano principalmente sull'attività di ritenzione del personale. In questo scenario, per conseguire un progetto di cross-border M&A di successo, si necessità dell'ausilio del capitale umano che conosca meticolosamente le peculiarità geografiche dei nuovi territori e output. Solo successivamente si effettua una selezione mirata dei dipendenti in eccesso, di cui si può fare a meno (il livello di licenziamenti è sensibilmente inferiore rispetto agli M&A per sovracapacità). Infine, nel progetto di fusione e acquisizione internazionale finalizzato all'impossessamento di conoscenza e innovazione, il dipartimento HR svolge un ruolo essenziale: deve cercare di trattenere tutto il capitale umano considerato nevralgico. La fusione o l'acquisizione strategica di una società target per accedere alle sue competenze tecnologiche o innovazioni, si può configurare come una semplice operazione diretta al reclutamento di personale con elevate capacità e know-how. L'obiettivo di trattenere capitale umano altamente qualificato è sicuramente ambizioso poiché la maggior parte del personale ritenuto prezioso riceve una remunerazione cospicua e in alcuni casi offerte convincenti da altri competitors. Nello scenario appena descritto, la natura transnazionale del processo di M&A non porta ad alcuna criticità o avversità rilevante.

Nonostante le teorie descritte e i modelli presentati precedentemente, Weber, Rachman-Moore e Tarba (2012) si convincono dell'assenza di un metodo di gestione universale tramite il quale il dipartimento HR possa arginare i conflitti culturali durante lo stadio di integrazione dei cross-border M&A e conseguentemente assicurarne la buona riuscita. Da questa riflessione emerge chiaramente l'eterogeneità delle operazioni di finanza straordinaria internazionali; ogni singolo affare necessità di un approccio peculiare. L'elevato livello di incertezza associato alla fase di integrazione dei cross-border M&A, può essere eliminato con la gestione di un aspetto essenziale da parte del dipartimento HR: la

leadership.[45] Tale fattore è oggetto di numerose analisi e viene identificato come un elemento di successo da molti autori. Sitkin e Pablo (2005) contribuiscono allo sviluppo di un modello di leadership (applicato ai processi di M&A) inizialmente teorizzato dallo stesso Sitkin in collaborazione con Long e Lind (2001).[46] Gli autori definiscono la leadership come quel fattore che impatta su sei dimensioni caratterizzanti qualsiasi organizzazione aziendale.

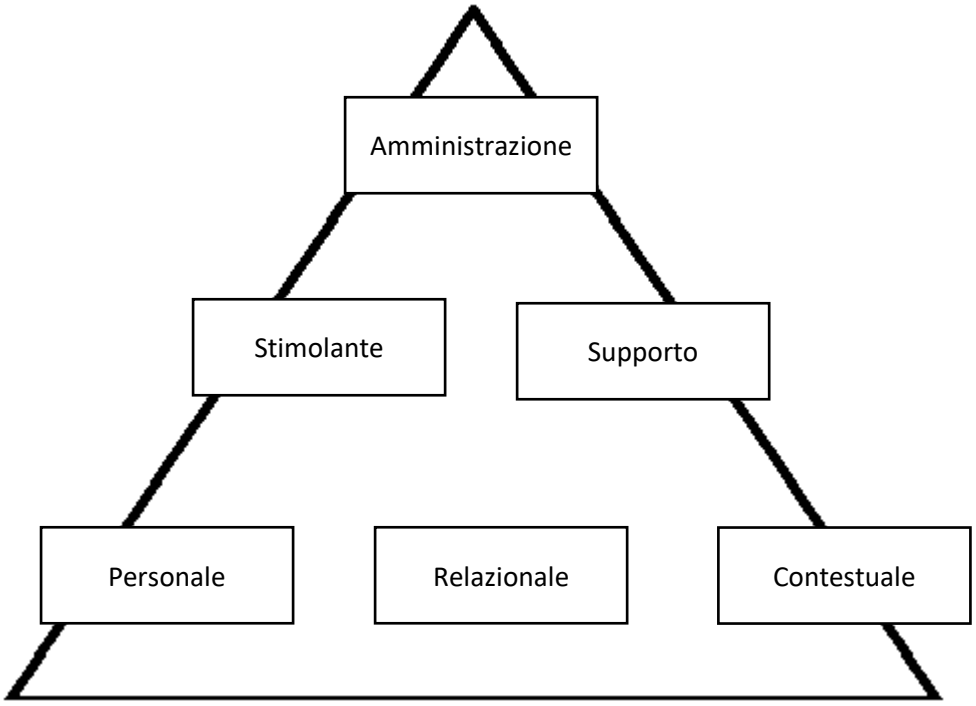


Grafico 7: Le dimensioni della leadership

Partendo dalla dimensione del personale, la leadership è intesa come il rapporto che si instaura tra membri del top management o altri responsabili che possano raffigurare l'immagine del leader e il capitale umano della nuova realtà economica. Per far sì che questa relazione non presenti criticità che possano influenzare negativamente l'esito del progetto di M&A, il leader deve presentarsi e illustrare quale sia la sua visione e i valori che lo contraddistinguono. La dimensione relazionale invece, si sofferma sulla capacità del leader di forgiare solidi rapporti

[45] Jiali Zhang, Mohammad Faisal Ahammad, Shlomo Tarba, Cary L. Cooper, Keith W. Glaister & Jinmin Wang (2015), "The effect of leadership style on talent retention during Merger and Acquisition integration: evidence from China" The International Journal of Human Resource Management, 26:7, 1021-1050

[46] Sitkin, S. B., & Pablo, A. L. (2004), "Leadership and the M&A process. Mergers and acquisitions: Creating integrative knowledge", 181-193

tra tutti i dipendenti che costituiscono la società post-M&A. Per quanto concerne l'ultima dimensione alla base della piramide, quella contestuale, gli autori riconoscono l'importanza del leader nella creazione delle giuste condizioni a livello organizzativo affinché ogni dipendente possa dare il meglio. Da un punto di vista motivazionale, il leader deve intervenire cercando di tirare fuori da ogni membro della nuova società, quel senso di ambizione che possa stimolarlo a dare il massimo e aspirare a posizioni lavorative di vertice. La dimensione di supporto prevede che il leader renda totalmente consapevole il personale circa tutte le problematiche che contraddistinguono l'impresa e infonda nel capitale umano un certo livello di auto confidenza così da renderlo capace di poter trovare soluzioni indipendentemente. Il vertice della piramide presenta l'ultima dimensione e in virtù della sua posizione, la più rilevante. La leadership in ambito di gestione è intesa come la capacità di chi è al comando di bilanciare correttamente tutte le dimensioni precedentemente enunciate. Un'altra riflessione sul concetto di leadership è data dagli autori Nemanich e Keller (2007). Gli economisti ragionano su una particolare configurazione di tale aspetto: la leadership di trasformazione.[47] Con questo concetto si intende la relazione che si instaura tra il leader e i suoi sostenitori; questo rapporto vede il soggetto al comando come un punto di riferimento sotto diversi aspetti. I sostenitori cercano di emulare i comportamenti, trarre ispirazione, comprendere i fattori di successo che sono vivi nella figura del leader. Ricerche come quella condotta da Howell e Shamir (2005) evidenziano come la leadership di trasformazione unisca il soggetto al comando e i suoi sostenitori, creando uno stato di soddisfazione collettivo nel momento in cui il leader raggiunga i suoi obiettivi. Altri studiosi come Judge e Bono (2000) hanno invece riscontrato un impatto piuttosto ridotto della leadership di trasformazione sul successo o meno delle operazioni di fusione e acquisizione (internazionali o non). Rimanendo sulla tematica dei cross-border M&A, Bass (1998) afferma che tra gli effetti diretti attribuibili alla leadership di trasformazione vi è l'incremento della sopportazione dell'incertezza e la maggiore adattabilità a nuove condizioni lavorative da parte dei dipendenti (fattori fondamentali per il successo dei progetti di fusione e acquisizione internazionali).[48]

[47] Nemanich, L. A., & Keller, R. T. (2007), "Transformational leadership in an acquisition: A field study of employees" The Leadership Quarterly, 18(1), 49-68

[48] Bass, B. M. (1998), "Transformational Leadership: Industrial, Military, and Educational Impact" Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum Associates

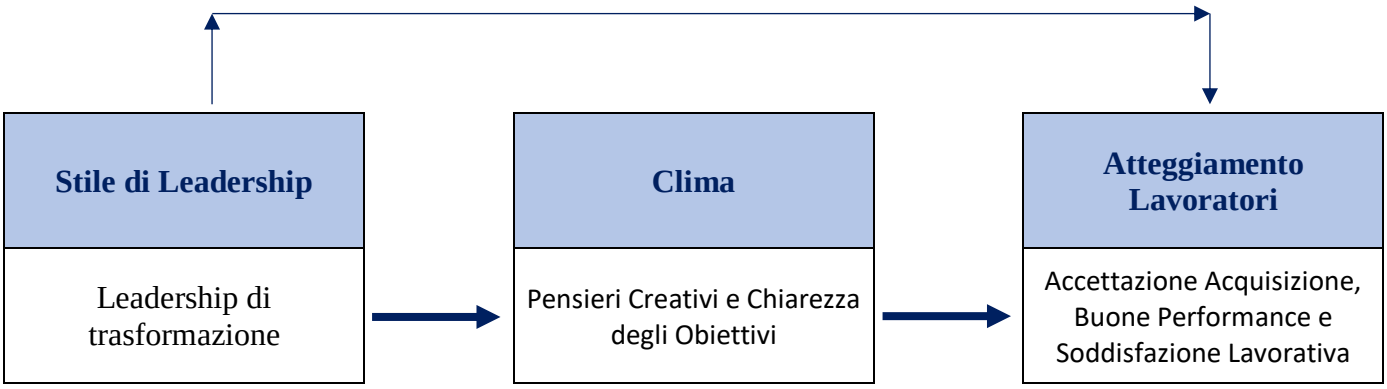


Grafico 8: Leadership di trasformazione

Per quanto concerne gli effetti moderati della leadership di trasformazione, Athina Vasilaki (2011) argomenta che i comportamenti del leader sono fondamentali per creare un ambiente in cui alcune delle criticità dei progetti di cross-border M&A possano tramutarsi in opportunità e fattori di successo. Nello specifico, l'autore si convince che le differenze culturali possano influire positivamente sul processo di fusione e acquisizione; il manager che rappresenta la figura del leader deve essere meticoloso nella gestione delle varie culture aziendali e cercare di conservare il meglio di ciascuna.[49] Covin et al. (1997), riconoscono la presenza di due differenti approcci per analizzare il fattore della leadership: l'influenza del potere e il comportamento. Il primo come si intuisce dal nome, si incentra sulla efficacia con il quale il leader esercita il potere a sua disposizione. Gli autori scoprono una relazione positiva tra il grado di soddisfazione del capitale umano, le performance della nuova società e la quantità di potere nelle mani dal leader. Tutto il meccanismo appena delineato può bloccarsi completamente nel momento in cui viene meno la fiducia nel rapporto tra i dipendenti e il soggetto al comando. Il secondo approccio invece, si basa sul concetto di leader come figura stereotipata. Il soggetto che è al comando è un modello di comportamento e il capitale umano dell'azienda tende a emulare i suoi atteggiamenti. In virtù di tale approccio il successo del progetto di fusione e acquisizione deriva da come il leader si presenta dinanzi al personale; fondamentale è che il soggetto al comando intrattenga buone relazioni con tutti i

[49] Vasilaki, A. (2011), 'Culture distance and cross-border acquisition performance: the moderating effect of transformational leadership', European J. International Management, Vol. 5, No. 4, pp.394–412

dipendenti e dimostri il suo impegno nel conseguire i suoi obiettivi.[50] Marie H. Kavanagh e Neal M. Ashkanasy (2006) ampliano la letteratura sul tema della leadership nelle operazioni di finanza straordinaria, teorizzando un modello innovativo sotto alcuni aspetti.

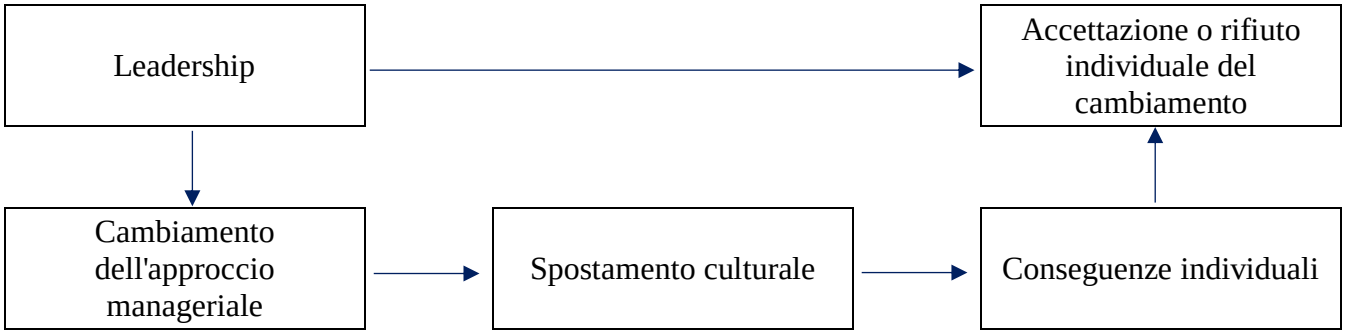


Grafico 9: Modello causale della leadership

Il grafico sintetizza il meccanismo che la leadership innesca all'interno della società nascente. Gli autori partono dall'ipotesi che i progetti di fusione e acquisizione internazionali, sono processi che agiscono su variabili aventi incidenza positiva o negativa circa le sorti della procedura. Affinché il rischio di fallimento decresca significativamente e un reale cambiamento interessi la nuova entità economica, è fondamentale un totale coinvolgimento dei vertici aziendali e del management (1: cambiamento dell'approccio manageriale). Thies e Nadler (2001) concordano sull'insostituibilità dell'amministratore delegato come figura leader del processo di cambiamento culturale. Definito il soggetto che deve sovraintendere il rinnovamento dei valori aziendali, si passa a capire quanto profondo debba essere questo processo. Le società sono di per sé entità dinamiche poiché in continua evoluzione con l'ambiente economico circostante. Nei cross-border M&A il grado di cambiamento che le aziende sopportano sono molto elevati. Il leader deve capire quale sia il livello di trasformazione che la nuova società riesce a sopportare (2: spostamento culturale). Coloro che risentono maggiormente del cambiamento è il

[50] Teresa Joyce Covin, Thomas A. Kolenko, Kevin W. Sightler, R. Keith Tudor, (1997), "Leadership style and post-merger satisfaction", Journal of Management Development, Vol. 16 Issue: 1, pp.22-33

capitale umano; Callan, Terry e Schweitzer (1995) sono sicuri che le principali sensazioni che il personale sente in prossimità di un'operazione di M&A sono l'insicurezza e l'incertezza. Schweiger e Power (1987) definiscono tre atteggiamenti che i dipendenti hanno (indifferenza, entusiasmo e timore), in relazione alle caratteristiche del progetto di fusione e acquisizione (irrilevanza, creazione di opportunità o di minacce). Marie H. Kavanagh e Neal M. Ashkanasy (2006) affermano che le conseguenze a livello individuale siano strettamente connesse al ruolo della cultura. Nel caso in cui quest'ultimo fattore assume un'elevata rilevanza, i dipendenti sottostanno a intense limitazioni. Nello scenario opposto, quando il capitale umano fa affidamento sulle proprie iniziative, cresce il grado di autonomia (3: conseguenze individuali). Gli stessi autori inoltre, dichiarano che l'accettazione o il rifiuto della trasformazione aziendale da parte dei membri della società dipendete fortemente da come è gestita l'intera procedura di M&A. Il leader deve essere impeccabile nel creare un clima di sicurezza e unità culturale. I singoli dipendenti hanno il bisogno di sentirsi continuamente parte del progetto così da poter eliminare ogni dubbio circa la loro permanenza all'interno dell'impresa. Se questa necessità del capitale umano viene meno, i membri delle varie società coinvolte si oppongono vivamente l'operazione di fusione e acquisizione (4: accettazione o rifiuto individuale del cambiamento).[51] Sempre in ambito di leadership, Liz Thach e Mark Nyman (2001) concentrano le loro ricerche sulle questioni che il leader deve affrontare durante il processo di M&A: aspetto sentimentale, focus sul lavoro, comunicazione, motivazione, creatività e furbizia di M&A. Per quanto concerne la prima problematica, il leader deve capire quale sia il sentimento prevalentemente diffuso tra i membri dell'organizzazione, parlare con gli stessi ed esternare chiaramente la sua posizione nei confronti del processo di M&A. La seconda questione è quella inerente al focus lavorativo; al fine di evitare inutili disattenzioni, il leader deve fissare degli incontri in cui stabilire una scala gerarchica dei progetti in base al loro grado di priorità. Il meeting è strumentale per ridefinire gli obiettivi principali che la nuova realtà aziendale si prefigge e conseguentemente fare chiarezza da un punto di vista strategico. Gli autori per la gestione della terza problematica, riconoscono in capo al leader degli obblighi; il soggetto al comando deve assicurarsi che vi sia un continuo flusso di informazioni

[51] Marie H. Kavanagh and Neal M. Ashkanasy (2006), "The Impact of Leadership and Change Management Strategy on Organizational Culture and Individual Acceptance of Change during a Merger", British Journal of Management, Vol. 17, S81–S103

nei confronti dei membri dell'impresa così da aggiornarli sugli sviluppi dell'operazione di fusione e acquisizione. Una delle sfide più difficili per il leader è quella concernente la motivazione del personale. Per gestire correttamente tale questione, il soggetto al comando deve individuare i dipendenti più talentuosi, capire le loro necessità e affidare agli stessi progetti sfidanti. La quinta problematica può essere considerata come un'opportunità; il leader sfruttando il clima di rinnovamento che sta investendo la realtà aziendale, ha la possibilità di stimolare i membri dell'organizzazione ad affrontare il loro lavoro applicando metodi innovativi e creativi. Con l'ultima problematica, si identifica l'abilità con la quale il leader gestisce anticipatamente le cinque questioni precedentemente descritte e cerca di riservarsi un ruolo di rilevanza nella nuova struttura societaria.[52]

Analizzando differenti sfumature e descrivendo peculiari aspetti, la letteratura riconosce alla leadership un ruolo nevralgico ed essenziale all'interno di ogni operazione di fusione e acquisizioni, soprattutto se condotta a livello internazionale. La figura chiave in questi processi altra non è che quella del leader: un soggetto carismatico che deve dare l'esempio e fare di tutto affinché il progetto di M&A abbia successo e conseguentemente tutti i benefici non rimangano mere teorie ma si tramutino in vantaggi concreti per la nascente società.

[52] Liz Thach e Mark Nyman, (2001), "Leading in limbo land: the role of a leader during merger and acquisition transition", Leadership & Organization Development Journal, Vol. 22 Issue: 4, pp.146-150

2 IL SETTORE DEL COMFORT TERMICO

2.1 ANALISI DEL BUSINESS

Le operazioni di fusione e acquisizione, a prescindere dalla loro natura internazionale, sono da sempre considerate strumenti tramite i quali innescare meccanismi di razionalizzazione o consolidamento settoriale. Questi processi comportano una consistente riduzione dei competitors attivi in un determinato mercato. Geroski e Mazzucato (2001) riconoscono la presenza in numerosi businesses di un meccanismo di selezione che assicura la sopravvivenza solo agli incumbents più solidi, i cosiddetti "adatti" (riproponendo in chiave economica il concetto di selezione naturale darwiniana).[53] Negli ultimi anni, un mercato in cui sono riscontrabili alcuni sintomi di questo processo di consolidamento è quello del comfort termico: settore costituito dall'insieme di società che realizzano prodotti e beni per la gestione della temperatura ambientale.[54] Convenzionalmente le unità di businesses che compongono il mercato del comfort termico sono quattro: caldaie, scaldacqua, climatizzatori e rinnovabili. Nonostante questa molteplicità di segmenti, la maggior parte degli sforzi sostenuti e profitti realizzati dagli attori economici attivi nel settore, si concentrano principalmente sui businesses delle caldaie e degli scaldacqua. Per esaminare correttamente e meticolosamente tale mercato, comprendere la rilevanza dei progetti di M&A al suo interno e il ruolo del dipartimento delle human resources, è essenziale procedere effettuando prima un'analisi a livello microeconomico (dimensione delle imprese, ricavi di vendita, distribuzione geografica, core business, compagine azionaria, grado di diversificazione e fatturato regionale delle imprese aventi natura globale) e successivamente a livello macroeconomico (ciclo di vita, crescita del mercato, consolidamento, incidenza normativa, grado di concentrazione).

Come si evince dalle ricerche effettuate dal gruppo strategico di Ariston, il mercato del comfort termico è composto da società aventi piccola e media dimensione

[53] Esteve-Perez, Silviano (2012), "Consolidation by Merger: The UK Beer Market" Small Business Economics, v. 39, iss. 1, pp. 207-29

[54] Per approfondimenti sul concetto di comfort termico e sulle varie metodologie di misurazione è utile consultare la normativa ISO (International Organization for Standardization) 7730: 2005, rivista e confermata recentemente (2015)

(raggio d'azione circoscritto al territorio di appartenenza e ricavi di vendita esigui) e da ventuno grandi imprese, classificate come "top global players".

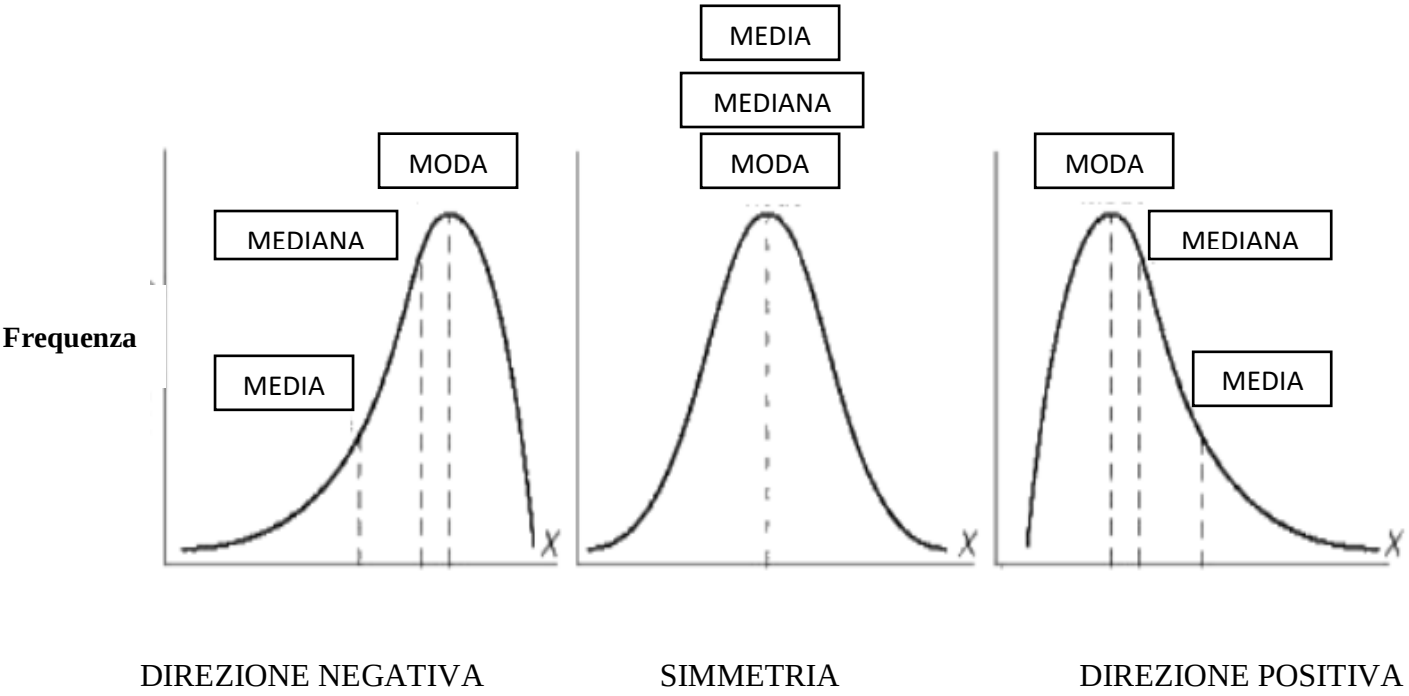


Grafico 10: Modello di Yule

Da un punto di vista macroeconomico, riproponendo il modello teorizzato da Yule (idealizzato prendendo come riferimento statistiche quali moda, mediana e media della dimensione delle società), il grafico che più si avvicina a rappresentare la situazione all'interno del mercato del comfort termico è quello con direzione positiva; un settore con tale distribuzione dimensionale si contraddistingue per un limitato numero di grandi imprese e varie piccole aziende.[55] La seguente conformazione del business è favorevole per l'esecuzione di operazione di M&A e conseguentemente per la promozione di progetti di leadership; infatti in virtù delle considerevoli risorse finanziarie possedute, le aziende dominanti possono facilmente inglobare le società più piccole e imporre loro determinati standard culturali e lavorativi così da allinearle alla loro organizzazione. Le imprese leader del settore sono le seguenti.

[55] Lotti Francesca (2015), "La distribuzione dimensionale delle imprese. Il caso italiano" Dinamiche Industriali

Società	Paese d'origine	Core business	Fatturato 2013	Fatturato 2014	Fatturato 2015	Fatturato 2016	Quotata
Bosch	Germania	Caldaie	€ 3.120	€ 3.100	€ 3.300	€ 3.300	No
Rinnai	Giappone	Scaldabagni	€ 2.137	€ 2.103	€ 2.413	€ 2.780	Si
A.O. Smith	USA	Scaldabagni	€ 1.622	€ 1.773	€ 2.286	€ 2.427	Si
Vaillant	Germania	Caldaie	€ 2.380	€ 2.330	€ 2.417	€ 2.403	No
Viessmann	Germania	Caldaie	€ 2.094	€ 2.178	€ 2.218	€ 2.250	No
Noritz	Giappone	Scaldabagni	€ 1.545	€ 1.560	€ 1.630	€ 1.763	Si
BDR Thermea	Olanda	Caldaie	€ 1.695	€ 1.663	€ 1.711	€ 1.691	No
NIBE	Svezia	Caldaie	€ 1.137	€ 1.213	€ 1.416	€ 1.621	Si
Atlantic Group	Francia	Caldaie	€ 947	€ 977	€ 1.414	€ 1.550	No
Ariston Thermo	Italia	Caldaie / Scaldabagni	€ 1.335	€ 1.342	€ 1.433	€ 1.429	No
Haier	Cina	Scaldabagni	€ 534	€ 555	€ 661	€ 677	Si
Vanward	Cina	Scaldabagni	€ 443	€ 475	€ 601	€ 675	Si
Macro	Cina	Scaldabagni	€ 280	€ 471	€ 592	€ 590	Si
Centrotec	Germania	Caldaie	€ 525	€ 531	€ 550	€ 575	Si
Stiebel Eltron	Germania	Caldaie	€ 460	n.d.	n.d.	€ 478	No
KD Navien	Corea del sud	Caldaie	€ 285	€ 307	€ 407	€ 454	Si
Ferroli	Italia	Caldaie	€ 504	€ 428	€ 302	€ 290	No
Walter Meier	Svizzera	Caldaie	n.d.	n.d.	€ 225	€ 220	Si
Weishaupt	Germania	Caldaie	€ 540	€ 547	€ 536	n.d.	No
Riello	Italia	Caldaie	€ 518	€ 445	€ 458	n.d.	No
Immergas	Italia	Caldaie	€ 228	€ 221	€ 233	n.d.	No

Tabella 6: Top global competitors nel mercato del comfort termico[56]

La tabella precedente illustra limpidamente la classifica delle maggiori società in base al loro fatturato. In relazione a tale parametro, è possibile suddividere le aziende in tre macro gruppi. Le imprese con ricavi di vendita superiori a due miliardi di Euro (le prime cinque società), quelle con un fatturato compreso tra uno e due miliardi (le aziende che ricoprono le posizioni comprese tra la sesta e la decima) e infine quelle con ricavi di vendita inferiori a un miliardo di Euro (la metà bassa della graduatoria). Un dato interessante da esaminare, concerne la ripartizione geografica dei competitors che si distribuiscono attorno a due macro poli: uno di

[56] Todaro Cettina (2017), "Strategy Group" Ariston Thermo Group Thermo Group Spa; i dati sono in milioni di Euro, le conversioni tra valute sono state realizzate utilizzando un tasso di cambio medio giornaliero (così da attenuare la volatilità che influenza il mercato dei cambi)

matrice europea rappresentato principalmente dalle quattro aziende leader con sede in Italia e dalle sei aventi quartier generale sul territorio tedesco, l'altro invece di natura asiatica, con due società nipponiche e tre appartenenti alla sorprendente realtà economica cinese. Altro fattore degno di essere analizzato è il core business delle aziende; di ventuno imprese leader nel settore del comfort termico, i due terzi esatti puntano fortemente sul business delle caldaie, sei competitors incentrano la loro attività sulla produzione degli scaldacqua ed esclusivamente Ariston conferisce uguale rilevanza a entrambi i segmenti di mercato. Sebbene in molti settori le imprese si quotano al fine di accedere a una serie di vantaggi non irrilevanti (aumento di capitale, monetizzazione di quote della compagine azionaria, prezzo delle azioni come misura delle performance, stock option per il top management, diversificazione delle fonti di finanziamento, riduzione degli oneri finanziari, maggiore attenzione degli analisti e notorietà[57]), il mercato del comfort termico presenta una situazione peculiare poiché meno della metà delle società leader rinuncia alla natura privata; delle precedenti ventuno imprese, undici non sono quotate. La compagine proprietaria delle prime tre società per fatturato non quotate è così strutturata: l'azienda Bosch è controllata per il 92% dalla fondazione Robert Bosch (Robert Bosch Stiftung GmbH), il 7% è detenuto dalla famiglia Bosch e il solo 1% da Robert Bosch GmbH;[58] il gruppo Vaillant è stato da sempre (oltre 136 anni) a conduzione familiare, forte della convinzione che tale configurazione fosse ideale per un'intensa e continua crescita;[59] la società Viessmann fondata nel 1917 da Johann Viessmann, è oggi guidata da Martin Viessmann (nipote del fondatore) e di proprietà della sua famiglia.[60] Da una tale conformazione della compagine azionaria, risulta evidente uno stretto legame tra proprietà, gestione e impresa; gli azionisti sono direttamente coinvolti nell'attività di amministrazione della società e da ciò deriva un totale allineamento di interessi strategici ed economici. Partendo da queste considerazioni, ricordando che l'obiettivo principale dell'azionista è quello di aumentare il valore aziendale (come teorizzato in numerosi studi come quello condotto da Stockhammer)[61] e che la principale motivazione alla base dei processi di fusione e acquisizione è la creazione di valore (come affermato da

[57] Pansa Alessandro e Agnese Paolo (2016), "Finanza Straordinaria" McGraw-Hill Education, 275-314
[58] Annual report 2016, Bosch Global
[59] Report on 2010, Vaillant Group
[60] Forbes (2017), "Martin Viessmann & family"
[61] Stockhammer E. (2005), "Shareholder value orientation and the investment-profit puzzle" Journal of Post Keynesian Economics, 28(2), 193-215

Cheng-Shian Lin et al.),[62] la struttura proprietaria delle aziende attive nel mercato del comfort termico è ideale per lo sviluppo e la diffusione di progetti di M&A nazionali o internazionali. Continuando l'analisi a livello microeconomico del settore del comfort termico, è di fondamentale rilevanza esaminare altri due aspetti: il grado di diversificazione e i mercati di principale interesse delle società leader. Per quanto concerne la prima statistica, al fine di condurre un'analisi che produca risultati chiari e sintetici, si effettua una classificazione esemplificativa dei livelli di diversificazione: "alto" quando l'azienda opera in più businesses che non sono correlati tra di loro, "medio" nel caso in cui la società è attiva in diversi settori connessi gli uni con gli altri e "basso" quando l'impresa opera in un unico mercato. La situazione concernente il mercato del comfort termico, è sintetizzata nella tabella successiva.

GRADO DI DIVERSIFICAZIONE		
ALTO	**MEDIO**	**BASSO**
Bosch	Rinnai	Vaillant
Centrotec	A.O. Smith	Viessmann
	Noritz	Atlantic
	BDR	Ferroli
	Nibe	Immergas
	Ariston Thermo	Stiebel Eltron
	Haier	KD Navien
	Vanward	Walter Meier
	Riello	
	Weishaupt	

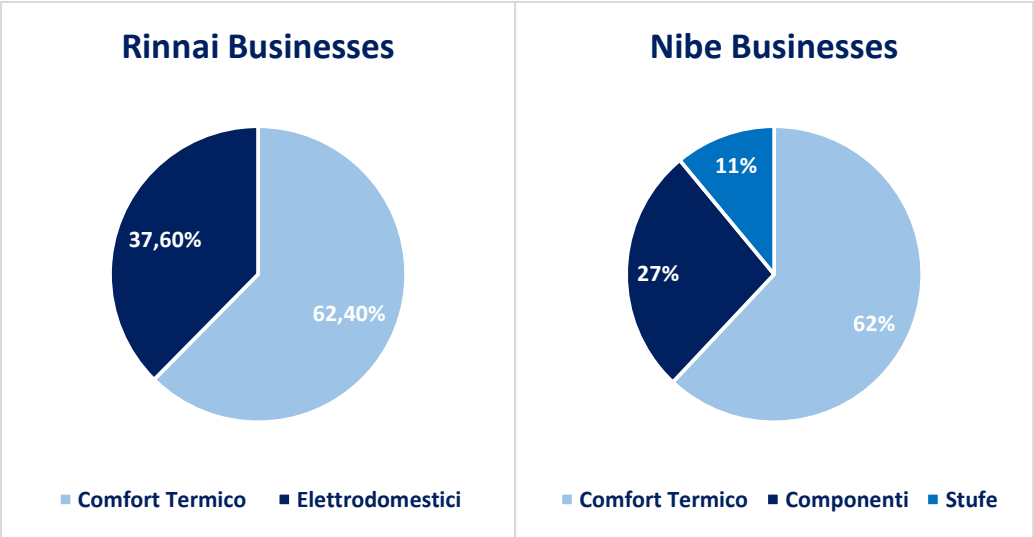
Tabella 7: Diversificazione società nel mercato del comfort termico[63]

Lo scenario che si presenta è cristallino; le società operanti nel settore tendono ad avere un medio o basso livello di diversificazione. Vaillant, Viessmann, Atlantic, Ferroli, Immergas, Stiebel Eltron, KD Navien, Walter Meier sono le aziende leader che competono esclusivamente all'interno di businesses quali la produzione di

[62] Cheng-Shian Lin, Chieh-Ni Cheng, Wan-Rung Lin, Yi-Hsien Wang (2016) "Shareholder Wealth Effect of M&A Patterns and Industry Competition in Taiwan: The Perspective of Competitive" Dynamics Journal of Accounting, Finance & Management Strategy, Vol. 11, No. 1, pp 33-52

[63] Fonte: Nostra elaborazione

caldaie, scaldacqua, climatizzatori o output rinnovabili. Imprese come Rinnai, Nibe e Haier oltre a essere presenti nel mercato del comfort termico, estendono il loro raggio d'azione a settori attigui. Nello specifico, i businesses degli elettrodomestici, delle stufe e di altri dispositivi per la cucina rappresentano il 37,6% del fatturato del colosso giapponese (ammontare non irrilevante seppur esiguo dinanzi all'incidenza del mercato degli scaldacqua, rappresentante il 57% dei ricavi di vendita totali; il restante 5,4% del fatturato di Rinnai è distribuito tra il settore delle caldaie e quello della climatizzazione).[64] L'impresa svedese Nibe opera attivamente nel business del comfort termico da cui derivano il 67% dei suoi ricavi di vendita; il mercato adiacente dei componenti e quello delle stufe ad alta efficienza energetica, costituiscono rispettivamente il 22% e l'11% del fatturato.[65] I ricavi di vendita della società cinese Haier derivano per il 5,6% dal settore degli scaldacqua, per il 18,2% dalla produzione di elettrodomestici e per il 76,2% dalla fornitura di servizi integrati.[66]



[64] Principal Business 2017, Rinnai Global
[65] Annual Report 2016, Nibe
[66] Annual Report 2016, Haier Electronics Group

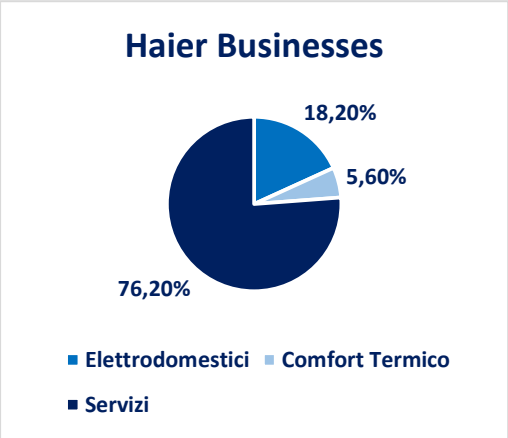


Grafico 11: Società con grado di diversificazione medio[67]

Partendo dall'evidenza ormai consolidata che le operazioni di fusione e acquisizione sono uno dei principali strumenti per una crescita aziendale immediata (capitolo 1 Review del cross-border M&A e ruolo delle Human Resources, paragrafo 1.1 M&A come metodo di internazionalizzazione), considerando inoltre la diffusione di imprese con compagine azionarie pienamente coinvolte nella gestione della società e le analisi antecedenti sul grado di diversificazione aziendale nel business del comfort termico, in tale mercato le imprese raramente promuovono processi di fusione e acquisizioni per tramutarsi in realtà conglomerali. In accordo con tale visione, un'ampia parte della letteratura critica fortemente il connubio tra M&A e diversificazione, riscontrando molteplici dubbi e perplessità. Shin e Stultz (1998)[68] prima e Rajan et al. (2000)[69] poi, evidenziano le difficoltà in termini di allocazione del capitale tra le varie divisioni che costituiscono una società conglomerale: i businesses che hanno buone performance vengono rallentati da quelli con prestazioni deludenti. Sempre sulla tematica, Amihud e Lev (1981) si concentrano sulla volontà del management di diversificare l'attività aziendale al fine di avere un portafoglio più equilibrato, nonostante tale operazione porti a una riduzione del valore societario in termini relativi (tale riflessione nasce in virtù della compensazione tramite stock option dei vertici aziendali).[70] Bosch e Centrotec rappresentano delle eccezioni nel mercato del comfort termico; sono le uniche

[67] Fonte: Nostra elaborazione
[68] Shin H.H., Stulz, R.M. (1998), "Are internal capital markets efficient" Quarterly Journal of Economics 113, pp. 531–552
[69] Rajan, R., Servaes, H., Zingales, L. (2000) "The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment" Journal of Finance 55, 35–80
[70] Amihud, Y., Lev, B., 1981. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. Bell Journal of Economics 12, 605–617.

aziende che presentano un grado di diversificazione alto. Se per la maggior parte delle entità economiche analizzate finora il mercato del comfort termico si configura come il core business, Bosch rappresenta un'eccezione. Il colosso tedesco con sede a Gerlingen, realizza ricavi di vendita derivanti per il 60% dal settore dei mezzi di trasporto, per il 24% dalla produzione di beni di consumo, per il 9% dalla tecnologia industriale e per il 7% dal mercato del comfort termico e altro. Quest'ultimo business ha un impatto davvero marginale sul fatturato totale di Bosch (3 miliardi su un totale di 73 miliardi di Euro). Nonostante il settore della tecnologia industriale abbia una connessione piuttosto forte con quello del comfort termico, il mondo automotive e quello dei beni di consumo presentano scarse sinergie e dunque un grado di correlazione davvero basso.[71] La società Centrotec invece, oltre al mercato del comfort termico rappresentativo del 72% del fatturato, è attiva nel settore dei sistemi di scarico e della ingegneria plastica. Quest'ultimo mercato pur essendo un business di nicchia per Centrotec (8% dei ricavi di vendita totali), non è minimamente correlato agli altri due settori.[72]

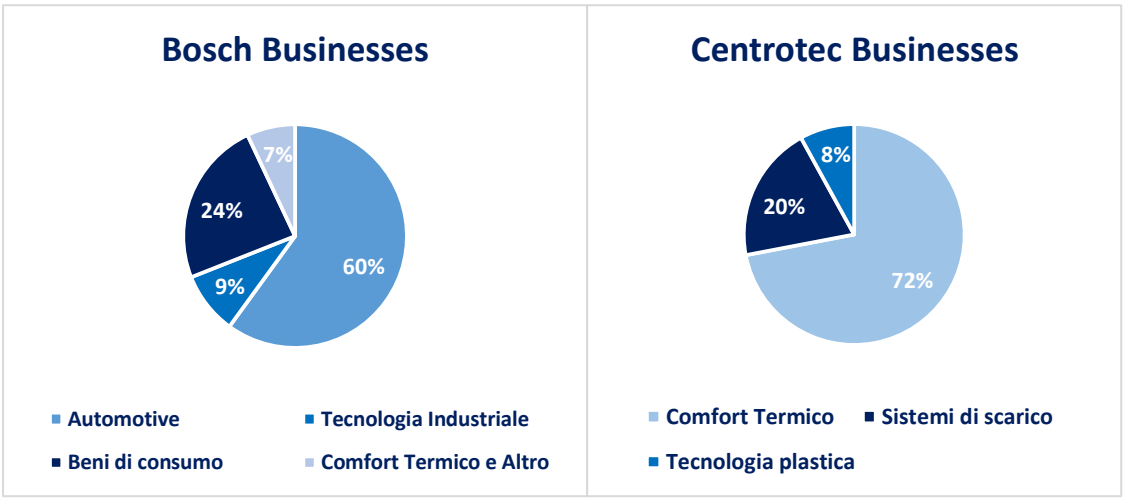
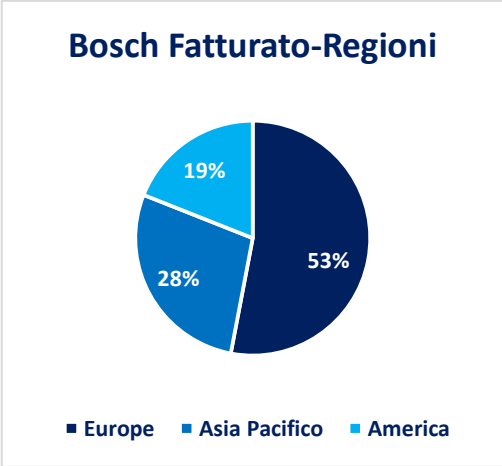


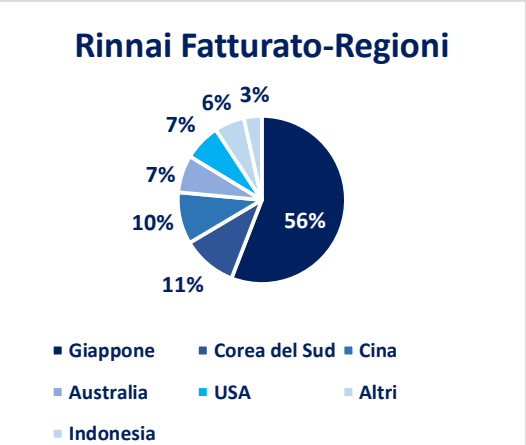
Grafico 12: Società con grado di diversificazione alto[73]

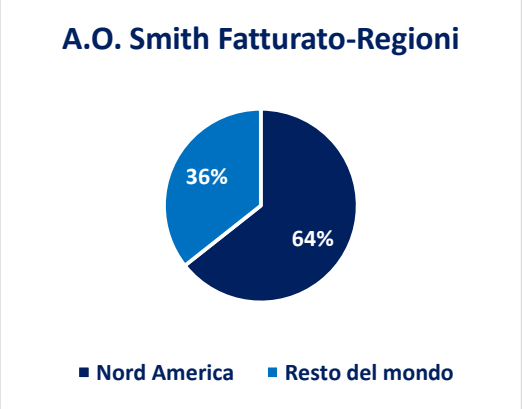
Analizzato il grado di diversificazione, un altro aspetto indispensabile da esaminare è l'individuazione dei mercati geografici più appetibili in termini di volumi di vendita. Regno Unito, Cina e Turchia sono i paesi che salgono sul podio per la

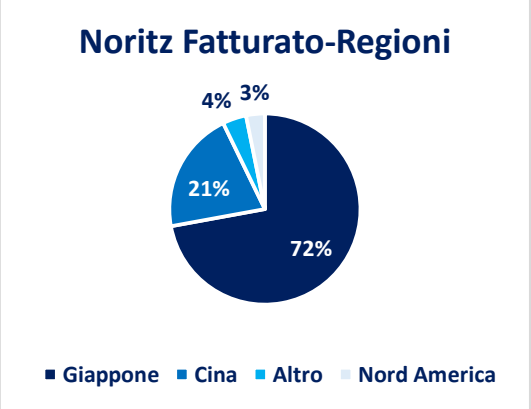
[71] Annual report 2016, Bosch Global
[72] Annual report 2016, Centrotec
[73] Fonte: Nostra elaborazione

domanda di output inerente il business del comfort termico. Scorrendo la classifica si trovano nazioni come: Italia, Russia, Francia, Olanda, Germania, Spagna e Romania.[74] La distribuzione territoriale del fatturato di alcune delle imprese leader è la seguente: la società Bosch realizza circa metà dei suoi ricavi in Europa, seguono i mercati asiatico-pacifico e americano;[75] il fatturato del colosso giapponese Rinnai è concentrato sul territorio nipponico, realtà geografiche vicine come Corea del Sud e Cina si ripartiscono piccole percentuali dei ricavi;[76] poco meno dei due terzi delle vendite di A.O. Smith avvengono in Nord America;[77] Nortiz rappresenta la società leader nel business del comfort termico, con uno tra i più alti livelli di concentrazione del fatturato in un singolo mercato geografico (il 71,7% in Giappone);[78] infine la società svedese Nibe presenta un quadro generale dei ricavi di vendita molto equilibrato.[79]









[74] Main Markets and our competitors 2017, Ariston Thermo Group Thermo Group Spa
[75] Annual report 2016, Bosch Global
[76] Principal Business 2017, Rinnai Global
[77] Annual report 2016, A.O. Smith
[78] Annual report 2016, Noritz
[79] Annual report 2016, Nibe

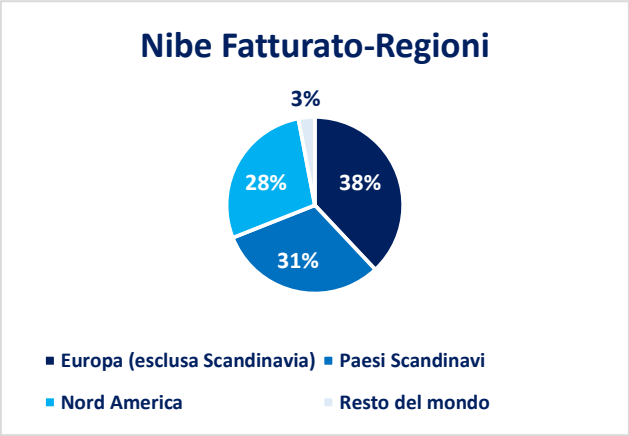


Grafico 13: Distribuzione territoriale del fatturato[80]

La caratteristica che accomuna le varie realtà economiche attive nel settore del comfort termico è il significativo radicamento sul territorio nazionale; la quota di fatturato più elevata delle imprese leader, è rappresentata dalle vendite realizzate all'interno del contesto geografico di appartenenza (Nibe rappresenta l'eccezione che conferma la regola). Come il fatturato anche i siti produttivi delle società, si concentrano presso paesi industrializzati. Questa peculiarità delinea un elevato allineamento culturale del capitale umano dislocato nei vari stabilimenti poiché proveniente da contesti sociali e ideologici simili. Le aziende costituenti il business del comfort termico però, da qualche tempo stanno promuovendo processi di delocalizzazione geografica in paesi in via di sviluppo con bassi costi di produzione (successivamente si approfondisce il caso Ariston);[81] vista la diversità culturale con tali realtà, il dipartimento delle risorse umane e soprattutto la figura del leader devono affrontare nuove e avvincenti sfide.

Completato lo studio microeconomico del settore del comfort termico, si passa a una sua analisi a livello macroeconomico. Il primo fattore da analizzare è il ciclo di vita del business. Riproponendo il modello teorizzato da Gort e Klepper nel 1982, si possono individuare cinque fasi caratterizzanti l'evoluzione di un'industria in relazione allo sviluppo dei prodotti al suo interno e a due variabili fondamentali quali il numero di competitors e il tempo.

[80] Fonte: Nostra elaborazione
[81] Spini Francesco (2013) "Estero e tecnologia così schiviamo la crisi" La Stampa

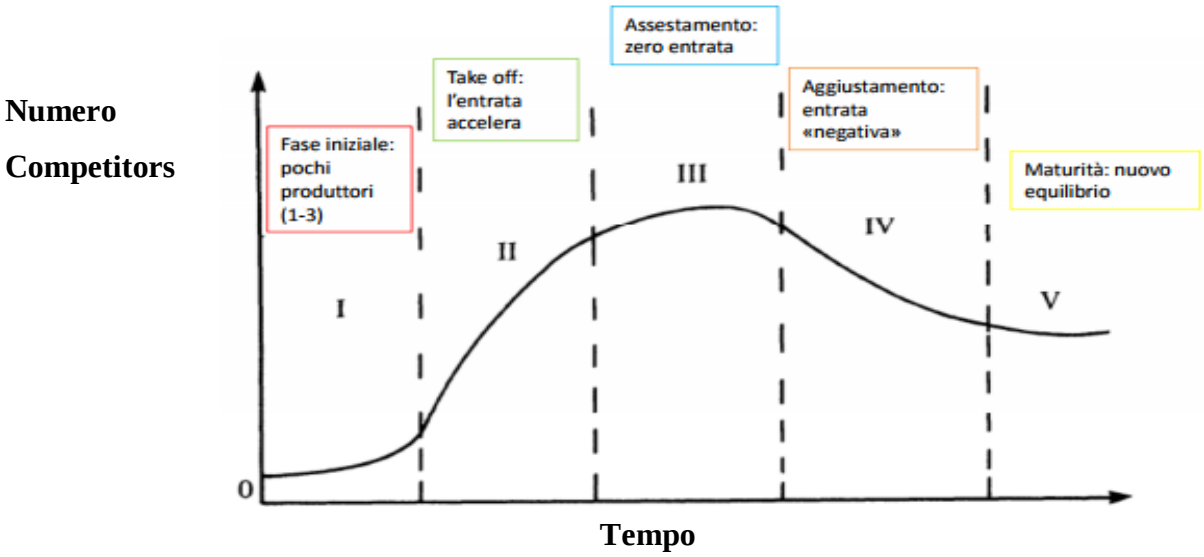


Grafico 14: Modello di Gort e Klepper

La prima fase comincia con la creazione del mercato e l'introduzione di un nuovo output da parte di un'impresa; la lunghezza di questo stadio dipende esclusivamente dalla facilità con cui si può replicare la realizzazione del nuovo bene. Nel caso in cui la semplicità del processo di riproduzione è elevata, la fase iniziale ha una durata esigua. Il secondo stadio è caratterizzato dall'entrata di un consistente numero di competitors nel settore e dalla crescita del mercato. La terza fase rappresenta un periodo di sostanziale equilibrio per il business poiché il numero di attori economici che popolano il business rimane pressoché costante. All'incipit del quarto stadio che molto spesso coincide col fenomeno di shakeout (periodo durante il quale, nonostante una crescita del settore, il numero dei competitors diminuisce consistentemente in un arco di tempo determinato che varia dai dieci ai quindici anni[82]), il tasso di uscita delle aziende comincia a crescere per poi arrestarsi e invertire la propria direzione durante la quinta e ultima fase, quella di una nuova maturità del settore.[83] Contemplando la precedente letteratura, si può affermare che il business del comfort termico presenta una situazione odierna analoga alla quarta fase (aggiustamento), in quanto si sono verificate entrambe le ipotesi alla base del fenomeno di shakeout: trend di crescita del settore e riduzione del numero dei competitors. Per quanto concerne la prima condizione, riprendendo i dati precedentemente analizzati (Tabella 6: Top global competitors nel mercato del

[82] Lotti Francesca (2015), "Shakeout e il ciclo di vita dei prodotti e delle imprese" Dinamiche Industriali
[83] Gort e Klepper (1982) "Time paths in the diffusion of product innovations"

comfort termico), il valore delle vendite testimonia un trend di crescita del mercato; dal 2013 al 2016 la dimensione del settore del comfort termico è passato da 22,5 a 26,4 miliardi di Euro.[84] Per quanto concerne la seconda ipotesi, negli ultimi anni si è assistito a un intenso processo di consolidamento o razionalizzazione del mercato (come anticipato a inizio capitolo). In assenza di un vero e proprio flusso di uscita delle imprese dal business, il numero dei competitors si è ridotto drasticamente in virtù di molteplici operazioni di fusione e acquisizione avvenute internamente ed esternamente i confini nazionali. Da un punto di vista quantitativo si riscontrano settanta progetti di M&A di un certo spessore, conclusi nel giro di sette anni da Marzo 2010 a Marzo 2017.

Target	Acquirente	Data Transazione
Dantherm Filtration	Nederman	03/2010
Giannoni France SAS	Carlyle Europe	06/2010
Munters	Nordic Capital	09/2010
Danstoker	Thermax	11/2010
Schulthness Group	NIBE Industrier	04/2011
Lochinvar	A.O. Smith	07/2011
BDR Thermea (40%)	SAR	09/2011
BDR Thermea Group	Remeha Foundation	09/2011
Charter International	Colfax	09/2011
Volution	Tower Brook	01/2012
Centrum Klima S.A,	Lindab AB	04/2012
Tomkins	Canada Pension Plan	09/2012
Stovax (60%)	NIBE Industrier	01/2013
Austria Email AG (40%)	Atlantic Group	07/2013
Flakt Woods	Howden (Colfax Group)	09/2013
WaterFurnace	NIBE Industrier	06/2014
CEM SA	Rheem Manufacturing	06/2014
AERCO International	Watts Water Technologies	11/2014
Brivis	Rinnai	12/2014
Ideal Stelrad	Atlantic Group	01/2015
Climate LLC	Bosch	01/2015
Dux	Noritz	02/2015
Marathon Heater	NIBE Industrier	04/2015
Akvaterm	NIBE Industrier	07/2015

[84] Il trend di crescita è stato calcolato trascurando le imprese di piccola dimensione aventi un apporto insignificante sulla dimensione del settore e stimando il fatturato annuale di alcune imprese (per cui i dati non erano disponibili) come la media dei ricavi di vendita degli altri anni; nello specifico il fatturato di Stiebel Eltron per gli anni 2014 e 2015 pari a 469 milioni di Euro, il fatturato di Walter Meier per gli anni 2013 e 2014 pari a 223 milioni di Euro e i fatturati di Weishaupt, Riello e Immergas per l'anno 2016 pari rispettivamente a 541, 474 e 227 milioni di Euro. La situazione anno per anno è la seguente

Anno	2013	2014	2015	2016
Trend crescita	€ 22.550	€ 22.910	€ 25.272	€ 26.414

Target	Acquirente	Data Transazione
Ventilair Group International	Volution Group	08/2015
Nuaire	Polypipe Group	08/2015
Chromagen (51%)	Atlantic Group	10/2015
Codumé	Itho Daalderop	10/2015
Ferroli	Oxy Capital	10/2015
Klimarent Beheer BV	Carrier	11/2015
Energy Technique Plc	Volution Group	11/2015
ECR International	BDR Thermea	12/2015
Riello (68%)	UTC	12/2015
Gledhill	Atlantic Group	12/2015
Eemax	Rheem Manufacturing	12/2015
Itho Daalderop	Gimv	01/2016
Klimaatgarant	Gimv	01/2016
Dantherm HVAC (Danish)	Procuritas	01/2016
Calorex (UK)	Procuritas	01/2016
Del Clima	Mitsubishi	02/2016
Clivet	Bosch	02/2016
Flanders Corp (USA)	Daikin Industries (through American Air Filter)	02/2016
Airteam (Danish)	Ratos (Sweden private equity)	02/2016
Ability projects (UK)	Glen Dimplex	03/2016
Camus Hydronics (Canada)	Cleaver-Brooks	03/2016
Air site AB	NIBE Industrier	04/2016
Climate Control Group (LSB)	NIBE Industrier	05/2016
Austria Email AG (+25%)	Atlantic Group	05/2016
Clivet	Midea	06/2016
Aldes	Exhausto	06/2016
Flakt Woods	Triton	06/2016
Toshiba (white goods)	Midea	06/2016
Power Flame	Astec Industries	07/2016
Aquasana	AOSmith	08/2016
Enertech	NIBE Industrier	09/2016
Kwikot	Electrolux	11/2016
PVI	Watts Water Technologies	11/2016
Dinar	Daikin	12/2016
Stovax (40%)	NIBE Industrier	12/2016
Tobler	Walter Meier	02/2017
Thermocold	Trane	02/2017

Tabella 8: Operazioni di M&A negli ultimi sette anni[85]

Una tabella a parte meritano gli M&A condotti da Ariston Thermo Group, caso di studio del seguente elaborato.

[85] Todaro Cettina (2017), "Strategy Group" Ariston Thermo Group Thermo Group Spa

Target	Acquirente	Data Transazione
Elco-Cuenod	Ariston Thermo Group	2001
Rendamax	Ariston Thermo Group	2001
Chaffoteaux	Ariston Thermo Group	2001
MHS Boilers	Ariston Thermo Group	2010
Cipag-Domotec	Ariston Thermo Group	2011
DhE	Ariston Thermo Group	2013
Heat Tech Geysers	Ariston Thermo Group	2014
ATAG	Ariston Thermo Group	2014
Gastech-Energi	Ariston Thermo Group	2015
SPM Innovation	Ariston Thermo Group	2015
NTI	Ariston Thermo Group	2016
HTP	Ariston Thermo Group	2017

Tabella 9: Operazioni di M&A condotte da Ariston Thermo Group[86]

Tra le molte spiegazioni con le quale studiosi ed esperti giustificano l'origine del fenomeno di shakeout, vi è la presenza di shock tecnologici esogeni. In questo ambito, uno dei più celebri enunciati è la "innovative gamble theory": tale modello prevede che l'entrata delle imprese in un settore sia condizionata dalla loro capacità di sviluppare innovazioni in quel mercato; solo le società che vincono la scommessa tecnologica rimangono all'interno del business.[87] La teoria formulata da Jovanovic e MacDonald nel 1994 si adatta perfettamente al mercato del comfort termico; in questo business il processo di innovazione è intenso ed estremamente dinamico poiché dipendente da fattori convergenti come l'evoluzione normativa e il miglioramento degli output (inteso come aumento delle loro performance). Le direttive legislative definiscono costantemente quali prodotti possono essere diffusi e commercializzati, tramite un esame meticoloso delle loro caratteristiche. Il driver a livello globale che influenza e guida l'evoluzione normativa è la diminuzione dell'impatto ambientale degli output; nonostante ciò vi è sempre qualche piccolo particolare o dettaglio che differenzia i vari contesti legislativi a causa della loro natura territoriale. Per comprendere a fondo il ruolo della normativa nel business del comfort termico, è utile esaminare un ambito territoriale circoscritto come quello europeo. In questa area geografica, i documenti di riferimento in vigore sono

[86] Company Profile 2017, Ariston Thermo Group
[87] Jovanovic B., MacDonald G. M. (1994), "The life cycle of a competitive industry"

i Regolamenti EU 811/2013, 812/2013, 813/2013 e 814/2013 (costituenti la normativa ERP). Le finalità perseguite da queste disposizioni legislative sono essenzialmente due: la progettazione ecocompatibile e l'etichettatura energetica. Con il primo obiettivo a partire dal 26 Settembre 2015, i produttori sono obbligati a progettare, fabbricare e immettere sul mercato solo prodotti ad alta efficienza. Con la seconda finalità, sempre dal 26 Settembre 2015, le società operanti nel settore devono classificare i loro output in base all'efficienza energetica e darne chiara evidenza al cliente finale.[88] Il quadro normativo del mercato europeo concernente il settore del comfort termico favorisce l'affermazione di prodotti innovativi e altamente performanti dal punto di vista dei consumi. Tra i molteplici output, la caldaia a condensazione è l'emblema del nuovo paradigma tecnologico nel segmento delle caldaie.[89] Questo prodotto sta avendo una considerevole diffusione grazie alla sua commercializzazione esclusiva all'interno dell'Unione Europea (sussiste qualche piccola e rara eccezione). Dalla precedente digressione sullo scenario normativo del vecchio continente circa il business del comfort termico, si deduce che solo le società in grado di gestire il progresso tecnologico stando al passo con i tempi, vincono "la scommessa innovativa" e restano nel mercato. Oltrepassando il fenomeno dello shakeout, un altro aspetto importante da analizzare per avere una visione macroeconomica quanto più completa del settore del comfort termico, è il grado di concentrazione. I dati necessari per effettuare i dovuti calcoli sono racchiusi nella seguente tabella.

[88] Guidelines accompanying: Regulations (EU) No 811 & 812/2013 with regard to energy labelling of space heaters, combination heaters, packages of space heater, temperature control and solar device and packages of combination heater, temperature control and solar device, and of water heaters, hot water storage tanks and packages of water heater and solar device, European Commission; Regulations (EU) No 813 & 814/2013 with regard to ecodesign requirements for space heaters and combination heaters, and for water heaters and hot water storage tanks, European Commission

[89] La caldaia a condensazione è un prodotto con classe energetica minima pari ad "A", modelli più sofisticati e conseguentemente costosi, con performance più notevoli, sono classificati come "A+" o addirittura "A++"

Società	Fatturato	Quota	Quota ^{2}
Bosch	€ 3.300	12,49%	0,0156082040
Rinnai	€ 2.780	10,53%	0,0110799960
A.O. Smith	€ 2.427	9,19%	0,0084388960
Vaillant	€ 2.403	9,10%	0,0082762310
Viessmann	€ 2.250	8,52%	0,0072558800
Noritz	€ 1.763	6,67%	0,0044532990
BDR Thermea	€ 1.691	6,40%	0,0040974110
NIBE	€ 1.621	6,14%	0,0037660930
Atlantic Group	€ 1.550	5,87%	0,0034434080
Ariston Thermo	€ 1.429	5,41%	0,0029267760
Haier	€ 677	2,56%	0,0006565810
Vanward	€ 675	2,55%	0,0006522550
Macro	€ 590	2,23%	0,0004989180
Centrotec	€ 575	2,18%	0,0004746140
Weishaupt	€ 541	2,05%	0,0004199910
Stiebel Eltron	€ 478	1,81%	0,0003274770
Riello	€ 474	1,79%	0,0003213980
KD Navien	€ 454	1,72%	0,0002956560
Ferroli	€ 290	1,10%	0,0001205370
Immergas	€ 227	0,86%	0,0000738985
Walter Meier	€ 220	0,83%	0,0000692437

Tabella 10: Statistiche per calcolo grado di concentrazione[90]

Moltissime sono le metodologie utilizzate per il calcolo del grado di concentrazione ma le principali sono: il Concentration Ratio (CR4 e CR8) e l'indice Hirschman-Herfindahl (HH).[91] Il primo consiste in una semplice somma delle quote di mercato delle prime "n" imprese per dimensione:

$$\mathrm{CR} = \sum_{i=1}^{n} s_i$$

n = numero delle imprese utilizzate per il calcolo

[90] I dati sulla colonna "Fatturato" evidenziati in rosso sono stati stimati come descritto nella nota 54; le statistiche presenti sulla colonna "Quota" sono state calcolate come: Quota = (Fatturato Impresa * 100) / Fatturato Mercato; i dati dell'ultima colonna "Quota ^{2}" sono le quote di mercato delle singole imprese elevate al quadrato; fonte: Nostra elaborazione

[91] Sleuwaegen, L., & Dehandschutter, W. (1986), "The critical choice between the concentration ratio and the H-index in assessing industry performance" The Journal of Industrial Economics, 193-208

s = quota di mercato della impresa i-esima

Molto spesso il numero di società utilizzate per il calcolo del Concentration Ratio varia da quattro a otto. Passando dalla teoria alla pratica, il settore del comfort termico presenta degli indici CR4 e CR8 pari rispettivamente al 41,30% e al 69,03%. Secondo queste informazioni analitiche, il volume di vendita delle prime quattro imprese per dimensione (Bosch, Rinnai, A.O. Smith e Vaillant) rappresenta poco meno della metà del business; se si allarga l'orizzonte di valutazione alle prime otto società, il dato diventa ulteriormente interessante poiché il giro d'affari di questi players corrisponde a oltre i due terzi dell'intero mercato. Il settore del comfort termico sembra avere un medio-alto livello di concentrazione, in accordo con i valori degli indici C4 e C8 appena esaminati. Una delle spiegazioni plausibili che giustifica il considerevole grado di concentrazione in questo business è il numero elevato di operazioni di fusione e acquisizione (Tabella 8: Operazioni di M&A negli ultimi sette anni). Molti economisti considerano i progetti di M&A come vere e proprie modalità di uscita dal mercato.[92] Gli studiosi Wagner e Cockburn (2010), dichiarano che i businesses popolati da imprese con alti livelli di innovazione (il comfort termico è uno di questi come visto in precedenza), vivono più frequentemente processi di M&A e conseguentemente registrano alti livelli di concentrazione. Nonostante la velocità e relativa facilità di calcolo, molti esperti ritengono che il Concentration Ratio sia una metodologia poco affidabile per via di due criticità: arbitrarietà di "n" e variabilità dei risultati a seconda del numero di società considerate. L'indice Hirschman-Herfindahl invece è dato dalla somma del quadrato delle quote di mercato delle varie realtà aziendali che costituiscono l'industria:

$$\mathrm{HH} = \sum_{i=1}^{n} s_i^2$$

n = numero delle imprese utilizzate per il calcolo
s^2 = quadrato della quota di mercato della impresa i-esima

[92] Weterings, A., & Marsili, O. (2015), "Spatial concentration of industries and new firm exits: Does this relationship differ between exits by closure and by M&A?" Regional Studies, 49(1), 44-58.

Il grado di concentrazione del business del comfort termico calcolato con questo secondo indice fornisce un risultato (pari a 0,73) opposto rispetto al Concentration Ratio. Considerando che un mercato opera in un regime di monopolio quando l'indice Hirschman-Herfindahl corrisponde all'unità e di concorrenza perfetta quando assume valore zero, il business del comfort termico ha un grado di concentrazione molto basso. La non coincidenza tra i risultati evidenziati dagli indici è dovuta alle diverse strutture e logiche di fondo alla base delle due metodologie. A differenza del Concentration Ratio, l'indice Hirschman-Herfindahl tiene conto della numerosità delle imprese che popolano un'industria e delle loro differenti quote di mercato.[93] Per completare l'analisi macroeconomica del mercato del comfort termico è necessario esaminare un ultimo ma fondamentale fattore: il livello degli investimenti in Ricerca e Sviluppo (R&S). Come già evidenziato precedentemente (quando sono stati presentati il fenomeno dello shakeout e l'impatto della normativa), l'innovazione assume un rilievo nevralgico all'interno del business. Queste considerazioni fanno presupporre la presenza di un trend crescente per quanto concerne gli investimenti in R&S soprattutto da parte delle società leader. La situazione di alcune delle principali imprese è sintetizzata nella tabella seguente.

Società	Fatturato 2014	Fatturato 2015	Investimenti R&S 2014	Investimenti R&S 2015	Trend Investimenti 2014/2015	R&S come % Fatturato 2014	R&S come % Fatturato 2015
Vaillant	€ 2.330	€ 2.417	93,4	n.d.	n.d.	4,01%	n.d.
Rinnai	€ 2.103	€ 2.413	€ 63,40	€ 68,70	8,36%	3,02%	2,85%
A.O. Smith	€ 1.773	€ 2.286	€ 67,90	€ 73,70	8,54%	3,83%	3,22%
BDR Thermea	€ 1.663	€ 1.711	34,45	n.d.	n.d.	2,07%	n.d.
Noritz	€ 1.560	€ 1.630	€ 43,40	€ 44,67	2,93%	2,78%	2,74%
Ariston Thermo	€ 1.342	€ 1.433	€ 66,00	€ 67,00	1,52%	4,92%	4,61%
NIBE	€ 1.213	€ 1.416	€ 29,60	€ 37,42	26,43%	2,44%	2,64%
Centrotec	€ 531	€ 550	€ 13,08	€ 15,50	18,49%	2,47%	2,82%

Tabella 11: Livello investimenti R&S[94]

[93] Calkins S. (1983), "The new merger guidelines and the Herfindahl-Hirschman Index" Cal. L. Rev., 71, 402

[94] I dati elaborati sono stati presi da più fonti: Annual report 2016, A.O. Smith; Milano Finanza (2017) "Ariston Thermo: +3.8% a/a utile netto 2016, ricavi stabili"; Todaro Cettina (2017), "Strategy Group" Ariston Thermo Group Spa

Una prima riflessione concerne gli investimenti in R&S come percentuale del fatturato. Nel mercato del comfort termico i dati sulla tematica appaiono generalmente uniformi: le società riservano all'innovazione e alla sperimentazione tecnologica un ammontare di fondi che oscilla tra il 2 e il 4 % dei ricavi di vendita totali. La statistica che presenta una situazione di disomogeneità invece, è quella riguardante il trend di crescita degli investimenti in R&S nel biennio 2014/2015. Evidenziando come seppur vario il quadro è complessivamente positivo e tralasciando l'azienda Centrotec a causa del suo alto livello di diversificazione (fattore che rende ogni riflessione fuorviante o perlomeno falsata), si passa all'esamina delle singole realtà economiche. Nibe è l'impresa che presenta le migliori statistiche: gli investimenti in R&S del colosso svedese sono aumentati di oltre il 26% durante il periodo d'analisi. A.O. Smith e Rinnai conseguono una crescita degli investimenti di circa l'8%. La classifica è chiusa dall'azienda giapponese Noritz e da Ariston Thermo Group. Nonostante il trend concernete la quota di fondi riservata all'innovazione e alla sperimentazione tecnologica possa sembrare statico per alcune aziende leader, non vuol dire che il ruolo della R&S all'interno di queste società sia marginale. Un'alternativa agli investimenti diretti in innovazione è fornita dalle operazioni di fusione e acquisizione. Phillips e Zhdanov (2012), affermano che molte grandi imprese a prescindere dal mercato di appartenenza, invece di condurre internamente piani di investimento in tecnologia, "incoraggiano" le attività di R&S delle piccole aziende per poi inglobarle. Tale metodologia risulta essere molto vantaggiosa per le società leader: solo le piccole realtà economiche che conseguono investimenti tecnologici di successo sopravvivono nel settore; grazie a questa selezione le grandi imprese individuano agevolmente le innovazioni veramente valide e conseguentemente organizzano processi di M&A per appropriarsene (a differenza dei progetti di R&S questa soluzione si contraddistingue per una probabilità di insuccesso inferiore).[95] Clark e Malabre (1988) condividono a pieno il precedente ragionamento evidenziando come lo sviluppo tecnologico interno possa essere un percorso lungo, tortuoso ma soprattutto con una scarsa probabilità di successo. Burgelman (1986) aggiunge che la crescita interna e la procedura di acquisizione risultano essere entrambe valide alternative purché pianificate e perseguite in armonia con le linee guida dettate dalla

[95] Phillips, G. M., & Zhdanov, A. (2012), "R&D and the Incentives from Merger and Acquisition Activity" The Review of Financial Studies, 26(1), 34-78

strategia aziendale.[96] Celebri riviste economiche quali Forbes e Bloomberg (2008), riportano in alcuni recenti articoli casi concreti di imponenti organizzazioni che puntano sempre di più su una crescita innovativa implementata tramite progetti di fusione e acquisizione (da Cisco a Microsoft nel business informatico e high-tech, fino a General Electric attiva in vari settori tra cui automotive e utilities). Tornando al mercato del comfort termico, Ariston Thermo Group rappresenta una delle realtà che meglio simboleggia questa filosofia (un'analisi più dettagliata dei processi di M&A di Ariston Thermo Group viene effettuata successivamente).

[96] Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., & Ireland, R. D. (1990), "Mergers and acquisitions and managerial commitment to innovation in M-form firms" Strategic Management Journal, 29-47

2.2 POSIZIONAMENTO COMPETITIVO ARISTON THERMO GROUP

Ariston Thermo Group è una delle società protagoniste all'interno del settore del comfort termico. L'azienda è nata nel 1930 quando nel cuore del territorio marchigiano Aristide Merloni (figlio di Antonio Merloni un piccolo proprietario terriero), reduce dalla sua esperienza lavorativa nel settore metalmeccanico presso una piccola fabbrica in Piemonte, fonda le Industrie Merloni e dà avvio alla produzione di bilance.[97] Nonostante le difficoltà di natura economica dovute alla Seconda Guerra mondiale, in poco più di trent'anni dalla nascita le Industrie Merloni raggiungono una notevole dimensione, testimoniata dalla considerevole quantità di dipendenti (circa 600) e dalla proprietà di ben cinque stabilimenti. In questo periodo l'impresa dà alla luce il marchio "Ariston" e inizia a operare anche all'interno del mercato di bombole per gas e scaldacqua elettrici. La società durante gli anni '70, diventa una delle realtà più solide del tessuto industriale italiano e assume un ruolo nevralgico nel settore degli scaldacqua. Sempre in quegli anni Ariston comincia a penetrare e ad affermarsi in diversi paesi dell'Europa occidentale. Tra il 1980 e il 1990 la società marchigiana con sede a Fabriano, amplia ulteriormente i propri orizzonti industriali e decide di entrare nel business delle caldaie, mercato adiacente e strettamente connesso a quello degli scaldacqua. Durante l'ultimo decennio del ventesimo secolo, Ariston intensifica il suo processo di globalizzazione aprendo siti produttivi in realtà culturalmente lontane come quella cinese; l'azienda si insinua e impone nel mercato dell'Europa orientale e in quello asiatico. Nei primi anni del secolo odierno la società marchigiana consolida la sua dimensione globale pianificando e concludendo molteplici operazioni di fusione e acquisizione (analizzate successivamente). Nel 2009, il gruppo adotta il nome "Ariston Thermo" e la sua posizione di leadership nel mercato del comfort termico è ineccepibilmente tra le più solide.[98]

[97] Eugenio Caruso (2017), "Aristide Merloni e la Ariston" Impresa Oggi
[98] Company Profile 2016, Ariston Thermo Group

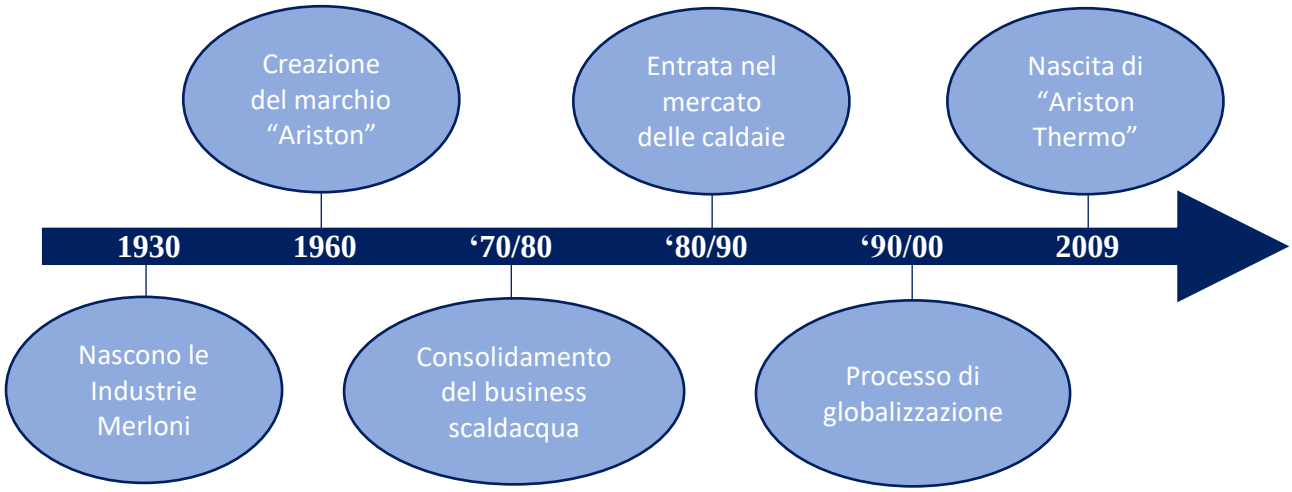
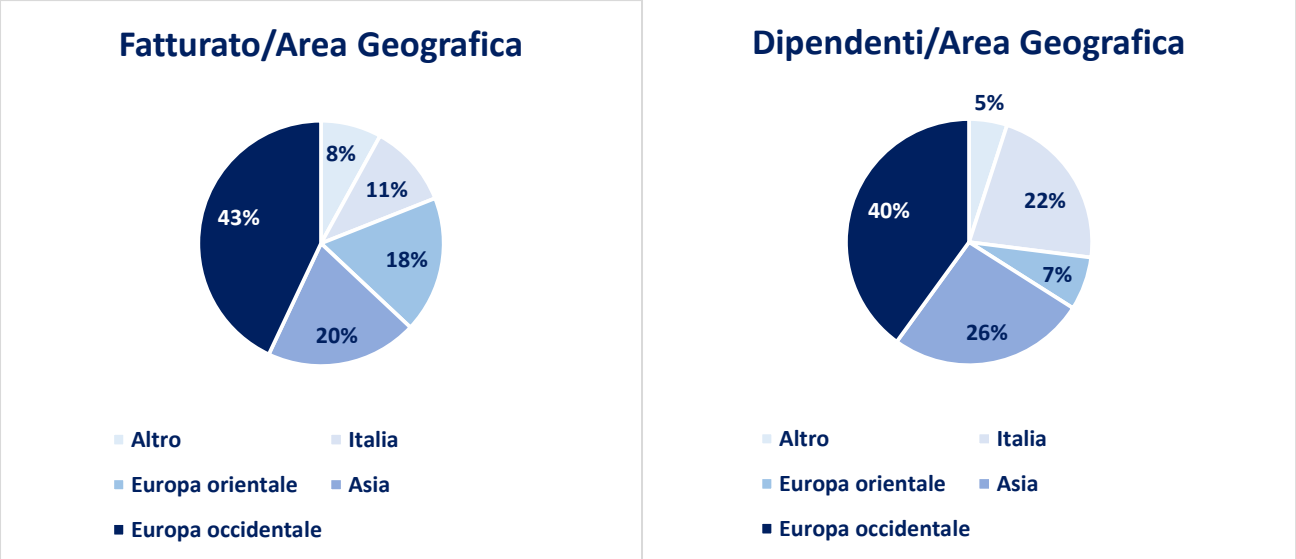


Grafico 15: Percorso storico di Ariston Thermo Group

Ripercorsa l'evoluzione storica e l'incredibile crescita economica che ha caratterizzato il gruppo Ariston, si passa alla rassegna dei suoi straordinari dati odierni (riferiti all'anno 2016). La società vanta un fatturato pari a 1,43 miliardi di Euro, i prodotti annuali venduti si avvicinano ai 7 milioni, i dipendenti che lavorano all'interno di Ariston Thermo sono addirittura 6900 e gli investimenti in R&S sfiorano i 70 milioni di Euro.[99]



[99] Company Profile 2017, Ariston Thermo Group

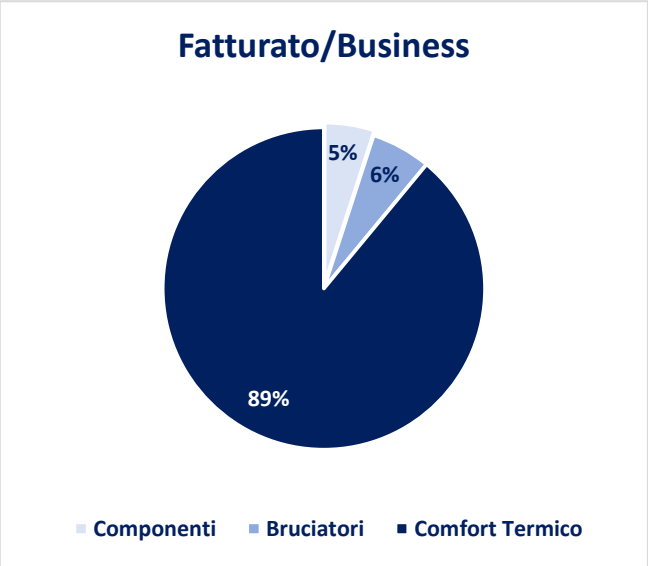


Grafico 16: Statistiche Ariston Thermo Group[100]

I grafici precedenti mostrano statistiche più approfondite concernenti i numeri di Ariston Thermo (riferiti sempre all'anno 2016). I suddetti dati (presenti all'interno del "Company Profile 2017" dell'impresa), confermano la dimensione globale della società marchigiana. Per quanto riguarda la relazione tra fatturato e mercato, l'area da cui deriva la quota più alta dei ricavi di vendita è l'Europa occidentale; intuitivamente uno dei motivi per cui questo mercato geografico ha un impatto così forte sul fatturato di Ariston Thermo potrebbe essere la relativa facilità di entrata in un territorio culturalmente vicino a quello di appartenenza. Sempre in riferimento alla ripartizione dei ricavi di vendita ciò che sbalordisce è l'impatto piuttosto ridotto del mercato italiano per l'azienda con sede a Fabriano. La quota di fatturato che il bel paese frutta ad Ariston Thermo è solo l'11%. Tale evidenza si pone in leggero contrasto con quanto discusso precedentemente (capitolo 2 Il settore del comfort termico, paragrafo 2.1 Analisi del business); numerose imprese leader nel settore del comfort termico, realizzano gran parte dei loro ricavi grazie alla domanda di consumo del territorio di appartenenza. Malgrado la limitata rilevanza del fatturato in Italia, in questo paese Ariston Thermo ha una quantità non indifferente di dipendenti: poco meno di un quarto del suo capitale umano opera nella penisola italiana (quota simile a quella del continente asiatico). L'ultima statistica che si

[100] I dati che sono stati elaborati per la realizzazione dei grafici sono stati presi da "Company Profile 2017, Ariston Thermo Group"; fonte: Nostra elaborazione

vuole esaminare riguarda i mercati in cui l'azienda marchigiana è attiva. La situazione appare delineata e chiara: il core business di Ariston Thermo è rappresentato dal settore del comfort termico (90% del fatturato). I bruciatori e la componentistica sono mercati che rivestono un ruolo marginale ma che si pongono al servizio del core business, garantendo un certo livello di indipendenza dai fornitori (fattore fondamentale per avere un vantaggio competitivo e un certo potere contrattuale come affermato da Williamson 1971).[101]

Dopo aver esaminato le singole realtà leader nel settore del comfort termico con un peculiare occhio di riguardo ad Ariston Thermo, si hanno tutti i fattori per poter effettuare una stima della posizione competitiva della società con sede a Fabriano. La metodologia che si utilizza per eseguire un'analisi di questo tipo, deriva dalle classiche matrici di mercato: Boston Consulting Group, GE-McKinsey e Marakon. La finalità principale di questi strumenti è quella di dare una rappresentazione grafica di tutti i businesses che costituiscono il portafoglio aziendale e conseguentemente distinguere quelli più appetibili su cui investire e quelli meno redditizi su cui limitare i fondi. Le matrici di mercato basano la loro struttura su due dimensioni, una di natura interna e l'altra di natura esterna. La prima permette di studiare l'impresa, in peculiare la sua posizione competitiva nel business di riferimento. La dimensione esterna invece ha l'obiettivo di esaminare l'attrattività del settore. [102] Quindi per effettuare lo studio della posizione strategica di un'azienda si necessita unicamente della dimensione interna caratterizzante le diverse matrici di mercato. Capito ciò di cui si ha bisogno, non resta che scegliere la metodologia più adatta. La matrice GE-McKinsey sviluppata dal gruppo industriale General Electric (GE) insieme alla società di consulenza strategica statunitense (McKinsey appunto), si configura come il modello più idoneo da cui prendere spunto, in virtù dei molteplici fattori utilizzati per lo studio della dimensione interna (tale approccio garantisce un'analisi dettagliata e minuziosa).[103] McDonald (2007) esalta la capacità della matrice GE-McKinsey di misurare e definire la forza che i singoli attori economici operanti in un determinato mercato

[101] Williamson, O. E. (1971), "The vertical integration of production: market failure considerations" The American Economic Review, 61(2), 112-123

[102] Fontana F. e Boccardelli P. (2015), "Corporate Strategy. Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita" Editore Ulrico Hoepli Milano, pag. 252-280

[103] Amatulli, C., Caputo, T., & Guido, G. (2011), "Strategic analysis through the general electric/McKinsey Matrix: An application to the Italian fashion industry" International Journal of Business and Management, 6(5), 61.

possiedono ed esercitano. Successivamente è presente un esempio grafico della matrice GE-McKinsey.

Grafico 17: Matrice GE-McKinsey

Come già detto, non si ha la necessità di utilizzare la matrice completa per lo studio della posizione strategica di una società ma si ha bisogno solamente della sua dimensione interna che nel grafico precedente è collocata sull'asse verticale. I fattori che influenzano la capacità competitiva dell'impresa individuati dalla matrice GE-McKinsey sono: quota di mercato, attività di marketing, R&S, produzione, risorse finanziarie, HR, immagine, gamma prodotti e qualità.[104] Nel settore del comfort termico, per molti di questi fattori non si riescono a raccogliere ed elaborare statistiche attendibili a causa del loro elevato grado di soggettività o per la mancanza di dati; l'analisi dunque si limita solo ad alcuni di loro: quota di mercato, R&S, gamma prodotti, produzione. Per quanto concerne il primo fattore,

[104] Peruffo Enzo (2016), "Matrici di portafoglio" Strategia d'impresa

si prende in considerazione il valore medio dei ricavi di vendita realizzati (Tabella 6: Top global competitors nel mercato del comfort termico). Il punteggio attribuito alla società per la R&S dipende dalla quantità degli investimenti sostenuti (assoluta e in relazione al fatturato) e dal trend di crescita dei fondi destinati all'innovazione tecnologica (Tabella 11: Livello investimenti R&S). La valutazione della gamma prodotti è connessa all'offerta di output della società: imprese attive in più unità di businesses costituenti il settore del comfort termico o in mercati ausiliari (componentistica) ottengono punteggi più alti. Infine per quanto riguarda la produzione, si tiene conto della locazione geografica degli stabilimenti e conseguentemente della possibilità di sfruttare i vantaggi che il territorio offre.[105] Lo studio è strutturato come segue:

- per ogni fattore le aziende ricevono un punteggio che va da 1 (punteggio minimo) a 5 (punteggio massimo);
- per tenere conto delle peculiarità caratterizzanti il business del comfort termico, viene attribuito a ciascun fattore un peso in relazione alla sua rilevanza nel mercato (anche in questo caso i valori vanno da 1, scarso rilievo, a 5, elevata importanza);
- il punteggio totale ottenuto dalle società è una media ponderata e da tale valore si stima il posizionamento competitivo dell'impresa nel settore.

I pesi utilizzati per l'esecuzione dell'analisi sono:

Quota Mercato (peso)	R&S (peso)	Gamma prodotti (peso)	Produzione (peso)
2	**5**	**3**	**4**

Tabella 12: Importanza fattori interni[106]

[105] Per la locazione geografica degli stabilimenti le fonti consultate sono: Manufacturing sites, Bosch; Our company sites, Vaillant Group; Our factories, BDR Thermea; Production facilities, Noritz; Tabella 8: Operazioni di M&A negli ultimi sette anni

[106] I pesi sono stati elaborati in virtù di quanto evidenziato precedentemente (capitolo 2 Il settore del comfort termico, paragrafo 2.1 Analisi del business). Sintetizzando: alla quota di mercato è attribuito un valore basso (pari a 2) perché il settore del comfort termico è un ambiente economico molto dinamico che favorisce l'evoluzione delle società e di conseguenza una continua mutazione delle gerarchie interne; la R&S ha valore pari a 5 (il massimo) poiché solo le imprese che investono in innovazione restano competitive e hanno la possibilità di rimanere nel mercato; il peso attribuito alla gamma prodotti non è né basso né alto, le aziende che hanno un'offerta di output completa sono gradite dal consumatore ma questo fattore non incide particolarmente sulle performance industriali; la produzione assume un valore medio-alto per via del suo significativo impatto in termini di costi; fonte: Nostra elaborazione

I risultati dell'analisi in termini di posizione competitiva delle imprese sono sintetizzati nella tabella successiva:

Società	Quota di Mercato (punteggio)	R&S (punteggio)	Gamma prodotti (punteggio)	Produzione (punteggio)	Totale (punteggio)
A.O. Smith	5	5	4	3	4,21
Ariston	3	4	5	4	4,07
Vaillant	5	4	3	4	3,93
Viessmann	5	n.d.	3	4	3,89
Rinnai	5	4	4	3	3,86
Riello	2	n.d.	4	4	3,56
BDR Thermea	4	2	5	4	3,5
NIBE	3	3	4	4	3,5
Bosch	5	4	3	2	3,36
Atlantic Group	3	n.d.	4	3	3,33
Ferroli	1	n.d.	4	4	3,33
Haier	2	n.d.	3	4	3,22
Macro	2	n.d.	4	3	3,11
Stiebel Eltron	2	n.d.	4	3	3,11
Noritz	4	2	4	3	3
KD Navien	1	n.d.	4	3	2,89
Vanward	2	n.d.	3	3	2,78
Centrotec	2	1	3	3	2,78
Weishaupt	2	n.d.	3	2	2,33
Immergas	1	n.d.	3	1	1,67
Walter Meier	1	n.d.	3	1	1,67

Tabella 13: Analisi del posizionamento competitivo[107]

Ariston Thermo occupa il secondo gradino del podio (dietro al colosso americano A.O. Smith) nonostante la distanza tra le prime cinque imprese non sia elevata; le società si trovano nell'arco di 0,5 punti. In accordo con i risultati evidenziati dall'analisi sul posizionamento competitivo, il bilancio per la società marchigiana è davvero positivo ma non sorprendente. L'inesauribile impegno nel ricercare

[107] Come già detto in precedente, il punteggio totale (ultima colonna) è stato calcolato come una media ponderata, analiticamente si riporta l'esempio di A.O. Smith:

$$\frac{5*2+5*5+4*3+3*4}{2+5+3+4} = 4{,}21$$

soluzioni sempre più innovative e adeguarsi agli ultimi sviluppi tecnologici,[108] la continua espansione in territori e contesti geografici sempre più lontani,[109] l'adozione di programmi di leadership e processi di M&A consolidati, la crescita simultanea e imperterrita in tutti i businesses costituenti il mercato del comfort termico, giustificano la granitica posizione d'apice e la solida competitività del gruppo Ariston Thermo all'interno del settore. Il risultato non cambia completando lo studio precedente tramite la stima di alcuni valori mancanti (gli n.d. nella Tabella 13: Analisi del posizionamento competitivo).

Società	Quota di Mercato (punteggio)	R&S (punteggio)	Gamma prodotti (punteggio)	Produzione (punteggio)	Totale (punteggio)
A.O. Smith	5	5	4	3	4,21
Ariston	3	4	5	4	4,07
Vaillant	5	4	3	4	3,93
Rinnai	5	4	4	3	3,86
Viessmann	5	3,22	3	4	3,65
BDR Thermea	4	2	5	4	3,5
NIBE	3	3	4	4	3,5
Riello	2	3,22	4	4	3,44
Bosch	5	4	3	2	3,36
Atlantic Group	3	3,22	4	3	3,29
Ferroli	1	3,22	4	4	3,29
Haier	2	3,22	3	4	3,22
Macro	2	3,22	4	3	3,15
Stiebel Eltron	2	3,22	4	3	3,15
KD Navien	1	3,22	4	3	3,01
Noritz	4	2	4	3	3
Vanward	2	3,22	3	3	2,94
Weishaupt	2	3,22	3	2	2,65
Immergas	1	3,22	3	1	2,22
Walter Meier	1	3,22	3	1	2,22
Centrotec	2	1	3	3	2,14

Tabella 14: Analisi competitività con ipotesi di stima R&S[110]

[108] Recentemente è stato inaugurato il polo di R&S ad Agrate su cui si possono avere informazioni più dettagliate consultando: Focus Online (2017), "Ariston Thermo Innovative Technologies, nuovo centro di ricerca e sviluppo"
[109] Ultima in ordine cronologico, l'acquisizione della società statunitense HTP
[110] Nella Tabella 13: Analisi del posizionamento competitivo, non sono stati inseriti i punteggi in R&S per mancata reperibilità dei dati, da qui l'idea di stimare tali valori per un'analisi quanto più completa possibile anche se prettamente ipotetica; fonte: Nostra elaborazione

Andando a stimare il punteggio in R&S come media dei valori ottenuti dalle altre imprese (pari a 3,22), non si rilevano stravolgimenti nelle gerarchie competitive settoriali. Ai vertici del settore l'unico cambiamento concerne il posizionamento della società nipponica Rinnai che sale al quarto posto a danno del gruppo Viessmann. L'azienda che registra il calo più consistente è Centrotec che perde ben quattro posizioni e scende in fondo alla classifica dei top global players attivi nel mercato del comfort termico (tale risultato ovviamente era prevedibile per il basso valore in R&S attribuito all'azienda Centrotec). Nel grafico successivo sono sintetizzati i risultati sulla competitività nel settore del comfort termico, con un focus particolare circa il posizionamento di Ariston Thermo Group.

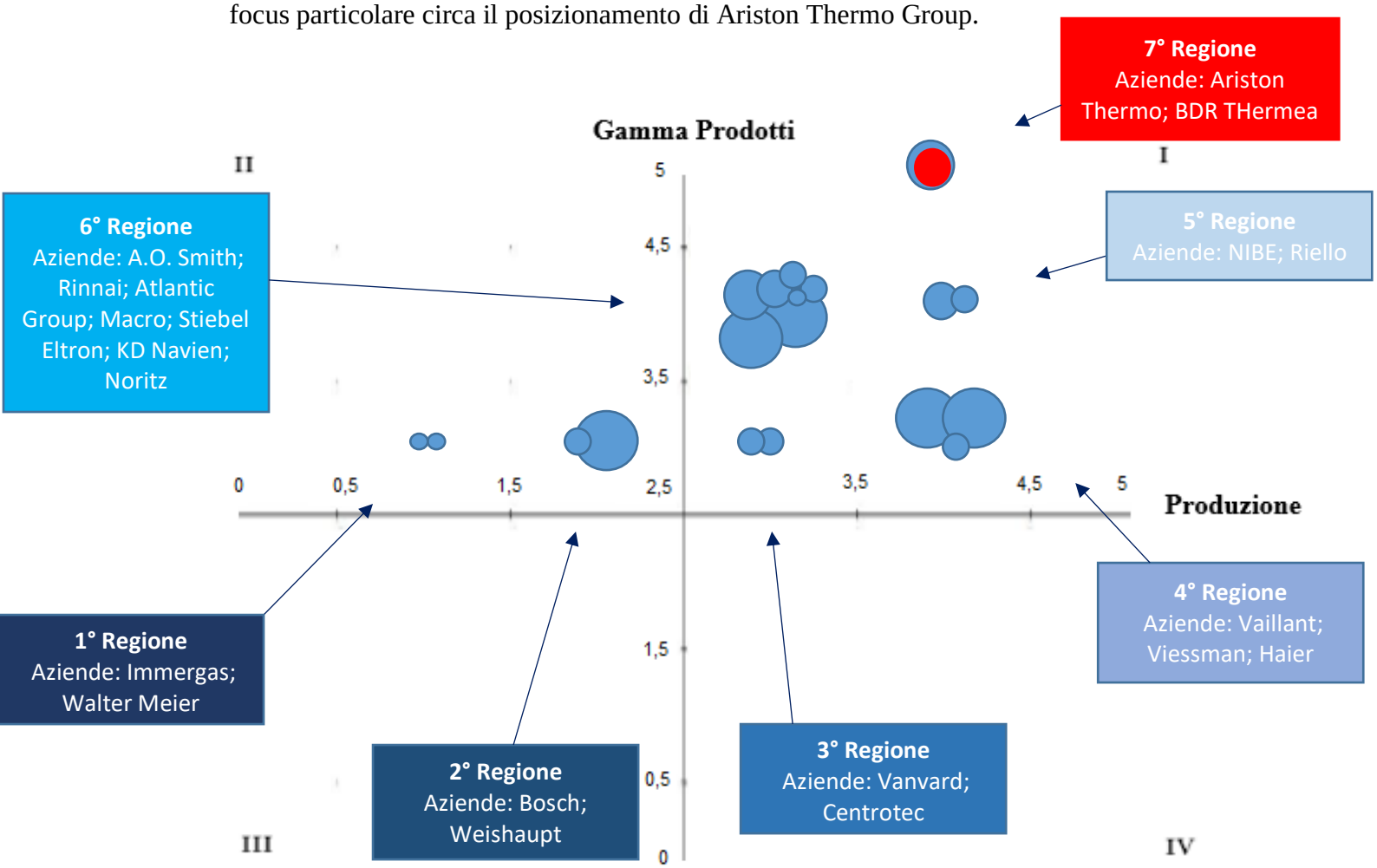


Grafico 18: Analisi posizionamento competitivo[111]

[111] Le dimensioni utilizzate per la realizzazione del grafico sono la "gamma prodotti" (asse delle ordinate) e la "produzione" (asse delle ascisse) poiché le statistiche relative sono reperibili per tutte le imprese oggetto dello studio; la quota di mercato pur non essendo direttamente presente sugli assi, è rappresentata dalla grandezza del "cerchio" emblema di ciascuna impresa leader; fonte: Nostra elaborazione

La conformazione del grafico delinea la presenza di sette "regioni" in cui si concentrano le aziende dominanti. I quadranti del piano cartesiano interessati sono solo due, il primo e il secondo. In quest'ultimo si trovano le imprese che hanno ricevuto un punteggio pari a 3 per la "gamma prodotti" e un voto che varia tra 1 e 2 per la "produzione". Nel primo quadrante invece la densità delle società leader nel settore del comfort termico aumenta (le restanti cinque regioni si collocano in quest'area). In peculiare, nella 7° regione spicca l'azienda marchigiana Ariston Thermo Group (rappresentata dal pallino rosso) che svetta sugli altri competitors, insieme al colosso olandese BDR Thermea. Oltre a tale analisi realizzata autonomamente col supporto di dati e statistiche raccolti da bilanci e report ufficiali, il gruppo strategico della società fabrianese ha effettuato internamente uno studio circa il posizionamento competitivo di Ariston Thermo Group in Italia.

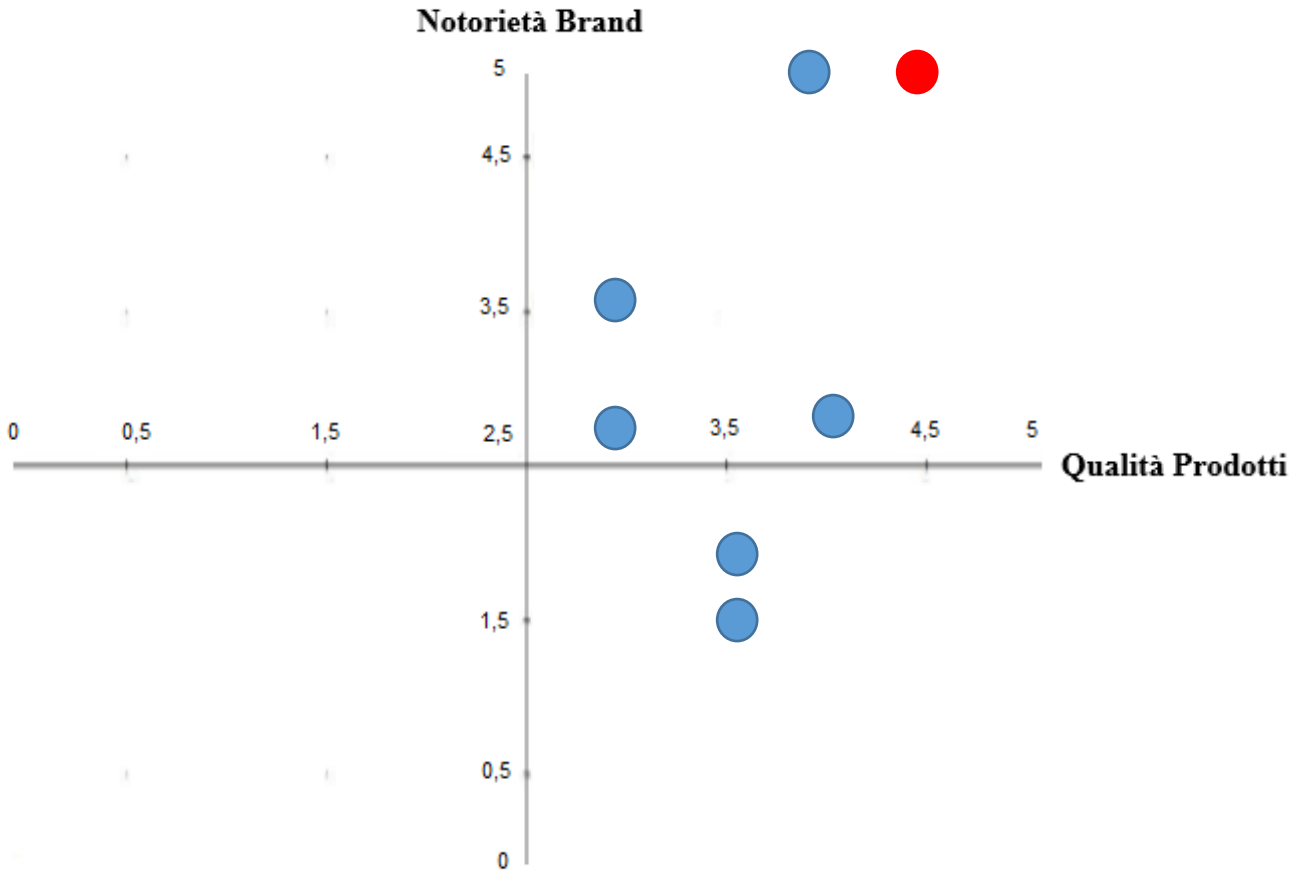


Grafico 19: Analisi posizionamento competitivo Ariston Thermo Group[112]

[112] Todaro Cettina (2017), "Strategy Group" Ariston Thermo Group Spa

Nonostante le variabili lungo gli assi siano differenti, i nomi dei competitors, le relative quote di mercato non siano presenti (informazione non disponibile a causa della sensibilità dei dati) e il numero delle società sia ridotto (non tutti le società leader operano in questo territorio geografico), la ricerca condotta all'interno della società marchigiana (limitata al mercato italiano) porta risultati simili se non analoghi a quelli validi a livello globale evidenziati precedentemente (Grafico 18: Analisi posizionamento competitivo).

3 L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DI ARISTON THERMO GROUP

3.1 IL RAPIDO PERCORSO DI ESPANSIONE GLOBALE

La ramificazione e l'insediamento di Ariston Thermo Group in diversi territori e mercati geografici è il risultato di un minuzioso processo di internazionalizzazione meticolosamente programmato. Le operazioni di M&A sono gli strumenti prediletti tramite i quali la società marchigiana ha conseguito la sua sbalorditiva crescita globale. I motivi per cui questa modalità di entrata in diversi mercati è stata preferita e privilegiata ad altre, sono rintracciabili nell'ampia letteratura esistente, esaminata in precedenza (capitolo 1 Review del cross-border M&A e ruolo delle Human Resources, paragrafo 1.1 M&A come metodo di internazionalizzazione). Le aziende acquisite dal gruppo con sede a Fabriano sono varie: Elco-Cuenod, Rendamax, Chaffoteaux, MHS Boilers, Cipag-Domotec, DhE, Heat Tech Geysers, ATAG, Gastech-Energi, SPM Innovation, NTI, HTP.

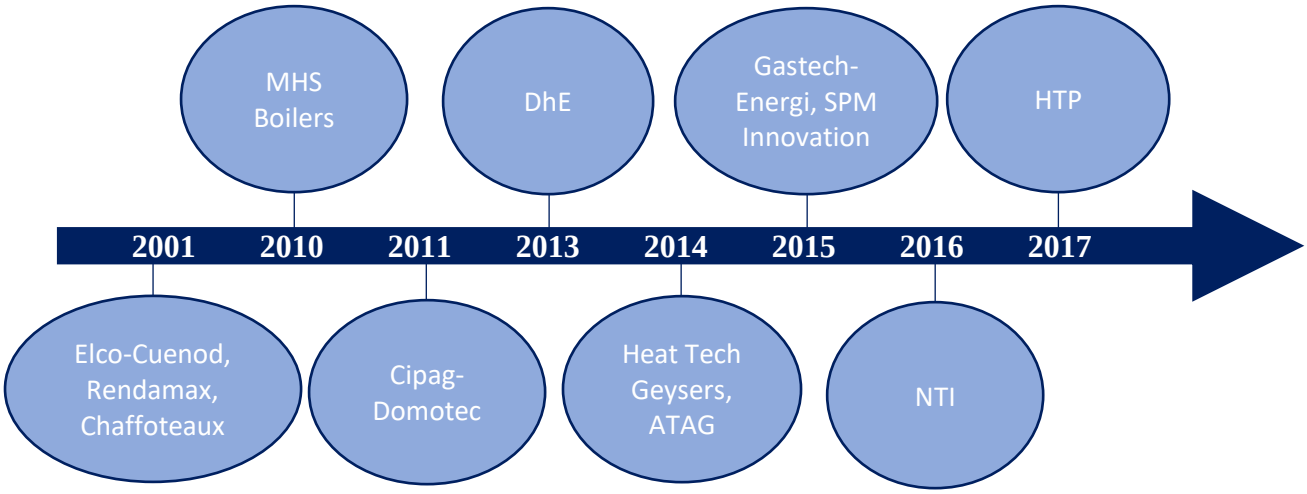


Grafico 20: Operazioni di M&A condotte da Ariston Thermo Group[113]

Il grafico mostra tutte le operazioni di fusione e acquisizione internazionali condotte dalla società Ariston Thermo Group. L'incipit di questo percorso di M&A risale all'alba del ventunesimo secolo. Nel 2001 l'impresa marchigiana effettua il primo

[113] Company Profile 2017, Ariston Thermo Group; Todaro Cettina (2017), "Strategy Group" Ariston Thermo Group Spa

blocco di acquisizioni. Tra le aziende "prede" di Ariston Thermo vi è la società franco-svizzera Elco-Cuenod Group. Questa impresa con oltre 80 anni di storia alle spalle, opera sia nel settore del comfort termico sia nel business dei bruciatori. Il mercato geografico di principale interesse è quello dell'Europa occidentale. In virtù di queste informazioni i ratio di fondo che hanno portato Ariston Thermo alla acquisizione di Elco-Cuenod Group sono essenzialmente due: il consolidamento della posizione competitiva nel vecchio continente e il rafforzamento del business dei bruciatori. Oltre a questi due obiettivi fondamentali, ulteriori benefici sono stati intravisti nell'operazione di acquisizione di Elco-Cuenod Group: dalla condivisione di conoscenza tecnologica e know-how (dato il profuso e considerevole impegno che l'azienda franco-svizzera riserva all'innovazione), alla emulazione del servizio di assistenza offerto dalla società acquisita, considerato un benchmark per la sua indiscutibile qualità e affidabilità (il supporto tecnico di Elco-Cuenod Group è attivo 24 ore su 24 per 365 giorni l'anno).[114] I ratio che hanno caratterizzato l'acquisizione dell'impresa elvetica sono gli stessi che hanno guidato le operazioni di M&A relative all'azienda olandese Rendamax e alla società francese Chaffoteaux. Con la conclusione di tali processi di cross-border M&A, l'impresa con sede a Fabriano ha conseguito una crescita rapida e intensa, raddoppiando quasi il suo fatturato nel giro di un esercizio economico (nel 2001 i ricavi di vendita sono stati pari a 948 milioni di Euro rispetto ai 500 milioni di Euro del 2000).[115] Dopo questo ingresso dinamico ed esaltante nel mondo delle operazioni di finanza straordinaria da parte di Ariston Thermo Group, la stessa azienda ha atteso quasi un decennio prima di effettuare ulteriori acquisizioni, riorganizzando la propria struttura interna durante questo periodo di pausa. Nel 2010 l'ormai multinazionale impresa marchigiana, effettua un altro progetto di cross-border M&A: l'acquisizione di MHS Boilers (società inglese impegnata nella produzione di scaldabagni e output rinnovabili fondata nel 1980 da John Bradley e Michael Mainstone)[116] per mano dell'azienda Elco (parte di Elco-Cuenod Group).[117] I vantaggi connessi a tale operazioni sono stati significativi per tutte le parti coinvolte: MHS Bolilers ha potuto implementare e intensificare l'attività di R&S grazie all'accesso alla gamma di output altamente tecnologici di Ariston Thermo

[114] Press Kit 2017, Ariston Thermo Group
[115] Milano Finanza (2003) "Merloni, raddoppiato il fatturato"
[116] History, MHS Boilers
[117] A sua volta facente parte di Ariston Thermo Group

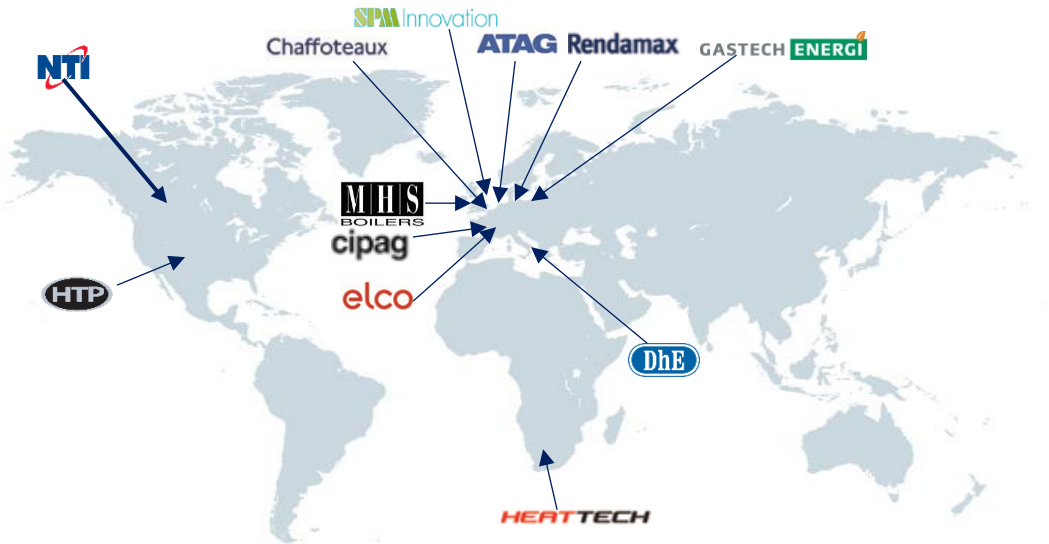
Group. A sua volta l'azienda con sede a Fabriano è riuscita a penetrare in un mercato dove la sua presenza e importanza è limitata, quello britannico. Il brand MHS Boilers possiede un elevato grado di notorietà nel Regno Unito in virtù dell'ampia offerta di prodotti competitivi venduti sia all'ingrosso che al dettaglio.[118] Nel 2011 Ariston Thermo Group completa un'altra operazione di M&A internazionale: l'acquisizione tramite Elcotherm AG (sempre appartenente al gruppo Elco-Cuenod), della società svizzera Cipag SA e della sua controllata Domotec SA. In questa operazione si ritrovano elementi caratterizzanti i progetti di M&A precedenti: i ratio che guidano l'acquisizione di Cipag SA e della sua controllata Domotec SA, sono gli stessi che hanno contraddistinto le operazioni di finanza straordinaria del 2001 relative alle aziende Elco-Cuenod, Rendamax e Chaffoteaux (l'interesse che Ariston Thermo nutre per l'azienda elvetica Cipag SA scaturisce dalla solida posizione che ricopre nel mercato svizzero e in quello dell'Europa continentale);[119] invece la modalità tecnica con cui si esegue il progetto di M&A di Cipag SA è la medesima di quella attuata per l'acquisizione dell'impresa britannica MHS Boilers conseguita nel 2010 (il processo di compravendita viene definito indiretto poiché Ariston Thermo non partecipa direttamente all'affare ma una sua controllata, Elcotherm, ha il ruolo di "soggetto promotore").[120] Nel 2013 un ulteriore passo in avanti per la crescita dimensionale della società con sede a Fabriano è stato compiuto: l'acquisizione di DhE, azienda italiana impegnata nella produzione di componenti per i sistemi di riscaldamento.[121] Nonostante questa operazione di M&A si distacchi dalle precedenti per una peculiarità significativa (l'affare ha interessato un attore economico appartenente allo stesso territorio geografico di Ariston Thermo), tale acquisizione risulta nevralgica poiché finalizzata al supporto del core business dell'impresa marchigiana (l'internalizzazione di parte della filiera produttiva a monte è una strategia fondamentale per aumentare il livello di indipendenza dai fornitori).[122] Anche il 2014 è stato un anno molto proficuo per Ariston Thermo Group sotto il

[118] Heating and Ventilating (2010) "MHS Boilers becomes part of ELCO"
[119] Company Profile 2017, Ariston Thermo Group
[120] Le modalità di acquisizione indiretta sono dei meccanismi di entrata molto diffusi. Oltre ad Ariston Thermo Group molte altre società hanno attuato tale strategia; l'azienda danese Calsberg operante nel mercato della birra ha effettuato varie acquisizioni indirette per penetrare nel mercato polacco come si evince dalla fonte:
Meyer, K. E., & Tran, Y. T. T. (2006), "Market penetration and acquisition strategies for emerging economies. Long Range Planning" 39(2), 177-197
[121] Quality and Reliability, DhE Industrial Heaters
[122] Company Profile 2014, Ariston Thermo Group

profilo delle operazioni di finanza straordinaria condotte e completate. Le società acquisite sono state due: Heat Tech Geysers e ATAG. La prima azienda opera in un mercato geografico molto diverso dalla realtà europea, quello africano. Il suo acquisto da parte dell'azienda fondata da Aristide Merloni oltre che una strategia di rapida penetrazione in un territorio peculiare e quasi sconosciuto (in cui si stima un crescita di circa l'8% annuo per il mercato del comfort termico),[123] costituisce una sfida altamente ambiziosa. Heat Tech Geysers è un'impresa fondata nel 2010, con sede a Centurion in Sud Africa e con un fatturato che ha toccato i 15 milioni di Euro nel 2013. Il segmento di mercato degli scaldacqua rappresenta il core business della società che offre i propri prodotti in numerosi territori (Mozambico, Namibia, Botswana, Swaziland e ovviamente lo stesso Sud Africa).[124] ATAG heating invece è un'azienda olandese che opera nel mercato delle caldaie (specializzata nella produzione di caldaie a condensazione) e che vanta nel 2013 ricavi di vendita pari a 53 milioni di Euro. I motivi che hanno condotto al processo di acquisizione di questa realtà economica sono naturalmente differenti da quelli caratterizzanti il progetto di cross-border M&A di Heat Tech Geysers. Nello specifico, l'obiettivo della multinazionale marchigiana è stato quello di rafforzare la sua posizione competitiva nei Paesi Bassi, nazione dove molteplici suoi competitors sono presenti (Bosch e Thermea primi fra tutti).[125] Il beneficio primario intravisto nel connubio tra ATAG e Ariston Thermo Group dai vertici aziendali di entrambe le realtà economiche è quello di poter migliorare e implementare l'attività di R&S (la finalità principale dell'affare è la costruzione di una solida piattaforma tecnologica che permetta di produrre output a basso costo e altamente efficienti con una conseguente riduzione delle emissioni di CO_2).[126] Ariston Thermo Group comincia il 2015 portando avanti la sua vecchia e ormai assodata strategia, imporsi all'interno del mercato europeo. I fatti confermano questa volontà indissolubile dell'azienda marchigiana; vengono acquisite la società francese SPM Innovation e la danese Gastech-Energi. Quest'ultima è un'impresa che presenta un fatturato pari a 26 milioni di Euro e 150 addetti alle sue dipendenze.[127] I vertici aziendali di Ariston Thermo hanno dichiarato la possibilità di concretizzare molteplici sinergie

[123] Translink Corporate Finance (2014) "Ariston Thermo Group invests in growth by acquiring South African Heat Tech Geysers (Italy, South Africa)"
[124] Bloomberg (2017) "Company Overview of Heat Tech Geysers (Pty) Ltd"
[125] Delta Energy and Environment (2014) "Ariston's acquisition of ATAG gives them a platform to grow in the Netherlands"
[126] Architects Data File (2014) "Ariston announces the acquisition of ATAG Heating"
[127] ANSA (2015) "Ariston Thermo, utile in crescita"

operative con la società danese che opera in un territorio geografico in cui l'azienda marchigiana non è direttamente presente.[128] Il processo di cross-border M&A completato nei confronti di SPM Innovation, oltre a rafforzare la posizione di Ariston Thermo in Europa, ha come finalità quella di sviluppare il business dei bruciatori.[129] Tra le acquisizioni recenti si devono ricordare quella dell'azienda canadese NTI nel 2016 e dell'impresa statunitense HTP nel 2017. Con questi due processi di M&A intercontinentali la società marchigiana segna un traguardo storico: l'ingresso nel mercato del comfort termico nord americano. NTI fondata nel 1967 da Malcolm Dennison con sede legale a New Brunswick, è un'azienda attiva nel settore degli scaldacqua ad alta efficienza energetica. La sua straordinaria crescita negli ultimi anni ha suscitato l'interesse di Ariston Thermo che ha intravisto nel connubio con la società canadese diversi vantaggi: dall'entrata in un nuovo e proficuo mercato (quello americano), alla possibilità di condividere conoscenze tecnologiche avanzate concernenti il business degli output rinnovabili.[130] HTP invece è una società con sede a New Bedford in Massachusetts che vanta un personale di 235 addetti. Tra le varie imprese prede del processo di espansione internazionale di Ariston Thermo Group, l'azienda statunitense è quella che presenta il più alto fatturato (circa 80 milioni di Euro) e un tasso di crescita impressionante (in doppia cifra da oltre cinque anni). I ratio che hanno guidato all'acquisizione di HTP sono gli stessi di quelli alla base dell'affare NTI.[131] I grafici successivi mostrano rispettivamente i territori dove Ariston Thermo Group opera grazie a società controllate e la presenza a livello globale dell'azienda marchigiana.



[128] Milano Finanza (2015) "Ariston Thermo acquisice società danese Gastech-Energi"
[129] Milano Finanza (2015) "Ariston Thermo: utile netto 2015 sale a 80 mln (+9,6% a/a)"
[130] NTI (2016) "Ariston Thermo acquires NY thermal Inc."
[131] Di Vico Dario (2017) "Ariston Thermo compra e raddoppia negli USA" Corriere della Sera

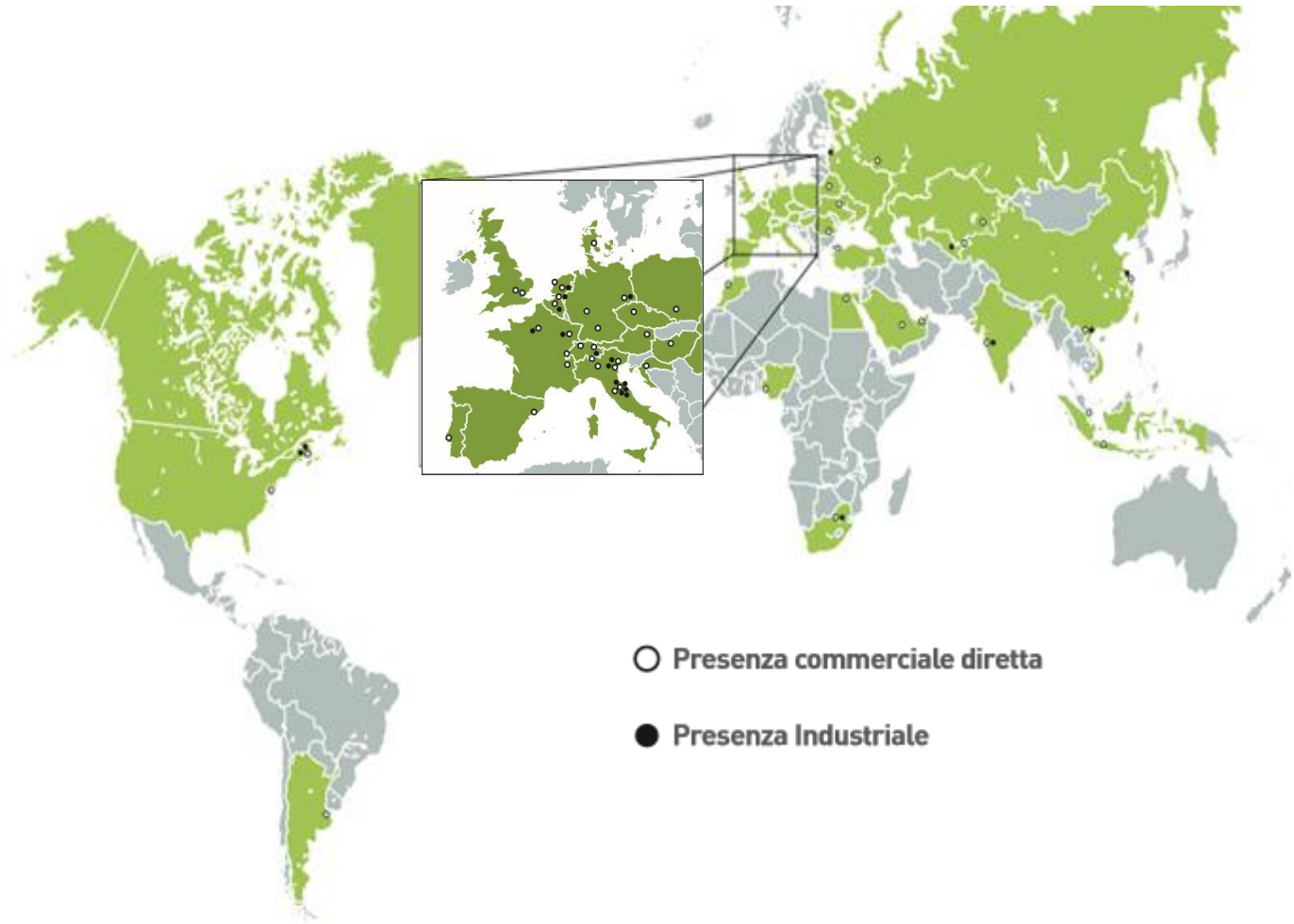


Grafico 21: Presenza globale di Ariston Thermo Group[132]

L'impresa multinazionale fabrianese possiede 22 siti produttivi distribuiti in ben 13 paesi differenti, 59 società operative e 8 uffici di rappresentanza dislocati in 36 diverse nazioni.

Presentato questo peculiare processo di espansione il cui ritmo è stato dettato principalmente dalle operazioni di acquisizione e fusione condotte dell'azienda marchigiana, è abbastanza immediato il collegamento con uno dei più famosi riferimenti teorici analizzati nella prima parte dell'elaborato (capitolo 1 Review del cross-border M&A e ruolo delle Human Resources, paragrafo 1.1 M&A come metodo di internazionalizzazione): il modello di Uppsala. Il percorso di internazionalizzazione di Ariston Thermo Group tramite progetti di cross-border M&A è avvenuto per gradi o stadi:

[132] Company Profile 2017, Ariston Thermo Group

- le prime acquisizioni si sono concentrate nel vecchio continente;
- nel 2014 c'è stato il primo processo di M&A intercontinentale che ha interessato l'Africa (Heat Tech Geysers);
- nel biennio 2016/2017 vi è stata l'entrata nel territorio nord americano.

Se nel modello di Uppsala gli stadi dell'internazionalizzazione dipendono dallo sforzo economico e dalla quantità di risorse utilizzate, nel processo di espansione di Ariston Thermo Group le varie fasi sono correlate alla distanza geografica del territorio in cui opera l'azienda target.

3.2 ARISTON THERMO E I PROGETTI DI CROSS-BORDER M&A

Assodata l'importanza dei processi di M&A come modalità di internazionalizzazione (capitolo 1 Review del cross-border M&A e ruolo delle Human Resources, paragrafo 1.1 M&A come metodo di internazionalizzazione), delineato il ruolo nevralgico che le risorse umane ricoprono in questi progetti (capitolo 1 Review del cross-border M&A e ruolo delle Human Resources, paragrafo 1.3 Il ruolo delle Human Resources nei cross-border M&A: l'importanza della leadership), studiato il mercato del comfort termico (capitolo 2 Il settore del comfort termico, paragrafo 2.1 Analisi del business) e definito il percorso di espansione globale di Ariston Thermo Group (capitolo 3 L'internazionalizzazione di Ariston Thermo Group, paragrafo 3.1 Il rapido percorso di espansione globale), non resta che esaminare come la multinazionale con sede a Fabriano prepara, organizza, sviluppa e gestisce le operazione di fusione e acquisizione. Al fine di rendere il più attendibile e meticoloso possibile tale studio, si sono intervistate alcune delle figure chiave coinvolte direttamente nei processi di M&A promossi da Ariston Thermo Group. Le domande rivolte sono le seguenti:

1. Quale è il ritmo di crescita del settore del comfort termico? Le aziende leader possono incrementare ulteriormente la loro quota di mercato? Quale è il business più redditizio per Ariston (bruciatori, componenti, comfort termico)?
2. Quali sono i drivers che guidano le operazioni di fusione e acquisizione della società marchigiana?
3. Nel caso di M&A finalizzato all'acquisizione di know-how, c'è un processo che faciliti il trasferimento di conoscenza dall'impresa acquisita a quella promotrice? Solitamente il know-how viene identificato come esperienza accumulata dal personale (tacita) o sviluppo di tecnologie concernenti prodotti e processi (codificata o esplicita)? In quale situazione vi è una maggiore difficoltà di trasferimento della conoscenza?
4. Come si articola il processo di M&A condotto da Ariston?
5. Quali sono le differenze procedurali tra l'acquisire una piccola società e una grande azienda?
6. Viene concesso un più alto grado di autonomia operativa alle imprese di maggiori dimensione alla fine del processo di M&A?

7. L'operazione di fusione e acquisizione comporta un'integrazione tra le società immediata o graduale? Quali sono le motivazioni che giustificano questa modalità di processo?

8. L'azienda acquisita rimane autonoma sotto il profilo operativo? Se sì, per quale motivo?

9. Vi è un flusso di comunicazione tra le realtà coinvolte nel progetto di M&A? Quale è la finalità di questo scambio di informazioni?

10. Quale approccio viene utilizzato per allineare le varie realtà aziendali dal punto di vista di valori, obiettivi e visione?

11. Viene applicato un approccio differente in base al contesto culturale della società acquisita o c'è un metodo standard indipendente dalla vicinanza culturale?

12. Quale è il ruolo delle risorse umane nelle operazioni di M&A? In che fase del progetto vengono coinvolte?

13. Esiste un particolare programma di leadership ideato da Ariston?

14. Quale è il ruolo del leader/manager? In che modo il suo coinvolgimento influisce sul grado di autonomia dell'acquisita o sulla permanenza di personale nella nuova realtà economica?

15. Quale è l'attività principale nei confronti del capitale umano dell'impresa acquisita (taglio teste, individuare e trattenere i talenti …)?

16. Al personale chiave viene concesso qualche benefit per trattenerlo nella nuova realtà aziendale?

Alla prima domanda è stata fornita una risposta meticolosa grazie all'ausilio statistico fornito dal gruppo di marketing intelligence di Ariston Thermo (il cui quartier generale è sito a Milano). Il ritmo di crescita del settore del comfort termico in media è positivo: ciò nonostante vi sono differenze sensibili tra i trend che contraddistinguono i diversi segmenti del business. Nello specifico, il mercato delle caldaie registra una crescita annua che si aggira tra lo 0,5 e l'1% nei paesi sviluppati (mercato europeo e nordamericano) e tra il 5 e il 10% nelle nazioni emergenti (le realtà geografiche appartenenti al continente asiatico su tutte). La situazione è sostanzialmente analoga per il settore degli scaldacqua: nel vecchio continente e nell'America settentrionale, la crescita del mercato è circa l'1% mentre nei paesi emergenti oscilla tra il 7 e il 10%. Un segmento di business molto appetibile per

quanto concerne questo trend è quello degli output rinnovabili[133]: il ritmo di crescita annua è in doppia cifra da molto tempo.[134] Un altro risultato positivo si osserva dalle statistiche concernenti la crescita delle imprese leader operanti nel settore. Le società dominanti incrementano continuamente la loro quota di mercato con modalità diverse a seconda del territorio di riferimento: attuano progetti di M&A nei paesi sviluppati dove l'ambiente competitivo è più statico ed effettuano investimenti diretti nei mercati emergenti, per rimanere al passo con l'inarrestabile ritmo di espansione che contraddistingue il business e il paese di riferimento. Focalizzandosi sull'azienda marchigiana, Ivan Auriemma (membro del gruppo strategico di Ariston Thermo) dichiara che il settore più profittevole e redditizio per la società fabrianese è quello del comfort termico. Gli altri due businesses nonostante il loro limitato impatto sul fatturato (capitolo 2 Il settore del comfort termico, paragrafo 2.2 Posizionamento competitivo Ariston Thermo Group), rimangono segmenti nevralgici.

Sempre Ivan Auriemma in merito al secondo quesito afferma che i progetti di cross-border M&A condotti da Ariston Thermo Group non sono mai condizionati da motivazioni di natura finanziaria; a differenza di molte imprese attive nel sistema bancario o aziende quotate, non si architettano processi di acquisizione al fine di migliorare parametri come il fatturato o l'EBITDA.[135] Le ragioni che guidano i processi di M&A dell'azienda marchigiana sono essenzialmente tre: entrare in un nuovo mercato o rafforzare la posizione competitiva in un determinato territorio, acquisire tecnologie e innovazioni, concretizzare sinergie industriali. Il fattore che accomuna tutte le precedenti motivazioni è la creazione di valore nel lungo periodo: poter ottenere e usufruire gradualmente di tutti i benefici derivanti dalle operazioni di acquisizione e fusione è la priorità per Ariston Thermo Group.

Con il terzo quesito si iniziano ad analizzare più approfonditamente tecnicismi e peculiarità celati nelle operazioni di M&A. Cettina Todaro (anche lei membro del gruppo strategico di Ariston Thermo), afferma che l'azienda marchigiana non possiede un processo standard e universale che faciliti il trasferimento di

[133] Tra i prodotti in discussione emergono su tutti le pompe di calore per il riscaldamento degli ambienti e dell'acqua
[134] Il gruppo di marketing intelligence afferma che la Francia, l'Olanda e la Danimarca sono tra i primi paesi per crescita del business degli output rinnovabili
[135] Uhrig, C. (2007), "Recent Trends in the Mergers & Acquisitions and Private Equity Markets" Presentation to the.

conoscenza dall'impresa target a quella promotrice. I procedimenti che si applicano sono due e variano a seconda della natura della conoscenza: se è tacita[136] Ariston Thermo invia del personale presso l'impresa acquisita (come nel caso della società canadese NTI), se è esplicita[137] le realtà economiche coinvolte organizzano delle riunioni con lo scopo di individuare l'area da migliorare, capire come implementare il processo o la procedura e infine passare all'attuazione di quanto pianificato. Cettina Todaro, grazie ai suoi anni di esperienza nel campo delle acquisizioni e fusioni, dichiara che la società marchigiana effettua progetti di M&A finalizzati all'impossessamento di know-how a prescindere dalla natura intrinseca della conoscenza. La responsabile del gruppo strategico afferma inoltre che i processi di trasferimento del know-how sono tanto più difficili quanto complessi quando la natura della conoscenza è tacita. Questo è dovuto alla diffidenza che gli stakeholders dell'azienda target nutrono nei confronti della società acquirente e nel suo modus operandi.

In merito alla quarta domanda, concernente l'articolazione delle operazioni di M&A di Ariston Thermo, Cettina Todaro dichiara che tali progetti seguono un processo standard:

- attività di "scouting" (in base ai drivers aziendali, società di consulenza e membri interni alla multinazionale fabrianese, definiscono il bacino di potenziali imprese target);
- selezione dell'azienda da acquisire e pre-due diligence (si dà avvio a uno scambio di informazioni pubbliche tra Ariston Thermo e la target per capire approfonditamente il suo business);
- contatto diretto o indiretto (tramite società di consulenza) tra le società coinvolte;
- firma dei contratti di no disclosure agreement (NDA) e intensificazione del processo di scambio delle informazioni e delle analisi (dati più sensibili);

[136] La conoscenza tacita viene intesa come la capacità di gestire e dare continuità alla relazione commerciale tra l'impresa acquisita e l'insieme di stakeholders con cui comunica quotidianamente (fornitori, clienti, installatori e molti altri)

[137] Come per la conoscenza tacita anche nel caso di quella esplicita bisogna adattare il concetto teorico a quello che si ritrova nel business del comfort termico. Con il termine conoscenza codificata si indicano l'insieme di competenze o procedure necessarie per l'attuazione di un processo e per la realizzazione di un prodotto

- strutturazione della proposta di acquisto non vincolante (che comprende la quota della target oggetto della contrattazione, prezzo della transazione, modalità di pagamento e altri fattori);
- processo di due diligence. In questa fase consulenti esterni analizzano dettagliatamente diversi aspetti: finanziario, legale, fiscale e in alcuni casi ambientalistico (quando nella trattativa rientrano stabilimenti produttivi);
- stesura, firma dei contratti (tra cui quello di compravendita) e pagamento effettivo.[138]

Per quanto concerne il quinto quesito, Cettina Todaro afferma che il gruppo marchigiano nel caso in cui la società target abbia una dimensione ridotta attua una procedura di acquisizione snella: il numero dei consulenti è sensibilmente inferiore, come la quantità di statistiche raccolte e visionate (alcune fasi di analisi riguardanti la società bersaglio si saltano o si effettuano superficialmente). Nonostante la dimensione delle aziende acquisite da Ariston Thermo Group, sia esigua rispetto al colosso di Fabriano, la procedura attuata è stata sempre quella completa (descritta nella risposta precedente).

Sulla falsa riga della quinta domanda, anche la sesta indaga su quelle che possono essere le differenze tra l'acquisire una società di piccola o grande dimensione. In questo caso il fattore da approfondire è il grado di autonomia lasciato all'azienda bersaglio successivamente al processo di M&A. Cettina Todaro dichiara che la grandezza dell'acquisita non influisce sul livello di indipendenza operativa lasciato alla società ma sono altri i drivers che definiscono il grado di autonomia dell'azienda target. Se Ariston Thermo Group grazie all'acquisizione di una società entra in un nuovo mercato, all'impresa inglobata vengono lasciati ampi margini di manovra operativa poiché ha conoscenze solide e approfondite dell'ambiente competitivo di appartenenza.

In merito al settimo quesito Ivan Auriemma argomenta che Ariston Thermo Group porta avanti solo acquisizioni con processi di integrazione graduali; tale modus operandi è finalizzato a preservare l'autonomia e le potenzialità dell'azienda

[138] Per uno studio più approfondito delle singole fasi che contraddistinguono il processo di M&A, si veda (capitolo 1 Review del cross-border M&A e ruolo delle Human Resources, paragrafo 1.2 Il processo di M&A e le criticità relative all'internazionalizzazione)

bersaglio. Con i progetti di M&A, la multinazionale marchigiana acquista piccole quote della target così da poter collaborare (almeno inizialmente) con il vecchio proprietario e gestire insieme la nuova realtà economica. Ciò che emerge da questa strategia amministrativa attuata dalla multinazionale di Fabriano, è l'enorme importanza che assume l'esperienza del management nel settore del comfort termico. Ripercorrendo il percorso di espansione globale di Ariston Thermo, il responsabile afferma che solo in un caso l'integrazione con la realtà aziendale acquisita è stata immediata.[139]

Per quanto concerne la domanda numero otto, sempre Ivan Auriemma afferma che il grado di autonomia lasciato alle imprese acquisite è alto, soprattutto nel periodo successivo alla conclusione del processo di M&A. Tale risposta è coerente con quanto detto precedentemente (procedimento di integrazione graduale) e con l'obiettivo nevralgico di Ariston Thermo (sfruttamento delle potenzialità dell'azienda bersaglio). Il membro del gruppo strategico è convinto che un ampio livello di autonomia all'inizio (almeno), possa incidere significativamente e positivamente sulle performance della realtà economica come singola entità ma soprattutto come unità operativa di Ariston Thermo.

Sul nono quesito interviene Cettina Todaro; la responsabile definisce fondamentale per il successo del progetto di M&A, lo scambio di informazioni tra le entità coinvolte. Questa attività di comunicazione deve essere continua e intensa; nelle operazioni di fusione e acquisizione condotte da Ariston Thermo, il flusso di informazioni tra la società promotrice e la preda comincia già durante la fase di preparazione (Tabella 2: Fasi principali del processo di M&A). Così operando, fin dall'inizio si individuano i benefici potenziali che il progetto di fusione e acquisizione può originare.

In merito al processo di allineamento di visione e valori delle realtà aziendali (domanda dieci e undici), Cettina Todaro afferma che nonostante l'ampio grado di autonomia operativa concessa alle società bersaglio, le stesse devono adeguarsi a obiettivi, valori, visione e missione dell'azienda marchigiana. La logica sottostante

[139] L'acquisizione di cui si parla è quella della società sudafricana Heat Tech Geysers, avvenuta nel 2014. In questo caso l'imprenditore ha avuto l'esigenza di vendere immediatamente e dunque in blocco l'impresa, per motivi di natura personale

è che il soggetto economico di maggiore dimensione (dominante) comanda e quello più piccolo deve sottostare agli ordini. Questa situazione si ritrova in ogni singolo progetto di M&A eseguito da Ariston Thermo poiché le imprese prede hanno sempre una dimensione di gran lunga inferiore rispetto alla società promotrice. Da queste considerazioni emerge chiaramente che il contesto culturale di appartenenza dell'azienda bersaglio non incide minimamente sulla procedura di allineamento tra le realtà economiche coinvolte nell'operazione di M&A.

Sulla domanda numero dodici, è intervenuto il dipartimento HR strategico (anch'esso con sede a Milano)[140] affermando che nei progetti di M&A il ruolo delle risorse umane si concentra soprattutto nella fase di integrazione o epilogo (Tabella 2: Fasi principali del processo di M&A). In questo stadio si avviano una serie di attività sia per la costruzione di relazioni e rapporti positivi tra i membri delle realtà economiche sia per il trasferimento della conoscenza dal soggetto acquisto verso il promotore, come già dettagliatamente descritto nella risposta al terzo quesito. Per rendere questa attività di impossessamento di know-how il più profittevole possibile l'ufficio HR deve eseguire numerosi studi affinché vincoli di natura sociale o culturale non influiscano negativamente.

Restando sempre all'interno del mondo delle risorse umane, il dipartimento HR ha risposto al tredicesimo e al quattordicesimo quesito dichiarando che Ariston Thermo Group non possiede un vero e proprio programma di leadership bensì attua una procedura di insediamento finalizzata all'allineamento delle performance aziendali: una persona "nativa" della società marchigiana viene inviata presso la realtà economica acquisita e coopera con i vertici dell'impresa bersaglio per raggiungere gli ambiziosi obiettivi operativi definiti congiuntamente dal presidente esecutivo e dall'amministratore delegato del gruppo multinazionale di Fabriano. In alcuni casi, il processo di insediamento non viene attuato: l'allineamento sui risultati che la società target deve conseguire avviene tramite un fitto scambio di informazioni e comunicazione tra l'imprenditore locale e i vertici aziendali di Ariston Thermo Group.[141] Un recente esempio di attività di "leadership" attuata

[140] Ovviamente per motivi di natura logistica, potendo collaborare continuamente e strettamente con il gruppo strategico che gestisce le operazioni di fusione e acquisizione

[141] Questa modalità di presidio a distanza viene applicata solo quando la società bersaglio opera in mercati e territori poco distanti da un punto di vista culturale e geografico

dalla multinazionale di Fabriano è quello che ha visto protagonista l'azienda canadese NTI; definiti gli obiettivi nevralgici che determinati progetti devono raggiungere, è stato inviato sul posto un project manager con vari anni di esperienza accumulati all'interno di Ariston Thermo, al fine di vigilare e sovraintendere l'attività della società canadese. Un altro esempio è fornito dall'impresa olandese ATAG; in questo caso l'azienda fondata da Aristide Merloni, non ha inviato alcun responsabile interno sul campo. L'imprenditore della società dei Paesi Bassi si relaziona continuamente con l'amministratore delegato di Ariston Thermo Group.[142] L'ufficio delle risorse umane a seconda del programma di leadership, individua il leader in due differenti figure chiave: il vecchio imprenditore dell'impresa target o il responsabile nativo Ariston inviato in loco. Il ruolo principale delle seguenti figure è quello di controllare l'operato della società target, aggiornare continuamente i vertici aziendali dell'impresa marchigiana sullo sviluppo dell'attività economica nel mercato di riferimento e creare relazioni solide e competitivamente sane tra dipendenti e organizzazioni. Nonostante questi presidi o fitti flussi informativi, il grado di autonomia della società bersaglio non viene intaccato.

Sempre il dipartimento HR si incarica di rispondere alle ultime due domande. I responsabili di questa area aziendale affermano che l'attività principale nei confronti del capitale umano della società acquisita è quella di trattenere i talenti. Ogni singolo progetto di M&A genera panico nel personale dell'azienda bersaglio, tale situazione può incidere negativamente sulla bontà dell'operazione di acquisizione. Per evitare tutto ciò e incentivare il personale chiave a restare all'interno della nuova realtà economica, vengono stipulati dei contratti nuovi e vantaggiosi. Questa politica nei confronti del capitale umano della target, dispendiosa dal punto di vista economico, è attuata proprio perché il personale possiede il know-how e la conoscenza, uno dei drivers caratterizzante i progetti di M&A di Ariston Thermo Group.

L'intervista è stata realizzata tra Luglio e Settembre 2017, le figure chiave di Ariston Thermo Group che hanno gentilmente fornito un contributo importante per la realizzazione di questo elaborato sono le seguenti:

[142] Laurent Jacquemin, per maggiori informazioni si può consultare: Milano Finanza (2017) "Ariston Thermo: Laurent Jacquemin nominato nuovo Ceo"

Cettina Todaro responsabile del gruppo strategico di Milano, Ivan Auriemma co-responsabile del gruppo strategico di Milano, Francesca Saia responsabile dipartimento risorse umane di Milano e Silvia Iacchelli membro dell'ufficio HR di Fabriano.

Compreso a fondo il prezioso contributo del dipartimento HR e il modus operandi della società marchigiana in tema di M&A, per trarre delle conclusioni sull'affidabilità e sull'efficacia dei progetti di acquisizione elaborati da Ariston Thermo Group, si procede con l'introduzione del modello teorico perfezionato da Annette Ranft e Michael Lord (2002). Gli studiosi hanno effettuato una serie di interviste ai vertici aziendali di imprese operanti in mercati altamente innovativi e tecnologici (biotecnologie, componenti di computer, software, elettronica e telecomunicazione)[143], indagando sulle operazioni di M&A condotte da queste società nell'arco di trentasei mesi. Il modello è stato costruito approfondendo le tematiche nevralgiche e peculiari, illustrate di seguito.

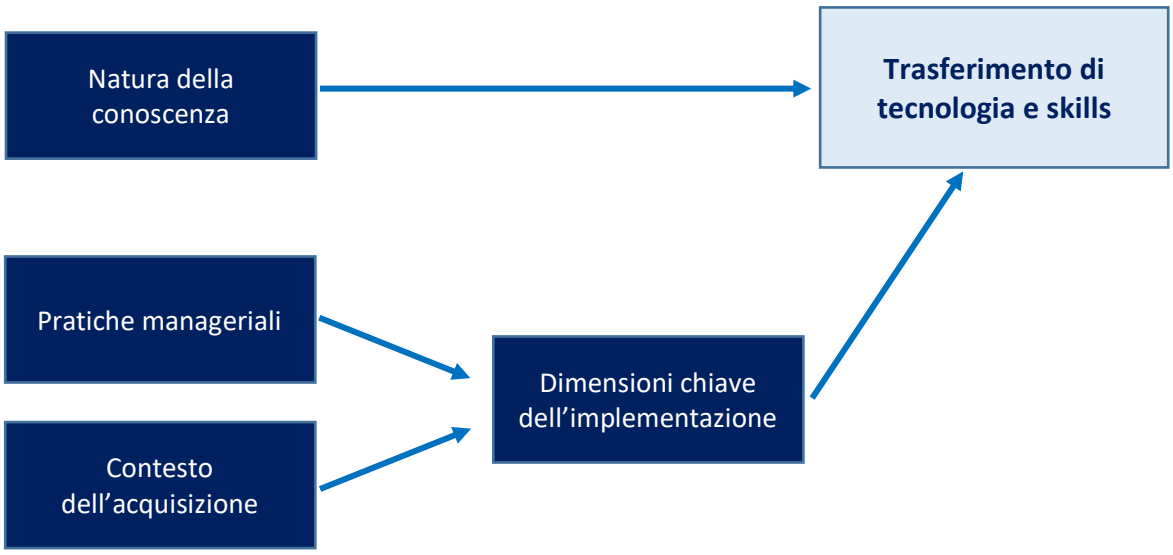


Grafico 22: Fattori per la costruzione del modello di Ranft e Lord[144]

[143] Ambienti economici competitivi analoghi al settore del comfort termico per il ruolo fondamentale che l'innovazione ricopre al suo interno

[144] Ranft, A. L., & Lord, M. D. (2002) "Acquiring new technologies and capabilities: A grounded model of acquisition implementation" Organization science, 13(4), 420-441

Come emerge chiaramente dal grafico, gli autori considerano il trasferimento di tecnologia la finalità ultima del processo di M&A, attorno al quale ruotano tutti gli altri fattori. Annette Ranft e Michael Lord valutati i progetti di fusione e acquisizione delle imprese operanti in settori altamente tecnologici tramite l'ausilio delle tematiche riportate nel grafico precedente, individuano tredici proposizioni caratterizzanti le operazioni di M&A finalizzate all'impossessamento di know-how:

1. Più la conoscenza è tacita e complessa, maggiore è la difficoltà di trasferirla dall'acquisita all'acquirente.
2. Durante l'acquisizione, maggiore è l'autonomia dell'impresa acquisita, maggiore è la preservazione di conoscenza.
3. Durante l'acquisizione, maggiore è l'autonomia dell'impresa acquisita, maggiore è l'inibizione del trasferimento di conoscenza.
4. Durante l'acquisizione, maggiore è la comunicazione tra le imprese, maggiore è la preservazione di conoscenza.
5. Durante l'acquisizione, maggiore è la comunicazione tra le imprese, maggiore è il trasferimento di conoscenza.
6. Un'acquisizione graduale è positivamente correlata con il grado di complessità della conoscenza.
7. Un'acquisizione graduale è positivamente correlata con il livello di autonomia dell'impresa acquisita.
8. Un'acquisizione graduale è positivamente correlata con la preservazione di conoscenza.
9. Durante l'acquisizione la ritenzione di personale chiave facilità la preservazione di conoscenza complessa e tacita.
10. La dimensione e le performance dell'acquisita sono correlate positivamente al suo grado di autonomia e alla ritenzione del personale e negativamente correlate con il livello di comunicazione tra imprese.
11. Maggiore è il coinvolgimento del manager nel processo di acquisizione, minore è il grado di autonomia dell'impresa e la ritenzione del personale.
12. Durante l'acquisizione più la conoscenza è tacita e complessa, maggiore sono gli incentivi finanziari finalizzati alla ritenzione del personale.

13. Durante l'acquisizione maggiore è l'impegno del promotore, maggiore è la comunicazione tra le organizzazioni e la ritenzione di personale chiave.

Per valutare il grado di comparabilità tra i progetti di M&A attuati da Ariston Thermo Group e il modello teorico ideato da Annette Ranft e Michael Lord, Cettina Todaro con l'ausilio del dipartimento HR della società marchigiana ha attribuito un valore (da 0 a 5) a ogni proposizione:[145]

Proposizioni	Valutazione
1	5
2	2
3	1
4	4
5	5
6	5
7	5
8	5
9	5
10	2
11	3
12	5
13	4

Grado di comparabilità	
0	0%
1	20%
2	40%
3	60%
4	80%
5	100%

Tabella 15: Compatibilità M&A Ariston Thermo e modello Ranft e Lord[146]

La media delle valutazioni attribuite alle varie proposizioni è pari a 3,92. In termini percentuali il grado di comparabilità delle procedure di M&A condotte dalla società marchigiana e il modello teorico è del 78,4%.[147] Questo risultato delinea la presenza di forti analogie tra i principi fondamentali su cui si fondano le acquisizioni di Ariston Thermo e le proposizioni individuate da Annette Ranft e Michael Lord. La

[145] 0 = scostamento modello teorico e metodologia Ariston
5 = coincidenza modello teorico e metodologia Ariston
[146] Fonte: Nostra elaborazione
[147] La conversione da 3,92 a 78,4% è stata ottenuta con una semplice proporzione:

$$100 : x = 5 : 3{,}92$$

correlazione positiva tra la gradualità del processo di integrazione e la complessità della conoscenza, l'autonomia dell'azienda target o la preservazione di know-how sono solo alcuni dei molti punti di incontro tangibili tra le due realtà (quella pratica di Ariston Thermo e quella teorica). Allo stesso tempo, la società di Fabriano si discosta completamente dalla terza proposizione delineata dal modello: durante il percorso di espansione internazionale, Ariston Thermo malgrado l'ampio livello di autonomia lasciato alle varie imprese target acquisite, ha incrementato considerevolmente il suo bacino di conoscenze tramite la diffusione di un consolidato processo di trasferimento e condivisione di know-how. Il connubio tra autonomia dell'azienda bersaglio e arricchimento tecnico conoscitivo dell'ente promotore, pur ambiguo è uno dei tratti peculiari caratterizzante i progetti di M&A eseguiti dalla società marchigiana. Il successo di questo paradigma viene spiegato riproponendo uno dei contributi teorici costituenti l'ampia letteratura illustrata precedentemente (capitolo 1 Review del cross-border M&A e ruolo delle Human Resources, paragrafo 1.3 Il ruolo delle Human Resources nei cross-border M&A: l'importanza della leadership). Il modello in questione è quello ideato da Sitkin e Pablo (2005), incentrato sulla leadership. Nelle acquisizioni condotte da Ariston Thermo Group (soprattutto nella fase di integrazione) la capacità di instaurare un rapporto solido tra le figure chiave della società marchigiana e il capitale umano dell'azienda target (dimensione personale nel modello di Sitkin e Pablo) e l'abilità di forgiare relazioni competitivamente sane tra i dipendenti delle diverse realtà economiche (dimensione relazionale nel modello di Sitkin e Pablo),[148] sono fattori propedeutici alla creazione di un clima di fiducia: questa atmosfera favorisce la condivisione di conoscenza e know-how preservando l'identità e l'autonomia delle imprese coinvolte.

[148] Todaro Cettina (2017), "Strategy Group" Ariston Thermo Group Spa

CONCLUSIONE

La ricerca eseguita all'interno del seguente elaborato è incentrata su una tematica che seppur consolidata, risulta tuttora attuale: i processi di M&A. L'enorme letteratura a disposizione evidenzia come questo argomento sia di primaria importanza per il sistema economico odierno. Nonostante siano stati formulati molteplici teoremi e idealizzati numerosi modelli sui processi di fusione e acquisizione internazionali, esaminando tutte le sfaccettature di queste operazioni, il seguente elaborato si pone l'obiettivo di indagare sui progetti di cross-border M&A come modalità di espansione aziendale e sul ruolo svolto dal dipartimento HR in questi processi. Avendo finalità di natura pratica, la ricerca presenta al suo interno un caso di studio concreto, quello rappresentato dalla società marchigiana Ariston Thermo Group. Alla fine del lavoro sono numerose le riflessioni e le considerazioni che emergono ma una primeggia su tutte in termini di significatività: l'attuale successo riscontrato da Ariston Thermo Group all'interno del mercato del comfort termico e le sue entusiasmanti prospettive di crescita, derivano principalmente dall'innata capacità imprenditoriale di gestire correttamente e meticolosamente il tanto intenso quanto insidioso processo di internazionalizzazione. Nello specifico il modus operandi concernente i progetti di cross-border M&A condotti dall'azienda marchigiana si erige come un complesso di pratiche di successo da cui molte altre imprese possono attingere, imparare e apprendere al fine di perfezionare il proprio bagaglio di know-how procedurale concernente le operazioni di finanza straordinaria. La moltitudine di progetti di cross-border M&A realizzati, la diversa collocazione temporale degli stessi, le peculiari criticità associate a ciascuna procedura, l'arricchimento di conoscenza di un team consolidato costituito da esperti, sono solo alcuni dei fattori chiave che hanno permesso all'azienda con sede a Fabriano di raggiungere una dimensione globale. Nell'ultima parte dell'elaborato, vengono analizzate due tematiche: il percorso di espansione di Ariston Thermo Group e il suo modus operandi circa i progetti di fusione e acquisizione (con un focus sul ruolo del dipartimento delle risorse umane). Da un punto di vista procedurale, tale ricerca è stata eseguita grazie alla realizzazione di una serie di interviste rivolte ad alcuni dei responsabili di Ariston Thermo Group direttamente coinvolti nelle operazioni di finanza straordinaria.

Per quanto concerne il primo tema (l'espansione oltre i confini nazionali e continentali della società marchigiana), si è riscontrato un grado di analogia significativo con il modello teorico di Uppsala (1977). La multinazionale con sede a Fabriano ha organizzato i propri processi di cross-border M&A gradualmente così da entrare in mercati e territori via via sempre più distanti e lontani culturalmente dall'Italia. Inizialmente le operazioni di fusione e acquisizione di Ariston Thermo Group si sono concentrate nel vecchio continente (nello specifico nell'Europa continentale). Negli ultimi anni (precisamente nel 2014 e nel biennio 2016/2017) invece la società marchigiana ha ampliato i propri orizzonti e ha effettuato acquisizioni di aziende bersaglio operanti in Sud Africa, Canada e Stati Uniti.

Analizzando il secondo argomento, il modus operandi concernente i progetti di cross-border M&A della multinazionale marchigiana, si è effettuato un confronto con i 13 postulati derivanti dal modello teorico idealizzato dagli studiosi Annette Ranft e Michael Lord (2002). Il 78,4% è il risultato del grado di compatibilità tra le 13 proposizioni e i principi su cui si fondano le operazioni di cross-border M&A condotte dalla società marchigiana. I 13 postulati derivanti dal modello di Annette Ranft e Michael Lord scaturiscono dall'osservazione di un ampio numero di operazioni di fusione e acquisizione finalizzate all'impossessamento di conoscenze dunque i processi di M&A condotti da Ariston Thermo Group risultano altamente compatibili e affini con i casi storici ed empirici analizzati dai due studiosi. Un elemento comune tra i postulati del modello teorico di Annette Ranft e Michael Lord e i progetti di acquisizione della multinazionale di Fabriano è la correlazione positiva tra gradualità della procedura e complessità della conoscenza, autonomia dell'azienda target e preservazione di know-how.

Nel terzo capitolo, continuando lo studio del modus operandi della multinazionale fondata da Aristide Merloni (ovviamente sempre sul tema delle procedure di M&A), viene presentato un altro modello teorico che tenta di giustificare il successo del connubio tra l'indipendenza lasciata alle società acquisite e il trasferimento di competenze verso Ariston Thermo Group (l'impresa promotrice). Il modello teorico in questione è quello ideato dagli studiosi Sitkin e Pablo (2005) i quali si sono posti l'obiettivo di approfondire le sei dimensioni della leadership (personale, relazionale, contestuale, stimolante, supporto, amministrazione). Nei progetti di

cross-border M&A della società marchigiana si riscontra una certa dedizione alla cura di due delle sei dimensioni della leadership: personale e relazionale. L'abilità di instaurare un rapporto duraturo e longevo tra i responsabili (leader) di Ariston Thermo Group e il capitale umano dell'azienda target (dimensione personale nel modello di Sitkin e Pablo) e la capacità di creare relazioni competitive ma sane tra i dipendenti delle diverse realtà economiche (dimensione relazionale nel modello di Sitkin e Pablo), sono fattori imprescindibili per la costituzione di un'atmosfera di fiducia: questo clima stimola la condivisione di conoscenza e know-how, favorendo la salvaguardia dell'identità delle imprese coinvolte.

Nonostante sia ineccepibile l'impegno di risorse nelle operazioni di cross-border M&A effettuate da Ariston Thermo Group e la qualità delle stesse procedure, in virtù delle analisi e dei confronti eseguiti nell'elaborato, si possono individuare dei punti di miglioramento. Una prima raccomandazione concerne uno dei 13 postulati derivanti dal modello teorico idealizzato dagli studiosi Annette Ranft e Michael Lord, in peculiare il decimo. Nelle acquisizione effettuate dalla società marchigiana, alla target viene lasciato un discreto grado di autonomia a prescindere dalla sua dimensione o dalle sue performance. Questo fattore potrebbe incidere negativamente sull'operato dell'azienda bersaglio la quale può sempre contare sulla sua indipendenza dalla multinazionale marchigiana. Un miglioramento da applicare, presupponendo la concessione di un grado minimo di autonomia, consiste nel dare maggiore fiducia alle imprese target che conseguono performance considerevoli e riescono a raggiungere dimensioni significative.

Un'altra riflessione da condividere con i responsabili dell'ufficio risorse umane di Ariston Thermo Group, è quella connessa al modello teorizzato da Sitkin e Pablo. Se la dimensione personale e relazionale vengono sviluppate ed esaltate poiché comprese tra gli obiettivi del leader all'interno dei progetti di cross-border M&A della società con sede a Fabriano, le altre quattro sono sottovalutate se non addirittura trascurate. Per quanto concerne la dimensione contestuale, il leader non contribuisce attivamente al miglioramento delle condizioni organizzative affinché ogni dipendente possa dare il meglio. Tale situazione scaturisce dal fatto che il responsabile inviato da Ariston Thermo Group svolge principalmente un'attività di controllo, consolidamento, creazione di relazioni solide e reporting. L'ampio livello di autonomia lasciato alle imprese bersaglio, influisce negativamente sulle restanti

dimensioni: motivazionale poiché ad altri soggetti è affidato il compito di intervenire cercando di spronare ogni membro della nuova società a dare il massimo (nella maggior parte dei casi l'imprenditore della target); supporto perché il leader non è formato per comunicare in tempo reale gli eventi o i fatti che interessano la società; amministrazione poiché sono solo due le dimensioni da bilanciare correttamente (relazionale e personale). Da queste riflessioni, si nota come il ruolo del leader sia circoscritto a mansioni che seppur significative e rilevanti, sono limitate. Un consiglio per poter ampliare i compiti del leader e creare un'intensa empatia che avvolga l'intero capitale umano della nuova entità economica sotto i più svariati aspetti è quello di organizzare percorsi formativi per i responsabili che saranno inviati a sovraintendere l'attività delle società bersaglio. Il leader oltre ad acquisire maggiore sicurezza, incrementerà il proprio retaggio di conoscenze, riuscirà a gestire problematiche aventi differente natura e a implementare, e successivamente sviluppare attività a lui prima sconosciute.

BIBLIOGRAFIA

Aguilera Ruth V. e Dencker John C. (2004), "The role of human resource management in cross-border mergers and acuisitions" The international Journal of Human Resource Management

Amatulli, C., Caputo, T., & Guido, G. (2011), "Strategic analysis through the general electric/McKinsey Matrix: An application to the Italian fashion industry" International Journal of Business and Management

Amihud, Y., Lev B. (1981) "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers" Bell Journal of Economics

Andersen. P.H. and Strandskov, J. (1999), "Contexts of Firm Internationalization: The Importance of Business and Ownership Integration"

Annual report 2016, A.O. Smith

Annual report 2016, Bosch Global

Annual report 2016, Centrotec

Annual Report 2016, Haier Electronics Group

Annual Report 2016, Nibe

Annual report 2016, Noritz

ANSA (2015) "Ariston Thermo, utile in crescita"

Architects Data File (2014) "Ariston announces the acquisition of ATAG Heating"

Axial "7 M&A Documents Demystified. A Business Owner's Guide to M&A Success"

Baker & McKenzie (2015), “Cross-Border M&A Index”

Bass, B. M. (1998), “Transformational Leadership: Industrial, Military, and Educational Impact” Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum Associates

Blonigen, B. A., Fontagne, L., Sly, N. and Toubal, F. (2012), "Cherries for sale: The incidence of cross-border M&A”

Bloomberg (2017) “Company Overview of Heat Tech Geysers (Pty) Ltd”

Calkins S. (1983), “The new merger guidelines and the Herfindahl-Hirschman Index” Cal. L. Rev.

Cheng-Shian Lin, Chieh-Ni Cheng, Wan-Rung Lin, Yi-Hsien Wang (2016) “Shareholder Wealth Effect of M&A Patterns and Industry Competition in Taiwan: The Perspective of Competitive” Dynamics Journal of Accounting, Finance & Management Strategy

Comana Mario (2015), “Overview of an M&A process”, Corporate Investment Banking, McGraw-Hill Create

Company Profile 2014, Ariston Thermo Group

Company Profile 2016, Ariston Thermo Group

Company Profile 2017, Ariston Thermo Group

Delta Energy and Environment (2014) “Ariston’s acquisition of ATAG gives them a platform to grow in the Netherlands”

Di Vico Dario (2017) “Ariston Thermo compra e raddoppia negli USA” Corriere della Sera

Dunning J.H. (1997), “Alliance Capitalism and Global Business” London: Routledge

En Xie, K.S. Reddy e Jie Liang (2016), “Country-specific determinants of cross-border mergers and acquisitions: a comprehensive review and future research directions”, Journal of world Business

Esteve-Perez, Silviano (2012), “Consolidation by Merger: The UK Beer Market” Small Business Economics

Eugenio Caruso (2017), “Aristide Merloni e la Ariston” Impresa Oggi

Euro Challenge (2012) “The Netherlands, an overview of the Dutch economy”

E. Xie et al. (2017), Journal of World Business

Femino Laura (2014), “Ex Ante Review of Leveraged Buyouts” The Yale Law Journal

Focus Online (2017), “Ariston Thermo Innovative Technologies, nuovo centro di ricerca e sviluppo”

Forbes (2017), “Martin Viessmann & family”

Fontana F. e Boccardelli P. (2015), “Corporate Strategy. Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita” Editore Ulrico Hoepli Milano

Fortuna Fabio (2016), “Il Bilancio d’esercizio: principi generali, norme e regole di redazione” Corso di Principi Contabili Internazionali

GE Capital (2012) “Due diligence: Main steps and success factors”

Gort e Klepper (1982) “Time paths in the diffusion of product innovations”

Guadalupe, M., Kuzmina, O. e Thomas, C. (2012), "Innovation and foreign ownership" American Economic Review

Hartford, J. (2003), “Efficient and distortional components to industry merger waves” Journal of Financial Economics

Harford (2005), “What drives merger waves?” Journal of Financial Economics

Heating and Ventilating (2010) “MHS Boilers becomes part of ELCO”

Hemphill Thomas A. (2010), “The New Protectionism: Industrial Policy Barriers to Cross-Border Mergers and Acquisitions”, Competition and Change

History, MHS Boilers

Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., & Ireland, R. D. (1990), “Mergers and acquisitions and managerial commitment to innovation in M-form firms” Strategic Management Journal

ISO 7730: 2005

Jiali Zhang, Mohammad Faisal Ahammad, Shlomo Tarba, Cary L. Cooper, Keith W. Glaister & Jinmin Wang (2015), “The effect of leadership style on talent retention during Merger and Acquisition integration: evidence from China” The International Journal of Human Resource Management

Johanson, Jan and Jan-Erik Vahlne. (1977), “The Internationalization Process of the Firm-a Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments.” Journal of International Business Studies

Jovanovic B., MacDonald G. M. (1994), “The life cycle of a competitive industry”

J.P. Morgan (2016), M&A Global Outlook

Liz Thach e Mark Nyman, (2001), "Leading in limbo land: the role of a leader during merger and acquisition transition", Leadership & Organization Development Journal

Lotti Francesca (2015), “La distribuzione dimensionale delle imprese. Il caso italiano” Dinamiche Industriali

Lotti Francesca (2015), “Shakeout e il ciclo di vita dei prodotti e delle imprese” Dinamiche Industriali

Main Markets and Our Competitors 2017, Ariston Thermo Group Spa

Manufacturing sites, Bosch

Marie H. Kavanagh and Neal M. Ashkanasy (2006), “The Impact of Leadership and Change Management Strategy on Organizational Culture and Individual Acceptance of Change during a Merger”, British Journal of Management

Marks Mitchell L. e Mirvis Philip H. (2011), “A framework for the human resoures role in managing culture in mergers and acquisitions”, Human Resource Management

Meyer, K. E., & Tran, Y. T. T. (2006), “Market penetration and acquisition strategies for emerging economies. Long Range Planning”

Milano Finanza (2003) “Merloni, raddoppiato il fatturato”

Milano Finanza (2015) “Ariston Thermo acquisice società danese Gastech-Energi”

Milano Finanza (2015) “Ariston Thermo: utile netto 2015 sale a 80 mln (+9,6% a/a)”

Milano Finanza (2017) “Ariston Thermo: Laurent Jacquemin nominato nuovo Ceo”

Milano Finanza (2017) “Ariston Thermo: +3.8% a/a utile netto 2016, ricavi stabili”

Monti Ernesto (2009), “Manuale di finanza per l’impresa, teoria e pratica”

Nemanich, L. A., & Keller, R. T. (2007), “Transformational leadership in an acquisition: A field study of employees” The Leadership Quarterly

Norbäck, P-J. e Persson, L. (2007), “Investment liberalization - Why a restrictive cross-border merger policy can be counterproductive”, Journal of International Economics

NTI (2016) “Ariston Thermo acquires NY thermal Inc.”

Our company sites, Vaillant Group

Our factories, BDR Thermea

Pansa Alessandro e Agnese Paolo (2016), “Finanza Straordinaria” McGraw-Hill Education

Peruffo Enzo (2016), “Matrici di portafoglio” Strategia d’impresa

Phillips, G. M., & Zhdanov, A. (2012), “R&D and the Incentives from Merger and Acquisition Activity” The Review of Financial Studies

Podgorski Russell e Sherwood Deirdre (2015), “People Integration, Creating and Sustaining Value”, OD PRACTITIONER

Press Kit 2017, Ariston Thermo Group

Principal Business 2017, Rinnai Global

Production facilities, Noritz

Quality and Reliability, DhE Industrial Heaters

Rajan, R., Servaes, H., Zingales, L. (2000) "The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment" Journal of Finance

Ranft, A. L., & Lord, M. D. (2002) "Acquiring new technologies and capabilities: A grounded model of acquisition implementation" Organization science

Regulations (EU) No 811 & 812/2013 European Commission

Regulations (EU) No 813 & 814/2013 European Commission

Report on 2010, Vaillant Group

Scherer F.M. e Ross D (1990), "Industrial Market Structure and Economic Performance" Third Ed. Boston: Houghton Mifflin Co.

Shimizu, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D. e Pisano V. (2004), "Theoretical foundations of crossborder mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future", Journal of International Management

Shin H.H., Stulz, R.M. (1998), "Are internal capital markets efficient" Quarterly Journal of Economics

Shleifer A. e Vishny R.W. (1991), "Takeovers in the 60s and 80s: Evidence and Implications" Strategic Management Journal

Sitkin, S. B., & Pablo, A. L. (2004), "Leadership and the M&A process. Mergers and acquisitions: Creating integrative knowledge"

Sleuwaegen, L., & Dehandschutter, W. (1986), "The critical choice between the concentration ratio and the H-index in assessing industry performance" The Journal of Industrial Economics

Spini Francesco (2013) "Estero e tecnologia così schiviamo la crisi" La Stampa

Stahl Gunter K.et al. (2013) “Sociocultural Integration in Mergers and Acquisitions: Unresolved Paradoxes and Directions for Future Research” Thunderbird International Business Review

Stockhammer E. (2005), “Shareholder value orientation and the investment-profit puzzle” Journal of Post Keynesian Economics

Teresa Joyce Covin, Thomas A. Kolenko, Kevin W. Sightler, R. Keith Tudor, (1997), "Leadership style and post-merger satisfaction", Journal of Management Development

Testo Unico Imposte sui Redditi art.172

Thomson Reuters, The Answer Company

Todaro Cettina (2017), “Strategy Group” Ariston Thermo Group Spa

Translink Corporate Finance (2014) “Ariston Thermo Group invests in growth by acquiring South African Heat Tech Geysers (Italy, South Africa)”

Uhrig, C. (2007), “Recent Trends in the Mergers & Acquisitions and Private Equity Markets” Presentation to the.

UNCTAD (1994), “World Investment Report 1994. Transnational Corporations and Competetiveness” New York and Genevea: UN

Urbanowicz Don, Urbanowicz Consulting (2014), “The Seven Phases of M&A”, Business Critical

Vasilaki, A. (2011), ‘Culture distance and cross-border acquisition performance: the moderating effect of transformational leadership’, European J. International Management

Venema William H. (2015), “Integration: the critical M&A success factor” The Journal of Corporate Accounting & Finance

Weterings, A., & Marsili, O. (2015), “Spatial concentration of industries and new firm exits: Does this relationship differ between exits by closure and by M&A?” Regional Studies

Williamson, O. E. (1971), “The vertical integration of production: market failure considerations” The American Economic Review

RIASSUNTO

Nel mondo economico la globalizzazione sta acquisendo costantemente significatività e rilevanza, tramutandosi da concetto meramente teorico e astratto a realtà solida e concreta. L'emblema di come questo fenomeno stia "contagiando" le strategie imprenditoriali è rintracciabile nell'assidua ricerca delle aziende di raggiungere una dimensione globale tramite differenti modalità di internazionalizzazione aziendale. In questo vasto e ampio insieme di metodologie si collocano le ormai consolidate operazioni di cross-border M&A. Le statistiche su questi progetti sono innumerevoli. Tra queste vi è il trend del giro d'affari delle procedure di fusione e acquisizione avvenute negli ultimi anni: dai 530 miliardi di dollari del 2001 si è passati nel 2015, a circa 1549 miliardi di dollari. Il presente elaborato si pone come obiettivo lo studio dell'incidenza che le operazioni di cross-border M&A hanno sulle strategie di espansione aziendale e l'analisi del ruolo del dipartimento risorse umane in questi processi. Una delle realtà imprenditoriali che intravede nei progetti di fusione e acquisizione la giusta modalità di internazionalizzazione è Ariston Thermo Group. Tramite una serie di analisi realizzate grazie all'ausilio di fonti documentali quali bilanci e report ufficiali, si presentano i tratti salienti e peculiari del settore del comfort termico nonché le dinamiche di mercato interne e i posizionamenti competitivi delle aziende leader. Successivamente grazie a delle interviste realizzate tra Luglio e Settembre 2017 rivolte a figure chiave operanti all'interno dell'impresa con sede a Fabriano (responsabili del dipartimento delle risorse umane e del gruppo strategico quali Cettina Todaro e Ivan Auriemma), si approfondiscono tematiche nevralgiche caratterizzanti ogni singolo processo di cross-border M&A condotto da Ariston Thermo Group (autonomia concesso alle aziende target, ruolo del leader, compiti svolti dal dipartimento delle risorse umane, metodologie di trasferimento della conoscenza).

Procedendo per gradi, è propedeutico dare una definizione dei processi di fusione e acquisizione: i progetti di M&A sono quel complesso di azioni attraverso il quale una società (promotrice) persegue una strategia di crescita tramite l'assunzione del controllo di una o più imprese (bersaglio o target). Nel caso in cui l'azienda target

appartiene a un contesto geografico differente rispetto all'ente promotore, si parla di cross-border M&A. Molteplici sono i contributi teorici che hanno originato un'ampia letteratura su tale tematica. Tra questi si ricordano quelli di Frederic Scherer e David Ross (1980) i quali individuano diversi motivi per cui un'impresa effettua un'operazione di fusione e acquisizione: dalla volontà della società promotrice allo sfruttamento di economie di scala, scopo o gamma, dalla necessità di acquisire risorse complementari al salvataggio di imprese in sofferenza o con un management non all'altezza. L'ampiezza e la profondità delle operazioni di M&A cross-border, hanno dato luce anche a veri e propri modelli. Tra questi vi è quello di Uppsala che ha fornito un apporto significativo allo sviluppo della letteratura sul processo di internazionalizzazione. Elaborato dagli autori Johanson e Jan-Erik Vahlne (1977), analizzando un campione di società svedesi, il modello descrive l'espansione oltre i confini internazionali come un processo graduale ed eseguito da imprese mature. Il contributo del modello di Uppsala non sembra essere in linea con le caratteristiche che contraddistinguono un M&A cross-border quali la rapidità di entrata nel mercato di interesse, l'uso delle risorse immediato e in un'unica soluzione. Un altro elaborato teorico sottostante al processo di fusione e acquisizione oltre i confini nazionali è proposto da John Harry Dunning che partendo dai contributi di Buckley e Casson (1976) e Hymer (1976) idealizza il modello eclettico. In tale lavoro vengono individuate tre ordini di scelte caratterizzanti i processi di espansione tramite M&A. Lo "ownership advantage (possesso di risorse che garantiscono all'azienda il godimento di un vantaggio competitivo, trasferibili e applicabili all'estero), lo "internationalization advantage" (beneficio connesso all'integrazione con aziende indigene e al relativo sfruttamento di vantaggi) e il "location advantage" (godimento dei vantaggi specifici che il paese dell'impresa target presenta). Nonostante la varietà della letteratura riconducibile a Dunning, per l'autore le ragioni che spingono le imprese ad avviare delle procedure di fusione e acquisizione transnazionali sono essenzialmente cinque: aumento dei costi di innovazione e spinta all'entrata in mercati sconosciuti; pressioni per una gestione efficiente dei costi; necessità di sfruttare tecnologie complementari e economie di scala, scopo e gamma; protezione dalla possibilità che i competitors costituiscano oligopoli in nuovi mercati prima e a livello mondiale poi; volontà di ridurre il tempo di innovazione o il processo di entrata in nuovi mercati. Tra le teorie più recenti concernenti le operazioni di fusione e acquisizione internazionali, si ricordano: il contributo letterario di Norbàck e Persson (2007) sulla distinzione tra

le finalità dei cross-border M&A (condotti per appropriarsi di attività complementari) e gli investimenti greenfield (finalizzati all'entrata in un nuovo mercato); le ricerche di Guadalupe et al. (2012) incentrate sul valore aggiunto creato dall'acquisizione di imprese con infrastrutture distributive solide; gli studi di Blonigen et al. (2012) sul vantaggio di inglobare società bersaglio appartenenti a rilevanti network aziendali.

Le operazioni di M&A, in accordo con la letteratura precedente avvengono essenzialmente per tre ordini di motivi: tecnologico, produttivo e commerciale. Il primo è la conseguenza di un gap innovativo o investimenti errati in R&S, il secondo deriva dall'inadeguatezza della capacità produttiva aziendale e l'ultimo rileva l'assenza di un'infrastruttura distributiva o commerciale idonea. I progetti di fusione e acquisizione, all'interno o all'esterno dei confini nazionali, rappresentano molto spesso la soluzione alle criticità sopra presentate. Nonostante ciò, approcci superficiali, procedure frettolose o analisi poco dettagliate, non garantiscono il superamento delle difficoltà aziendali, anzi ne creano di nuove. Per una completa comprensione delle procedure di M&A si devono esaminare le singole fasi di tali processi: iniziativa e valutazione, preparazione della documentazione (tra cui l'offering memorandum), marketing e definizione di un'offerta non vincolante, due diligence e formulazione di un'offerta vincolante, negoziazione e closing, integrazione. La prima fase delle operazioni di fusione e acquisizione è l'iniziativa: il management dell'impresa promotrice contatta un istituto finanziario specializzato, per organizzare e sovraintendere l'intera operazione. L'intermediario conferisce credibilità al progetto, individua i consulenti di natura fiscale, legale, contabile, ricerca l'impresa bersaglio da acquisire, analizza la target per determinarne il valore, realizza un progetto finanziario (information memorandum) per la raccolta di capitale. Definiti i soggetti (professionisti e istituti) da coinvolgere e individuata la società bersaglio, si passa alla valutazione dell'azienda "preda". Questa fase è fondamentale per la riuscita del progetto poiché un elevato numero di fusioni e acquisizioni falliscono a causa della sopravvalutazione della società bersaglio. Nella pratica vengono usati diversi metodi di valutazione ma il docente Ernesto Monti (2009) afferma che i fondamentali sono: patrimoniale, reddituale, misto, finanziario e multipli di mercato. Dopo aver individuato il valore della target, sempre all'interno dello stadio di preparazione, si elaborano diversi documenti: da

quelli analitici (primo fra tutti il materiale a supporto del processo di due diligence) a quelli commerciali (nel gergo finanziario si parla di "draft transaction agreement"). Vengono inoltre fissati i primi incontri formali tra le parti direttamente coinvolte nel progetto (l'incontro tra i potenziali acquirenti e il management dell'impresa target). In questa atmosfera di allestimento, uno dei documenti maggiormente rilevanti è l'offering memorandum, un elaborato redatto per descrivere minuziosamente l'operazione di M&A e convincere investitori esterni a fornire risorse finanziare a supporto del processo. Concluso lo stadio di preparazione dell'operazione di M&A, comincia la fase di marketing. I partecipanti al progetto, tramite l'aiuto di professionisti e consulenti specializzati, cercano di convincere il mercato della solidità del processo, enfatizzando la qualità e il numero di opportunità che il nascente attore economico è in grado di sfruttare. In concomitanza a questa attività di sponsorizzazione, se l'acquirente ritiene il progetto di fusione e acquisizione veramente profittevole sottoscrive un contratto di interesse non vincolante (indication of interest, IOI). Il passaggio alla fase successiva si ha con l'avvio del processo di due diligence: uno studio meticoloso e attento della condizione economica e finanziaria in cui versa l'azienda bersaglio. Gli aspetti esaminati sono i seguenti: il percorso storico della società, la conformità normativa dell'attività aziendale, dello statuto e di tutti i contratti, la struttura proprietaria dell'impresa, i bilanci concernenti gli ultimi esercizi, il valore delle immobilizzazioni e altri fattori rilevanti. L'esito positivo di questa fase di controllo, è fondamentale per la continuazione dell'operazione di M&A; solo se lo stato di salute dell'impresa target accertato dal processo di due diligence è in linea con standard e parametri delineati all'inizio del progetto di fusione e acquisizione, la società acquirente sottoscrive un'offerta di acquisto vincolante. Effettuata la proposta, inizia la negoziazione tra acquirente e venditore. Una volta trovato un prezzo soddisfacente per entrambe le parti i soggetti formalizzano l'affare con un annuncio pubblico molto spesso tramite stampa specializzata. Immediatamente dopo avviano le varie procedure e lavorano per rendere l'operazione di fusione e acquisizione conforme sotto diversi punti di vista, quello legale e fiscale su tutti. Se l'epilogo formale delle operazioni di M&A avviene con il termine di tutti i processi fiscali, legali, contabili, finanziari e di altra natura, la vera sfida che deriva dall'attuazione di tali progetti inizia proprio dopo il closing. Aguilera e Dencker (2004), descrivono la fase di integrazione come uno dei passaggi più delicati dell'intero processo di fusione e acquisizione dove l'allineamento degli obiettivi

strategici e l'elaborazione di un programma di integrazione graduale, sono fattori critici. Nonostante tutte le operazioni di fusione e acquisizione a prescindere dalla loro natura nazionale o internazionale, si articolano nelle fasi precedentemente descritte, nei casi di cross-border M&A la società promotrice del progetto di espansione deve affrontare ulteriori sfide: dalla scelta di un intermediario specializzato che organizza e sovraintende la procedura avente dimensione globale (tale da accedere agevolmente a informazioni sul paese in cui opera l'impresa bersaglio o essere membro di un network così da avere relazioni e contatti con competitors operanti in diversi contesti geografici) al reperimento di dati per eseguire una valutazione dell'impresa target (limitato in un paese in via di sviluppo, con un'infrastruttura istituzionale ancora da costruire), dalla rigidità normativa della nazione in cui intendono espandersi, ai differenti principi contabili utilizzati per la redazione dei bilanci.

Conclusa la procedura di cross-border M&A, l'affidamento esclusivo a parametri finanziari per l'analisi delle prestazioni del nuovo attore economico, è un approccio fuorviante e limitato. Per capire a fondo la performance di una società nata dall'unione di più aziende appartenenti a contesti territoriali differenti, è fondamentale approfondire tematiche quali la "distanza culturale" e definire programmi o procedure (la leadership, concetto che viene approfondito successivamente). Kogut e Singh (1988) in merito a tale concetto, evidenziano la correlazione positiva tra problemi di coordinamento o comunicazione e distanza culturale. Tale fattore comincia a divenire essenziale per la comprensione di alcuni aspetti nevralgici: il successo di un cross-border M&A, l'atteggiamento del capitale umano della società target nei confronti dell'operazione di fusione e acquisizione e delle caratteristiche concernenti lo stadio di integrazione. In virtù di queste considerazioni, il dipartimento delle risorse umane diviene la funzione aziendale che svolge un ruolo fondamentale nella gestione dei progetti di M&A internazionali e nella maggior parte dei casi ne determina il successo. Gli autori Podgorski Russell e Sherwood Deirdre (2015), auspicano il coinvolgimento del responsabile del dipartimento delle Human Resources (denominato chief human resources officer) per far comprendere gli obiettivi strategici connessi al progetto di acquisizione. Aguilera e Dencker (2004), descrivono le limitazioni incontrate e le attività specifiche condotte dal dipartimento HR, in accordo con la natura strategica dei

progetti di fusione e acquisizione internazionali. Weber, Rachman-Moore e Tarba (2012) invece, si convincono dell'assenza di un metodo di gestione universale tramite il quale il dipartimento HR possa arginare i conflitti culturali durante lo stadio di integrazione dei cross-border M&A e conseguentemente assicurarne la buona riuscita. L'elevato livello di incertezza associato alla fase di integrazione dei cross-border M&A, può essere mitigato tramite la gestione di un aspetto essenziale da parte del dipartimento HR: la leadership. Tale fattore è oggetto di numerose analisi e viene identificato come un elemento di successo da molti autori. Sitkin e Pablo (2005) contribuiscono allo sviluppo di un modello di leadership (applicato ai processi di M&A) inizialmente teorizzato dallo stesso Sitkin in collaborazione con Long e Lind (2001). Gli autori definiscono la leadership come quel fattore che impatta su sei dimensioni caratterizzanti qualsiasi organizzazione aziendale.

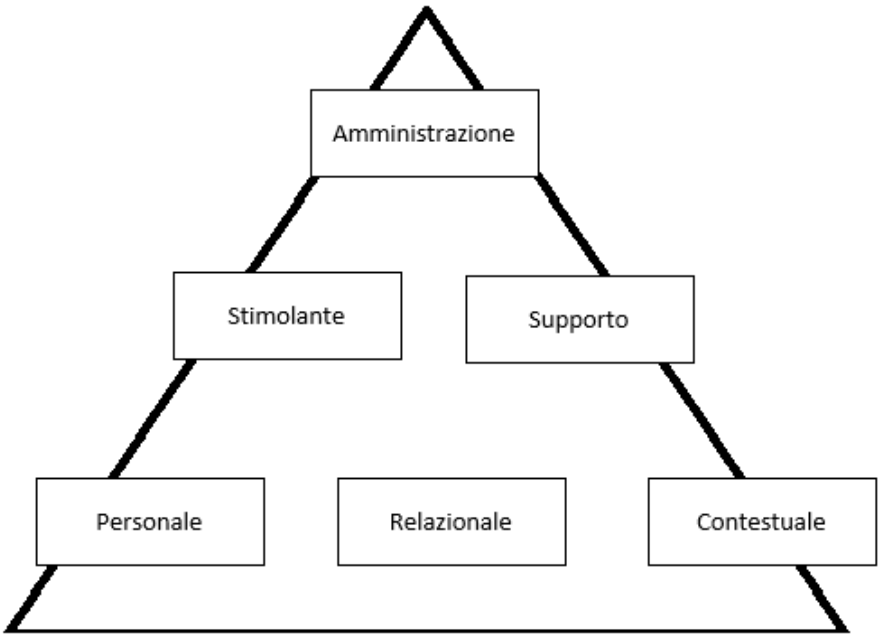


Grafico: Le dimensioni della leadership

Partendo dalla dimensione del personale, la leadership è intesa come il rapporto che si instaura tra membri del top management o altri responsabili che possano raffigurare l'immagine del leader e il capitale umano della nuova realtà economica. Per far sì che questa relazione non presenti criticità che possano influenzare negativamente l'esito del progetto di M&A, il leader deve illustrare chiaramente la sua visione. La dimensione relazionale invece, si sofferma sulla capacità del responsabile di forgiare solidi rapporti tra tutti i dipendenti che costituiscono la

società post-M&A. L'ultima dimensione alla base della piramide (quella contestuale), consiste nella bravura del leader di creare le giuste condizioni a livello organizzativo affinché ogni dipendente possa dare il meglio. Da un punto di vista motivazionale, il leader deve intervenire cercando di tirare fuori da ogni membro della nuova società, quel senso di ambizione che possa stimolarlo a dare il massimo di sé. La dimensione di supporto prevede che il responsabile renda totalmente consapevole il personale circa tutte le problematiche che contraddistinguono l'impresa e infonda nel capitale umano un certo livello di auto confidenza così da renderlo capace di poter trovare soluzioni indipendentemente. In virtù della sua posizione, la dimensione nel vertice è la più rilevante. La leadership in ambito di gestione è intesa come la capacità di chi è al comando di bilanciare correttamente tutte le dimensioni precedentemente enunciate. Il contributo di Sitkin e Pablo insieme a quello di altre ricerche presenti in letteratura (Nemanich e Keller 2007, da Howell e Shamir 2005, Bass 1998, Athina Vasilaki 2011 e molti altri), riconoscono alla leadership un ruolo nevralgico ed essenziale all'interno di ogni operazione di fusione e acquisizione, soprattutto se condotta a livello internazionale. La figura chiave in questi processi altra non è che quella del leader: un soggetto carismatico che deve dare l'esempio e fare di tutto affinché il progetto di M&A abbia successo e conseguentemente tutti i benefici non rimangano mere teorie ma si tramutino in vantaggi concreti per la nascente società.

Le operazioni di fusione e acquisizione sono da sempre considerate strumenti tramite i quali innescare meccanismi di consolidamento o razionalizzazione settoriale. Un business in cui sono riscontrabili alcuni sintomi di questo processo di consolidamento è quello del comfort termico: mercato costituito dall'insieme di società che realizzano prodotti e beni per la gestione della temperatura ambientale. Convenzionalmente le unità di business che compongono il settore del comfort termico sono quattro: caldaie, scaldacqua, climatizzatori e rinnovabili. Nonostante questa molteplicità di segmenti, la maggior parte degli sforzi sostenuti e profitti realizzati dagli attori economici attivi nel mercato, si concentrano principalmente sui businesses delle caldaie e degli scaldacqua. Per analizzare correttamente tale settore, comprendere la rilevanza dei progetti di M&A al suo interno e il ruolo del dipartimento delle human resources, è essenziale esaminarlo sia a livello microeconomico che macroeconomico. Cominciando dalla prima dimensione, si

analizzano le ricerche realizzate dal gruppo strategico di Ariston: la grandezza delle imprese operanti nel mercato del comfort termico è piccola o media a eccezione di ventuno società, classificate come "top global players" (per fatturato decrescente: Bosch, Rinnai, A.O. Smith, Vaillant, Viessmann, Noritz, BDR Thermea, Nibe, Atlantic Group, Ariston Thermo, Haier, Vanward, Macro, Centrotec, Stiebel Eltron, KD Navien, Ferroli, Walter Meier, Weishaupt, Riello, Immergas). Continuando l'analisi a livello microeconomico del settore del comfort termico, è di fondamentale rilevanza esaminare altri due aspetti: il grado di diversificazione e i mercati di principale interesse delle società leader. Per quanto concerne la prima statistica, al fine di avere risultati chiari e sintetici, si effettua una classificazione esemplificativa dei livelli di diversificazione: "alto" quando l'azienda opera in più businesses che non sono correlati tra di loro, "medio" nel caso in cui la società è attiva in diversi settori connessi gli uni con gli altri e "basso" quando l'impresa opera in un unico mercato. Le società operanti nel settore tendono ad avere un medio o basso livello di diversificazione. Vaillant, Viessmann, Atlantic, Ferroli, Immergas, Stiebel Eltron, KD Navien, Walter Meier sono le aziende leader che competono esclusivamente all'interno di businesses quali la produzione di caldaie, scaldacqua, climatizzatori o output rinnovabili. Imprese come Rinnai, Nibe e Haier oltre a essere presenti nel mercato del comfort termico, estendono il loro raggio d'azione a settori attigui (Nibe opera mercato delle stufe, Haier in quello degli elettrodomestici e Rinnai in entrambi i businesses precedenti). Analizzato il grado di diversificazione, è indispensabile individuare i mercati geografici più appetibili in termini di volumi di vendita per le società dominanti nel settore. Regno Unito, Cina e Turchia sono i paesi che salgono sul podio per la domanda di output inerente il business del comfort termico. Scorrendo la classifica si trovano altre nazioni come: Italia, Russia, Francia, Olanda, Germania, Spagna e Romania. In relazione alla distribuzione territoriale dei volumi di vendita, un fattore che accomuna le varie realtà economiche attive nel settore del comfort termico è il radicamento nel mercato geografico di appartenenza: la quota di fatturato più elevata delle imprese leader, è rappresentata dalle vendite realizzate all'interno del contesto territoriale di riferimento (Bosch in Europa, A.O. Smith in Nord America, Rinnai in Giappone e così via, Nibe rappresenta l'eccezione). Completato lo studio microeconomico del settore del comfort termico, si passa a una sua analisi a livello macroeconomico. Il primo fattore da analizzare è il ciclo di vita del business tramite il modello ideato da Gort e Klepper (1982). In accordo con quanto teorizzato dai due studiosi, si può

affermare che il business del comfort termico presenta una situazione odierna analoga alla quarta fase (aggiustamento), in quanto si sono verificate entrambe le ipotesi alla base del fenomeno di shakeout: trend di crescita del settore (dal 2013 al 2016 la dimensione del settore del comfort termico è passato da 22,5 a 26,4 miliardi di Euro) e riduzione del numero dei competitors (in assenza di un vero e proprio flusso di uscita delle imprese dal business, il numero dei competitors si è ridotto drasticamente a causa di innumerevoli operazioni di fusione e acquisizione: ben settanta M&A di un certo spessore, conclusi nel giro di soli sette anni da Marzo 2010 a Marzo 2017). Oltrepassando il fenomeno dello shakeout, un altro aspetto importante da analizzare per avere una visione macroeconomica quanto più completa del settore del comfort termico, è il grado di concentrazione. I risultati sono discordanti: il Concentration Ratio evidenzia un medio-alto livello di concentrazione (in peculiare l'indice C4 mostra come il volume di vendita delle prime quattro imprese per dimensione rappresenta poco meno della metà del business), l'indice Hirschman-Herfindahl (HH) invece (calcolato come la somma del quadrato delle quote di mercato delle imprese costituenti l'industria), descrive un basso livello di concentrazione (l'indice HH che varia tra 0, monopolio e 1, concorrenza perfetta, è pari a 0,73 nel mercato del comfort termico). Infine, per completare l'analisi macroeconomica del mercato del comfort termico è necessario esaminare un ultimo ma fondamentale fattore: il livello degli investimenti in Ricerca e Sviluppo (R&S). I dati sulla tematica appaiono generalmente uniformi: le società riservano all'innovazione e alla sperimentazione tecnologica un ammontare di fondi che oscilla tra il 2 e il 4 % dei ricavi di vendita totali. La statistica che seppur positiva presenta una situazione di disomogeneità invece, è quella riguardante il trend di crescita degli investimenti in R&S nel biennio 2014/2015.

Tra le società leader del settore del comfort termico vi è Ariston Thermo Group, impresa fondata nel 1930 a Fabriano, nel cuore del territorio marchigiano, da Aristide Merloni. Il Company Profile (2017) dell'azienda ne esalta la dimensione globale: la società vanta un fatturato pari a 1,43 miliardi di Euro, i prodotti annuali venduti si avvicinano ai 7 milioni di pezzi, i dipendenti sono 6900 e gli investimenti in R&S sfiorano i 70 milioni di Euro. Per quanto riguarda la relazione tra fatturato e mercato, l'area da cui deriva la quota più alta dei ricavi di vendita per Ariston

Thermo Group è l'Europa occidentale. Il fatturato che l'Italia frutta ad Ariston Thermo è dell'11%. Malgrado la limitata rilevanza dei ricavi di vendita nel bel paese, in questo territorio la società marchigiana impiega una quantità non indifferente di dipendenti: poco meno di un quarto del suo capitale umano opera nella penisola italiana. Per quanto concerne i mercati in cui l'azienda marchigiana è attiva, la situazione appare delineata e chiara: il core business di Ariston Thermo Group è il settore del comfort termico (90% del fatturato). I bruciatori e la componentistica sono mercati con un impatto economico marginale ma che si pongono al servizio del core business, garantendo un certo livello di indipendenza dai fornitori (fattore fondamentale per Williamson 1971). Dopo aver esaminato le singole realtà leader nel settore del comfort termico con un peculiare occhio di riguardo ad Ariston Thermo Group, si hanno tutti i fattori per poter effettuare una stima della posizione competitiva della società con sede a Fabriano. La metodologia che si utilizza per eseguire questa analisi, deriva dalla matrice di mercato: GE-McKinsey. Tale strumento di ricerca basa la propria struttura su due dimensioni, una di natura interna (determina la posizione competitiva del business) e l'altra di natura esterna (misura l'attrattività del settore). Per effettuare lo studio della posizione strategica di un'azienda (come nel presente elaborato) si necessita unicamente della dimensione interna caratterizzante le matrici di mercato. I fattori che influenzano la capacità competitiva dell'impresa individuati dal modello GE-McKinsey sono: quota di mercato, attività di marketing, R&S, produzione, risorse finanziarie, HR, immagine, gamma prodotti e qualità. Nel settore del comfort termico, per molti di questi fattori non si riescono a raccogliere ed elaborare statistiche attendibili a causa del loro elevato grado di soggettività o per la difficile reperibilità dei dati. L'analisi dunque si limita solo ad alcuni di loro: quota di mercato, R&S, gamma prodotti, produzione. Per quanto concerne il primo fattore, si prende in considerazione il valore medio dei ricavi di vendita realizzati. Il punteggio attribuito alla società per la R&S dipende dalla quantità degli investimenti sostenuti (assoluta e in relazione al fatturato) e dal trend di crescita dei fondi destinati all'innovazione tecnologica. La valutazione della gamma prodotti è connessa all'offerta di output della società: imprese attive in più unità di businesses costituenti il settore del comfort termico o in mercati ausiliari (componentistica) ottengono punteggi più alti. Infine per quanto riguarda la produzione, si tiene conto della locazione geografica degli stabilimenti e conseguentemente della possibilità di sfruttare i vantaggi che il territorio offre. Lo studio è strutturato come segue: per

ogni fattore le aziende ricevono un punteggio che va da 1 (punteggio minimo) a 5 (punteggio massimo); per tenere conto delle peculiarità caratterizzanti il business del comfort termico, viene attribuito a ciascun fattore un peso in relazione alla sua rilevanza nel mercato (anche in questo caso i valori vanno da 1, scarso rilievo, a 5, elevata importanza); il punteggio totale ottenuto dalle società è una media ponderata e da tale valore si stima il posizionamento competitivo dell'impresa nel settore. I pesi utilizzati per l'esecuzione dell'analisi sono: "2" per la quota di mercato (essendo il settore del comfort termico un ambiente dinamico vi è un continuo mutamento delle gerarchie interne), "5" per la R&S (le imprese che investono in innovazione restano competitive e ottemperanti alla normativa), "3" per la gamma prodotti (un'offerta di output completa è gradita al consumatore ma non incide significativamente sulle performance) e "4" per la produzione (i costi impattano in modo rilevante sui risultati dell'impresa).

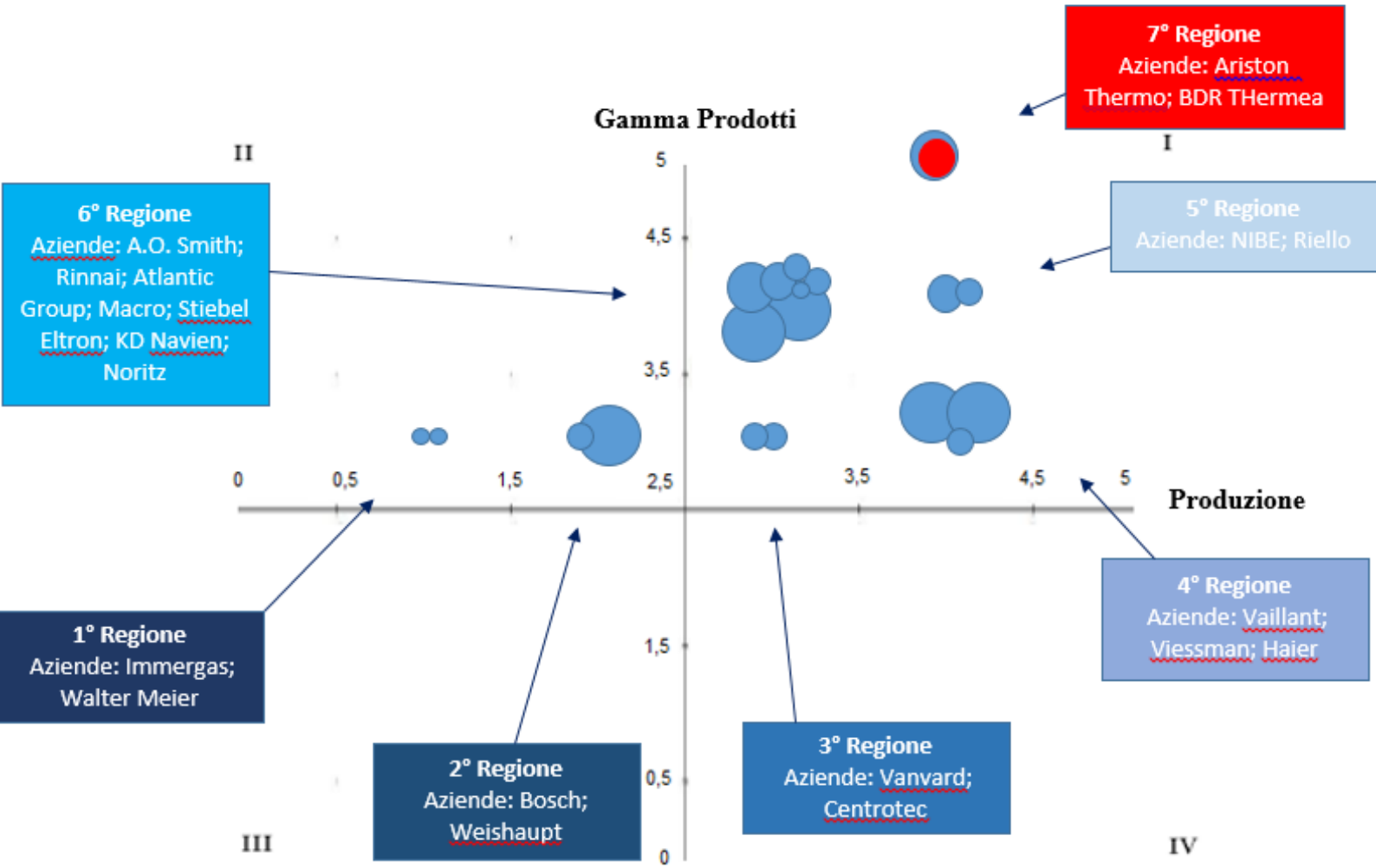


Grafico: Analisi posizionamento competitivo (Nostra elaborazione)

Il grafico precedente sintetizza i risultati sulla competitività nel settore del comfort termico, con un focus particolare circa il posizionamento di Ariston Thermo Group (pallino rosso). Le dimensioni utilizzate per la realizzazione del grafico sono la "gamma prodotti" e la "produzione"; la quota di mercato pur non essendo direttamente presente sugli assi, è rappresentata dalla grandezza del "cerchio" emblema di ciascuna impresa leader (la R&S non è considerata nel precedente grafico per la parzialità delle statistiche raccolte). Passando al commento, la conformazione del grafico delinea la presenza di sette "regioni" in cui si concentrano le aziende dominanti. I quadranti del piano cartesiano interessati sono solo due, il primo e il secondo. In quest'ultimo si trovano le imprese che hanno ricevuto un punteggio pari a "3" per la "gamma prodotti" e un voto che varia tra "1" e "2" per la "produzione". Nel primo quadrante invece la densità delle società leader nel settore del comfort termico aumenta (le restanti cinque regioni si collocano in quest'area). In peculiare, nella 7° regione spicca l'azienda marchigiana Ariston Thermo Group che svetta sugli altri competitors, insieme al colosso olandese BDR Thermea. La società marchigiana ha condotto un simile studio sulla competitività nel settore del comfort termico; i risultati ottenuti dalla multinazionale di Fabriano si avvicinano considerevolmente a quelli del grafico precedente (Grafico: Analisi posizionamento competitivo).

Dall'analisi concernente la competitività di Ariston Thermo Group, si passa all'esamina del suo percorso di espansione globale. La penetrazione della multinazionale marchigiana in diversi mercati geografici è il risultato di un processo di internazionalizzazione meticolosamente programmato. Le operazioni di M&A sono gli strumenti prediletti tramite i quali Ariston Thermo Group ha conseguito la sua sbalorditiva crescita. Le aziende acquisite dal gruppo con sede a Fabriano sono varie: Elco-Cuenod (2001), Rendamax (2001), Chaffoteaux (2001), MHS Boilers (2010), Cipag-Domotec (2011), DhE (2013), Heat Tech Geysers (2014), ATAG (2014), Gastech-Energi (2015), SPM Innovation (2015), NTI (2016), HTP (2017). Presentato questo peculiare processo di espansione dettato dalle operazioni di acquisizione e fusione condotte dell'azienda marchigiana, è abbastanza immediato il collegamento con uno dei più famosi riferimenti teorici analizzati precedentemente: il modello di Uppsala. Il percorso di internazionalizzazione di Ariston Thermo Group tramite progetti di cross-border M&A è avvenuto per gradi o stadi: le prime acquisizioni si sono concentrate nel vecchio continente; nel 2014

c'è stato il primo processo di M&A intercontinentale che ha interessato l'Africa (Heat Tech Geysers); nel biennio 2016/2017 vi è stata l'entrata nel territorio nord americano. Se nel modello di Uppsala gli stadi dell'internazionalizzazione dipendono dallo sforzo economico e dalla quantità di risorse utilizzate, nel processo di espansione di Ariston Thermo Group le varie fasi sono correlate alla distanza geografica del territorio in cui opera l'azienda target.

Assodata l'importanza dei processi di M&A come modalità di internazionalizzazione, delineato il ruolo nevralgico che le risorse umane ricoprono in questi progetti, studiato il mercato del comfort termico e definito il percorso di espansione globale di Ariston Thermo Group, non resta che esaminare come la multinazionale con sede a Fabriano prepara, organizza, sviluppa e gestisce le operazione di fusione e acquisizione. Al fine di rendere il più attendibile e meticoloso possibile tale studio, si sono intervistate alcune delle figure chiave coinvolte direttamente nei processi di M&A promossi da Ariston Thermo Group. Di seguito sono riportati alcuni passaggi fondamentali:

1. Quali sono i drivers che guidano le operazioni di fusione e acquisizione della società marchigiana?

Ivan Auriemma in merito a tale quesito afferma che i progetti di cross-border M&A condotti da Ariston Thermo Group non sono mai condizionati da motivazioni di natura finanziaria (fatturato o l'EBITDA). Le ragioni che guidano i processi di M&A dell'azienda marchigiana sono essenzialmente tre: entrare in un nuovo mercato, acquisire tecnologie, concretizzare sinergie industriali.

2. Nel caso di M&A finalizzato all'acquisizione di know-how, c'è un processo che faciliti il trasferimento di conoscenza dall'impresa acquisita a quella promotrice? Solitamente il know-how viene identificato come esperienza accumulata dal personale (tacita) o sviluppo di tecnologie concernenti prodotti e processi (codificata o esplicita)? In quale situazione vi è una maggiore difficoltà di trasferimento della conoscenza?

Cettina Todaro risponde, affermando che l'azienda marchigiana non possiede un processo standard e universale che faciliti il trasferimento di know-how dall'impresa target a quella promotrice. I procedimenti che si applicano sono due e variano a seconda della natura della conoscenza: se è tacita Ariston Thermo invia del personale presso l'impresa acquisita (come nel caso della società canadese

NTI), se è esplicita le realtà economiche coinvolte organizzano delle riunioni con lo scopo di individuare l'area da migliorare, capire come implementare il processo o la procedura e infine passare all'attuazione di quanto pianificato. La società marchigiana effettua progetti di M&A finalizzati all'impossessamento di know-how a prescindere dalla natura intrinseca della conoscenza. I processi di trasferimento del know-how sono tanto più difficili quando la natura della conoscenza è tacita.

3. Quale è il ruolo delle risorse umane nelle operazioni di M&A? In che fase del progetto vengono coinvolte? Esiste un particolare programma di leadership ideato da Ariston? Quale è il ruolo del leader/manager?

I responsabili del dipartimento HR dichiarano che nei progetti di M&A il ruolo delle risorse umane si concentra soprattutto nella fase di integrazione. In questo stadio si avviano una serie di attività sia per la costruzione di relazioni e rapporti positivi tra i membri delle realtà economiche sia per il trasferimento della conoscenza dal soggetto acquisto verso il promotore. Ariston Thermo Grouop non possiede un vero e proprio programma di leadership bensì attua una procedura di insediamento finalizzata all'allineamento delle performance aziendali: una persona "nativa" della società marchigiana viene inviata presso la realtà economica acquisita e coopera con i vertici dell'impresa bersaglio per raggiungere gli ambiziosi obiettivi operativi definiti congiuntamente dal presidente esecutivo e dall'amministratore delegato del gruppo multinazionale di Fabriano. In alcuni casi, il processo di insediamento non viene attuato: l'allineamento sui risultati che la società target deve conseguire avviene tramite un fitto scambio di informazioni e comunicazioni tra l'imprenditore locale e i vertici aziendali di Ariston Thermo Group.

L'intervista è stata realizzata tra Luglio e Settembre 2017, le figure chiave di Ariston Thermo Group che hanno gentilmente fornito un contributo importante per la realizzazione di questo elaborato sono le seguenti: Cettina Todaro responsabile del gruppo strategico di Milano, Ivan Auriemma co-responsabile del gruppo strategico di Milano, Francesca Saia responsabile dipartimento risorse umane di Milano e Silvia Iacchelli membro dell'ufficio HR di Fabriano. Compreso a fondo il prezioso contributo del dipartimento delle risorse umane e il modus operandi della società marchigiana in tema di M&A, per trarre delle conclusioni sull'affidabilità e sull'efficacia dei progetti di acquisizione elaborati da Ariston Thermo Group, si

procede con l'introduzione del modello teorico perfezionato da Annette Ranft e Michael Lord (2002). Gli studiosi hanno effettuato una serie di interviste ai vertici aziendali di imprese operanti in mercati altamente innovativi e tecnologici (biotecnologie, componenti di computer, software, elettronica e telecomunicazione), indagando sulle operazioni di M&A condotte da queste società nell'arco di trentasei mesi. Dal modello idealizzato, Annette Ranft e Michael Lord derivano 13 proposizioni caratterizzanti le operazioni di M&A finalizzate all'impossessamento di know-how. Cettina Todaro in collaborazione con i responsabili HR ha attribuito un valore (da 0 a 5) a ogni proposizione, così da confrontare il modello teorico con il modus operandi di Ariston Thermo Group

Proposizioni	Valutazione
1	5
2	2
3	1
4	4
5	5
6	5
7	5
8	5
9	5
10	2
11	3
12	5
13	4

Grado di comparabilità	
0	0%
1	20%
2	40%
3	60%
4	80%
5	100%

Tabella: Confronto M&A Ariston e modello teorico (Nostra elaborazione)

La media delle valutazioni attribuite alle varie proposizioni è pari a 3,92. In termini percentuali il grado di comparabilità delle procedure di M&A condotte dalla società marchigiana e il modello teorico è del 78,4%. Questo risultato delinea la presenza di forti analogie tra i principi fondamentali su cui si fondano le acquisizioni di Ariston Thermo e le proposizioni individuate da Annette Ranft e Michael Lord.