

Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra di Corporate Governance e Internal Audit

**M&A ED IL RUOLO DELL'INTERNAL AUDIT:
ANALISI DEL CASO PIRELLI-CHEMCHINA**

Relatore
Prof. Simone Scettri

Correlatore
Prof. Giovanni Fiori

Candidato
Rui Hui Hong
Matr.686951

Anno accademico 2017/2018

Indice

Introduzione.....	4
--------------------------	----------

Capitolo 1: Le operazioni Straordinarie

Introduzione	7
1.1 Definizione generale e motivi di una M&A.....	8
1.1.1 Punti di forza	11
1.1.2 Punti di debolezza	14
1.2 Fasi dell'operazione	15
1.2.1 L'origination: fonti esterne o scouting diretto	17
1.2.2 La negoziazione	18
1.2.2.1 La due diligence	19
1.2.2.2 Metodi di valutazione aziendale	20
1.2.3 Post acquisto	24
Conclusioni	25

Capitolo 2: Il ruolo della Corporate Governance nelle M&A

Introduzione	26
2.1 La Corporate Governance e gli assetti societari	27
2.2 Relazione fra assetti societari, Corporate Governance ed operazioni M&A	31
2.3 Gli organi di controllo ed il Sistema di Controllo Interno	34
Conclusioni	41

Capitolo 3: L'Internal Audit ed il ruolo nelle M&A

Introduzione	43
3.1 Definizione del ruolo dell'Internal audit ed il suo funzionamento	44
3.2 Perché istituire una funzione di Internal Audit	51
3.3 L'Internal Audit nel sistema di controllo interno	54

3.4 Compiti dell'Internal audit nelle M&A	60
3.4.1 Compiti nella fase di preliminare	61
3.4.2 Ruolo all'interno dell'operazione	62
3.4.3 Integrazione post-operazioe	64
3.4.4 Audit post-operazione	65
Conclusioni	66

Capitolo 4: Analisi del Caso Pirelli-ChemChina

Introduzione	69
4.1 Pirelli la sua Corporate Governance e gli organismi di Controllo interno	70
4.2 ChemChina la sua Corporate Governance e gli organismi di Controllo interno ...	81
4.3 Analisi dell'operazione di acquisto	84
4.4 Corporate Governance Post-Acquisizione	92
Conclusioni	111
Conclusioni	113
Riferimenti	117
Sitografia	120
Riassunto	121

Introduzione

Il lavoro si propone di analizzare il ruolo della Corporate Governance, ed in particolare della funzione di Internal audit nelle operazioni di Mergers & Acquisition (di seguito anche M&A), con l'obiettivo di mettere alla luce il peso che ha la Corporate Governance nelle operazioni strategiche di investimento ad alto rischio con l'obiettivo di creazione di valore nei confronti degli stakeholders.

Lo scopo del lavoro darà inoltre molta enfasi sul ruolo dell'internal audit all'interno di tali operazioni, nel quale si avrà l'obiettivo di evidenziare l'importanza del ruolo che ricopre, e soprattutto di quello che può ricoprire in tali operazioni rischiose. Ciò in quanto nei passati anni ha avuto un peso insufficientemente rilevante in tali operazioni, considerate soprattutto le sue competenze nel ruolo.

Il trend delle operazioni di M&A degli ultimi anni è stato più che positivo sia nell'ambito nazionale che internazionale.

Nel territorio nazionale italiano, sono state registrate 733 operazioni dal valore di 41 miliardi di euro nel 2017 di il quale dato dimostra un elevato livello di dinamicità¹.

Nello specifico, molti deal, anche rilevanti sia per controvalore sia per il loro valore industriale, sono stati annunciati nel corso dell'anno ma non si sono ancora chiusi.

Si conferma l'interesse degli investitori esteri verso le aziende italiane: 244 operazioni realizzate nel 2017 per un controvalore complessivo di circa 20 miliardi di euro.

Le operazioni di natura finanziaria, come l'acquisizione di una quota vicina al 12% di Autostrade per l'Italia da parte di Allianz Capital e Silk Road, che hanno investito un totale di circa 1,75 miliardi di euro, sono un segnale importante di un sentiment finalmente positivo sul recupero economico nazionale². A livello globale, l'andamento rimane molto positivo, registrando 3.7 trilioni di \$ di volumi di transazioni³ dimostrando la crescente rilevanza di tali operazione nell'economia, guidata anche da una forte globalizzazione degli ultimi anni.

¹ M. Ferretti, *Mercato in Italia nel 2017: il rapport KPMG Corporate Finance*, KPMG, 2018

² M. Ferretti, *Mercato in Italia nel 2017: il rapport KPMG Corporate Finance*, KPMG, 2018

³ 2018 Global M&A Outlook, JP Morgan, 2018

Andando ad analizzare lo specifico caso delle M&A cross border cinesi, è emerso come le aziende cinesi, hanno speso negli ultimi anni una cifra intorno ai 227 miliardi di dollari⁴, avendo circa una crescita del 33%.

I driver principali di tali strategie sono molte, fra cui le più importanti sono certamente la crescita esponenziale del paese, che ha potuto permettere il cumulo di ingenti risorse finanziarie da reinvestire non solo internamente, ma anche all'estero, soprattutto tramite l'acquisizione strategiche di aziende operanti in settori molto importanti, potendo quindi portare il Know-how più avanzato a disposizione del proprio paese, garantendo quindi una crescita anche innovativa.

Inoltre, altri fattori vantaggiosi sono stati la rivalutazione della valuta nazionale, la quale è divenuta nel corso degli ultimi anni sempre più forte nei confronti delle maggiori valute estere, come il dollaro e l'euro.

Infine, un fattore di fondamentale rilevanza è stato il governo nazionale, il quale con il suo potere ha potuto supportare le aziende nel compimento di tale operazioni, soprattutto a livello finanziario.

Riguardo la Corporate Governance, negli ultimi anni ha assunto un ruolo di fondamentale importanza all'interno delle società, in quanto risulta essere una variabile chiave in fase di decisione di investimento, in maggior modo nelle operazioni di investimento ad alto rischio come le M&A. Numerosi studi hanno inoltre dimostrato come una buona Governance possa portare la creazione e distribuzione del valore all'interno delle società, portando anche miglioramenti nelle performance aziendali.

Dati gli scandali finanziari degli anni 90', anche il ruolo dell'internal audit ha incominciato ad assumere un ruolo di rilevante importanza, al contrario del passato, guidato anche dalla crescita delle complessità all'interno delle aziende.

L'audit infatti si configura come un sistema che agisce nell'interesse aziendale, divenendo quindi un mezzo di controllo dell'efficienza e dell'efficacia nelle varie aree all'interno dell'azienda, e gestendo inoltre nella maniera più corretta possibile i potenziali rischi.

⁴ D. Cogman, P. Gao, N. Leung, Making sense of Chinese outbound M&A, Mckinsey, 2017

Nello specifico, lo studio avrà oggetto le operazioni di M&A, analizzando la prassi da seguire per compiere una tale operazione, illustrando i motivi per cui una tale operazione viene compiuta, la fase del processo, che inizia con una fase preliminare di studio strategico, passando dalla due diligence, valutazione e fase post integrazione.

Lo step successivo sarà la ricerca sul peso della Corporate Governance sulle scelte e performance aziendali, con particolare focus sulle operazioni di M&A.

Conseguentemente si illustrerà la figura dell'internal auditor, la sua disciplina e il contesto aziendale in cui si colloca, analizzando gli organi sociali con cui interagisce per compiere il suo lavoro.

Verrà poi analizzato il suo compito in un contesto di M&A, il quale in passato è stato molto passivo e di supporto, mentre negli ultimi anni si sta rendendo sempre più attivo ed in forte richiesta per l'analisi delle operazioni.

Infine, verrà analizzato un caso che concentra i concetti analizzati, prendendo in considerazione un caso di Fusione Inversa fra una società cinese ChemChina ed una Italiana, Pirelli, illustrando la natura delle società, il contesto in cui operano, la loro Governance societaria, per poi infine analizzare il progetto di fusione, la Governance societaria post fusione.

In conclusione, si può quindi segnalare a seguito dello studio effettuato, come il ruolo dell'internal audit non siano state sfruttate a pieno le sue competenze, soprattutto in operazioni strategiche di fondamentale importanza e ad alto rischio come le operazioni straordinarie di M&A.

Inoltre, l'analisi del caso della fusione avvenuta fra le società in oggetto ha mostrato la differenza del modello di Corporate Governance adottato in due paesi completamente diversi, facendo riferimento non solo agli organi sociali, ma anche al nuovo sistema di controllo interno adottato dalla società ed ai compiti previsti dalla Governance societaria e dai comitati previsti da essa.

Capitolo 1

LE OPERAZIONI STRAORDINARIE

Introduzione

In questi ultimi anni le operazioni di M&A hanno avuto un ruolo molto importante nelle scelte strategiche per raggiungere determinati obiettivi di crescita.

Il fenomeno di tali operazioni sta riscontrando una diffusione assai elevata, dato anche il processo di globalizzazione in atto che sta portando ad attuare operazioni di fusione od acquisizione non solo per una crescita aziendale, ma anche per entrare in nuovi mercati geografici, come per esempio le M&A cross border.

Nel seguente capitolo verrà trattato e spiegato l'argomento delle operazioni straordinarie, con una prima overview generale per poi focalizzarsi su operazioni più specifiche, come quelle delle Merge e delle Acquisitions le quali stanno avendo una notevole importanza sia nell'ambito strategico del business che finanziario.

Si passerà poi ad un'analisi specifica dell'operazione di M&A, attraverso un primo studio sulle cause e quindi i motivi per i quali le aziende effettuano questo tipo di operazione, ovvero i punti di forza e di debolezza che possiede questo tipo di operazioni.

Infine poi si esporrà il processo di un'operazione M&A, partendo da una fase preliminare, per poi analizzare le fasi "cuore" dell'operazione come la negoziazione, la due diligence e la valutazione dell'azienda, con un focus finale sulla fase post operazione nella quale si evidenzia il livello di importanza di codesta fase, la quale se negativa, può portare ad una perdita del benefici che si volevano raggiungere con l'operazione di M&A, rendendola controproducente.

1.1 Definizione generale e motivi di una M&A

Le operazioni di finanza straordinaria rappresentano operazioni che cambiano la struttura delle imprese presenti sul mercato e di conseguenza il loro modo di interagire con esso, i loro punti di forza e di debolezza⁵.

Tali operazioni sono chiamate straordinarie in quanto vengono realizzate al di fuori della gestione ordinaria dell'impresa, le quali possono consistere in trasformazioni, che a loro volta si differenziano in eterogenee ed omogenee, in operazioni aventi oggetto il trasferimento della titolarità o controllo dell'impresa ed operazioni di liquidazione.

Le operazioni di M&A possono essere definite come una combinazione di due o più aziende in una nuova azienda o corporazione⁶.

Tali operazioni hanno l'obiettivo principale dello sviluppo dimensionale e si differenziano profondamente, per caratteristiche e finalità strategiche, dagli investimenti industriali, commerciali e in ricerca e sviluppo realizzati direttamente dall'impresa allo scopo di incrementare in modo endogeno le proprie dimensioni⁷.

Sebbene l'operazione di acquisizione venga di solito abbinato a quello della fusione, le due tipologie di operazioni, le quali fanno parte insieme alle strategie di crescita esterna, differiscono per alcuni aspetti peculiari.

La fusione è una forma di riorganizzazione complessiva dell'impresa che coinvolge più società e necessariamente l'intero loro patrimonio. Essa può eseguirsi mediante la costituzione di una nuova società ovvero mediante l'incorporazione in una società di una o più altre⁸.

Il fattore centrale delle fusioni è la volontà di creare valore. Creare valore significa far crescere i profitti, anche oltre la somma dei profitti delle imprese partecipanti all'operazione stessa.

⁵ M. Nicodemo, *Le operazioni straordinarie*, Manuali Professionali, UTET, 2010.

⁴ A. Roberts, W. Wallace, P. Moles, *Mergers and Acquisitions*, Edinburgh Business School, 2010.

⁷ M.R. Napolitano, *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*, Dases 2008.

⁸ Art. 2501 c.c.

Fattori molto importanti per l'efficacia della fusione sono:

- Disposizione della strategia di lungo periodo;
- Analisi delle variabili esogene che possono influenzare l'operazione;
- Struttura delle attività pre e post fusione;
- Costi legati all'operazione.

Particolare importanza la ha il fattore della cultura aziendale, in quanto una grande divergenza della stessa, spesso porta le imprese a non amalgamarsi pienamente, così da portare al fallimento della fusione⁹.

Le acquisizioni sono un fenomeno anch'esso molto diffuso, che rappresentano una strada più breve per una crescita dimensionale e di competitività. Con tale operazione, l'impresa ha la possibilità di crescere sia a livello patrimoniale che di fatturato accelerando così il processo di creazione di valore. Va però evidenziato come tale tipo di operazione debba esser al centro di un piano strategico e non realizzata in maniera "isolata".

A livello operativo, l'acquisizione può essere distinta da un'acquisizione totale, nella quale viene acquistato e trasferito l'intero complesso aziendale, ed una acquisizione parziale, avente per oggetto una quota di partecipazione che permette di possedere il controllo della società target stessa.

Può inoltre esser svolta un confronto fra le due operazioni, evidenziando i vantaggi e svantaggi fra una acquisizione rispetto la fusione e viceversa.

I vantaggi della fusione rispetto all'acquisizione sono che la fusione è un'operazione più lineare e, in alcuni casi, può esservi il vantaggio che, attraverso la fusione, si ottiene il coinvolgimento nella gestione della vecchia proprietà dell'impresa acquisita.

Sono presenti inoltre svantaggi nella fusione rispetto all'acquisizione in quanto si possono riscontrare grosse difficoltà di integrazione.

Anche molte acquisizioni possono portare alla fusione dell'acquirente e dell'acquisita, in quanto nella maggior parte dei casi le due imprese devono essere integrate fra loro per produrre migliori performance.

⁹ M.J Epstein, *The determinants and evaluation of Merger*, 2015.

Fusioni e acquisizioni sono quindi spesso studiate insieme, poiché pongono analoghi problemi strategici, organizzativi, culturali e comunicazionali.

Si tratta di un fenomeno caratterizzato da un elevato grado di complessità, dovuto alla molteplicità delle forme tecniche disponibili, alla varietà degli obiettivi perseguibili e dei risultati conseguibili. Le operazioni di M&A inoltre, possono essere classificate a seconda del loro livello di business, dell'offerta effettuata per iniziare e concludere l'operazione ed infine in base alla strategia di transazione¹⁰.

Le operazioni distinte in base al livello di business sono:

- Orizzontali, quando i soggetti della M&A operano in settori simili e ad uno stesso livello aziendale;
- Verticali, dove l'azienda si espande superiormente alla supply-chain nel caso di acquisizione di un fornitore, od inferiore nel caso di acquisizione di un cliente;
- Conglomerate, coinvolgono in operazioni M&A integrazioni di aziende completamente diverse sia considerando l'attività ed il prodotto e/o servizio venduto.

A seconda dell'offerta effettuata, possiamo distinguere le M&A in due modi:

1. Amichevole, quando il management sia dell'azienda offerente che quello della società target sono in sintonia ed accettano senza problemi l'operazione;
2. Ostile, quando l'operazione è forzata e contro la volontà del management della società target. L'offerta in questo caso viene fatta direttamente ai titolari delle azioni della società, senza il consenso del management della società target stessa.

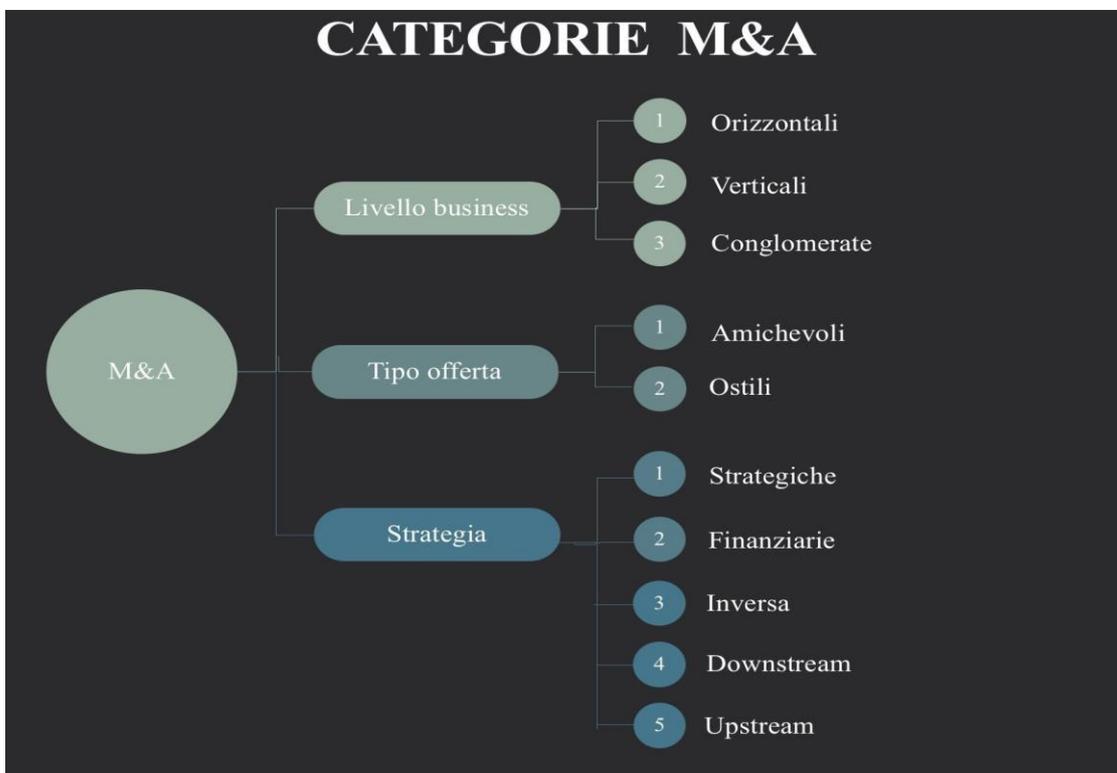
Infine si può effettuare una classificazione basata sulla strategia:

- a. Strategica, dove l'operazione viene effettuata per le sinergie che possono crearsi, rendendo più profittevole la nuova entità creata rispetto lo svolgimento del business in maniera separata;

¹⁰ Kishore R.M., *Financial Management*, Comprehensive Text Book with Case Studies, 2009.

- b. Finanziaria, dove l'offerta viene effettuata dato il basso prezzo azionario presumibilmente inferiore al valore dell'azienda;
- c. Inversa, dove un'azienda grande e profittevole si fonde o acquista una azienda piccola ed in perdita;
- d. Downstream, nella quale l'azienda madre si fonde con una associata;
- e. Upstream, è inversa alla Downstream, dove si ha una fusione fra l'associata e l'azienda madre.

Figura 1 Classificazione M&A



Elaborazione dell'autore

1.1.1 Punti di forza

I punti di forza, da un punto di vista operativo, vengono espressi prettamente in casi di operazioni di M&A tra imprese che hanno prodotti simili, concorrenti, sostituti o uguali, cioè da M&A correlate, orizzontali o verticali.

Tali benefici possano esser ricavati anche da operazioni di M&A diverse, in cui è comunque conveniente una singola gestione strategica. Queste situazioni vantaggiose derivano dalle nuove combinazioni produttive e dai diversi rapporti delle imprese con il mercato¹¹.

Numerosi studi hanno sottolineato come strumento più conforme per la valutazione delle sinergie, la catena del valore di Porter, secondo la quale si scompongono le combinazioni produttive delle imprese nelle singole attività della catena del valore. Attraverso la scomposizione risulta più semplice comprendere dove vi sono interrelazioni effettive o potenziali che potrebbero far ottenere benefici, se gestite congiuntamente tramite integrazione o coordinamento.

Le sinergie non sono esclusive delle attività tangibili, ma anzi, lo sfruttamento delle sinergie generate da attività intangibili, come il know-how o il patrimonio culturale, spesso sono la prima fonte di vantaggio competitivo¹².

Un fondamentale vantaggio delle operazioni di M&A è rappresentato dalla rapidità con cui un'impresa riesce a posizionarsi in un nuovo settore, o nel caso di M&A cross border, di entrare in un nuovo mercato geografico, come per esempio nel caso Danone, azienda francese, che è entrata nel mercato cinese con l'acquisizione parziale di Wahaha group nel 1996.

Attraverso tali operazioni, l'impresa incorporante, non dovrà sostenere la spesa di rilevanti risorse per ottenere una posizione competitiva e rilevante nel nuovo mercato, né per sviluppare le risorse necessarie, siccome si avvarrà della possibilità di usufruire dell'impresa target/incorporata e tutte le sue caratteristiche.

Le competenze e le risorse risultano diventare un problema rilevante quando queste sono scarse e/o difficili da riprodurre, e il fatto di poter sfruttare la società acquisita,

¹¹ Bruni G., *Fusioni e scissioni*. Giuffrè, 1997

¹² Snichelotto M., Pegoraro a., *Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo*, 2009.

anziché doverle sviluppare ex-novo, risulta essere una grande fonte di vantaggio competitivo.

Uno degli esempi più considerevoli è quello delle imprese farmaceutiche e delle loro continue fusioni e/o acquisizioni che consentono loro lo sviluppo aziendale e lo sfruttamento delle risorse altrui in un arco di tempo molto molto più ristretto rispetto ad una ipotetica crescita interna¹³. Oltretutto l'acquisizione/fusione con un'impresa favorisce il consolidamento della posizione competitiva nel mercato.

Tale situazione avviene attraverso l'eliminazione di un potenziale concorrente dal mercato di riferimento e questo, oltre a ampliare e rafforzare la presenza sul mercato, concede all'impresa la possibilità di scegliere un prezzo più vantaggioso, che prima non poteva adoperare per l'esistenza di una guerra sui prezzi.

Inoltre questo consente di far aumentare anche il potere di mercato e la reputazione del brand. Successivamente, consente di evitare che la competitività nel settore aumenti, perché la forza dell'impresa formatasi, permette l'aumento delle barriere all'entrata e, di conseguenza, limita l'inserimento di nuovi competitors.

Risultano importanti anche la ricerca e sviluppo, in quanto in alcuni settori investire in ricerca e sviluppo per scoprire nuovi prodotti e tecnologie è di estrema importanza. Una fusione o una acquisizione permette all'azienda di essere più redditizia, con maggiori fondi per la ricerca e lo sviluppo¹⁴.

Ulteriori benefici formati da tali operazioni, vanno dalla creazione di economie di scala, di gamma, di esperienza e di integrazione¹⁵. Inoltre, lo sfruttamento di queste economie l'organizzazione riesce ad aumentare l'efficienza della riduzione dei costi. Infine, altro vantaggio operativo deriva dalla possibilità di accedere ad una paniera di clienti più grande, il quale produce vantaggi anche in termini di quota di mercato.

¹³ D. Collins, C. Montgomery, G. Invernizzi, M. Molteni, *Corporate level strategy*. McGrawHill 2012.

¹⁴ Economics help, 2012

¹⁵ A. Imparato, 2014

Tale scenario risulta essere possibile se l'azienda incorporata ha canali di distribuzione e sistemi diversi a quelli della società incorporante che è possibile utilizzare per le proprie offerte.

I benefici finanziari hanno un ruolo di fondamentale importanza nelle scelte di fusione o acquisizione, infatti, la possibile riduzione del costo del capitale per le imprese coinvolte nell'eventuale operazione, rappresenta senza dubbio il beneficio più importante. Il decremento del costo è possibile in quanto un'operazione di questo tipo eleva dal punto di vista creditizio le imprese, infatti anche l'impresa più debole coinvolta, a seguito di una operazione di fusione/acquisizione potrà usufruire di maggiori garanzie e quindi ottenere finanziamenti a costi minori. La diminuzione del costo del capitale è possibile anche perché una fusione o una acquisizione possono condurre ad una riduzione del rischio operativo tramite una diversificazione che concede l'opportunità di ottenere prestiti ad un tasso inferiore e di remunerare il capitale di rischio in misura inferiore.

Anche i vantaggi di ordine fiscale hanno un ruolo importante per l'esecuzione di una operazione di M&A. Uno dei tanti benefici riguarda la possibilità di imputare a ogni esercizio quote di ammortamento maggiori, il quale deriva dalla rivalutazione contabile dei beni strumentali iscritti in bilancio e dell'eventuale avviamento.

1.1.2 Punti di debolezza

Tali operazioni di M&A oltre a presentare dei vantaggi, presentano anche dei punti negativi e quindi di debolezza.

Uno dei problemi principali è il costo molto alto di un'operazione M&A, soprattutto nel caso in cui si tratti di offerte pubbliche d'acquisto "ostili", dove molto spesso il prezzo pagato per conseguire l'operazione è maggiorato. Le cause di tale prezzo maggiorato, non derivano solo da situazioni di OPA ostili, ma anche in caso di concorrenza con altre potenziali acquirenti su una stessa azienda target. Inoltre a tali prezzi maggiorati, concorrono ulteriori costi elevati, come per esempio i costi legali

legate alle operazioni¹⁶. Tale prezzo, maggiore rispetto al suo effettivo valore di mercato, può portare alla perdita del possibile valore aggiunto che potrebbe portare l'operazione. Va però sottolineato che la determinazione precisa del prezzo può risultare molto difficile, dato che dall'operazione possono sorgere una serie di problematiche relative a possibili sinergie derivanti dall'operazione, il premio e la corretta stima degli assets¹⁷.

Oltre a problematiche di natura strettamente economica, possono sorgere problematiche di natura socio-aziendale legate al processo post-integrazione. Tale processo molto spesso risulta essere molto complesso, spesso causato da differenze molto marcate di culture aziendali delle aziende soggette dell'operazione.

Infine, ulteriori problematiche che possono sorgere in questo tipo di operazioni sono l'eventuale inadeguatezza del management nel gestire operazioni straordinarie, perdita di clienti, dipendenti i quali non concordano per svariati motivi con l'operazione (es. data l'aumento della quota di mercato dell'impresa ed un aumento del prezzo molto probabile, il cliente può decidere di cambiare fornitore) e/o non aver chiaro fino in fondo, senza la programmazione di un piano, l'obiettivo che si cerca di raggiungere tramite un operazione M&A.

1.2 Fasi dell'operazione

Ogni operazione di acquisizione e fusione è un processo articolato su più fasi dove sono molti i soggetti coinvolti che giocano un ruolo determinante¹⁸. Le parti direttamente implicate (azionisti e manager) tendono ad essere assistiti da consulenti specializzati, gli Advisors finanziari, con il compito di proporre l'operazione, effettuare l'analisi economico - finanziaria ed assistere le parti nelle trattative.

¹⁶ Capital shores, 2014.

¹⁷ Fonana, Boccardelli; *Corporate strategy. Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*, Hoepli, 2015

¹⁸ Luca Gillio Tos, *Il ruolo dell'advisor nel processo di m&a*; Knet Project Srl, 2017.

Altre figure che rientrano nelle operazioni sono i consulenti fiscali, legali, ambientali e i revisori, che entrano in scena in maniera più marginale in alcune fasi del processo.

Uno dei fattori fondamentali per una transazione di successo è avere una strategia di M&A chiara, coerente e formalizzata, come pure un approccio “scientifico” alla selezione dei possibili target. Prima di intraprendere un processo di M&A, bisogna avere definito gli obiettivi strategici da compiere, avere una chiara visione del settore, del posizionamento competitivo dell’impresa, dei propri punti di forza e di debolezza. In altre parole, le scelte in materia d’acquisizione devono essere sostenute da dati e scenari logicamente dimostrabili.

Le principali fasi di un’operazione M&A consistono quindi nell’origination che è una fase preliminare delle M&A nella quale viene svolto principalmente uno scouting.

Una volta individuata l’azienda target, viene effettuata una due diligence sulla stessa, volta alla conoscenza più approfondita della società target. Di seguito poi verrà scelto il metodo ed effettuata la valutazione del soggetto target per calcolare in maniera più consona e precisa possibile il prezzo da pagare.

Infine ci sarà una negoziazione fra le parti con il closing in caso di esito positivo.

Figura 1.1 Fasi dell’operazione



1.2.1 L'origination: fonti esterne o scouting diretto

Il processo prende avvio con la fase dell'analisi strategica preventiva, all'interno del quale il progetto di acquisizione deve trovare una collocazione precisa e coerente¹⁹.

Le attività che normalmente rientrano in questo primo processo preliminare sono:

1. Impostazione strategica;
2. Definizione degli obiettivi e dell'impresa target;
3. Ricerca di alternative.

Durante l'impostazione strategica il soggetto responsabile, che molto spesso risulta essere un Advisor esterno, effettua un'analisi del settore di riferimento, uno studio sulle aree di debolezza dell'impresa sua cliente e cerca di identificare possibili sinergie conseguibili tramite l'operazione di M&A considerando la coerenza dell'operazione con la strategia complessiva dell'azienda.

La seconda fase della definizione degli obiettivi e dell'impresa target si focalizza sul delineamento degli obiettivi che si vogliono raggiungere e del tipo di società ideale da acquisire. Si effettua quindi un'operazione detta di "targeting" nella quale si fissano i criteri dell'acquisizione. Ulteriori aspetti che vengono analizzati in questa fase sono la dimensione della società target, il settore, l'area geografica, il livello di investimento necessario, il prezzo limite ed il piano economico finanziario alla base.

Infine con la ricerca delle alternative, ci si pone l'obiettivo di individuare un gruppo di soggetti potenziali target, per poter confrontare le diverse soluzioni a disposizione.

In questa fase preliminare è inoltre fondamentale l'apporto che può dare l'Advisor, sia in termini di expertise diretta che di supporto strategico²⁰. Qualsiasi piano sviluppato solo dall'imprenditore dovrebbe essere confrontato con l'esterno, perché si corre il rischio di essere condizionati dalla parte emotiva legata alla società e perché si può avere una visione distorta della situazione complessiva del proprio settore. L'Advisor, con la sua valutazione oggettiva e razionale, può aiutare nella definizione dei parametri per la scelta del target di investimento.

¹⁹ F. Hermann Shutz, EY BFA, *Come valutare, acquistare cedere un'azienda-Guida M&A*, AIFI, 2007

²⁰ Luca Gillio Tos, *Il ruolo dell'advisor nel processo di m&a*; Knet Project Srl, 2017.

In Italia, al contrario dei paesi anglosassoni e di altri paesi industriali, viene maggiormente riscontrata una diffidenza da parte degli imprenditori nei confronti dei consulenti specializzati nelle operazioni di M&A, sia per ragioni legate al “fai da te” tipico delle piccole e medie imprese familiari, sia per una sottovalutazione delle implicazioni problematiche inerenti a tali processi.

Conferire un mandato ad un consulente esterno specializzato in operazioni straordinarie può comportare diversi vantaggi:

- Competenze ed esperienza specifiche: avere un Advisor significa acquisire esternamente le competenze e l’esperienza specifica necessarie per affrontare nel migliore dei modi un’operazione straordinaria;
- Garanzia di riservatezza e confidenzialità durante tutte le fasi del processo;
- Accesso ad informazioni riservate e una più consistente base di ricerca mediante l’utilizzo di provider specifici e grazie alla rete di conoscenze e contatti personali dei professionisti;
- Capacità di attrarre un numero più ampio di potenziali acquirenti o target, anche internazionali;
- Predisposizione della documentazione ed analisi di supporto;
- Miglior coordinamento dell’intero processo e di tutti i soggetti coinvolti.

1.2.2 La negoziazione

La negoziazione è una macro-fase la quale copre diverse fasi del processo di M&A, dall’avvio dei contatti con la controparte fino alla conclusione della trattativa²¹.

Il buon esito della negoziazione è legato fortemente alla qualità delle figure coinvolte nell’operazione, sia da un punto di vista tecnico che emotivo.

In questo stadio dell’operazione, molto importante è la sottoscrizione della lettera di intenti fra le parti, nella quale vengono indicate le linee guida che le parti seguiranno per procedere con l’operazione.

²¹ F. Hermann Shutz, EY BFA, *Come valutare, acquistare cedere un’azienda-Guida M&A*, AIFI, 2007

La lettera nella generalità dei casi contiene il prezzo dell'operazione o il metodo di valutazione che si vuole utilizzare, fattori economici chiave e aspetti procedurali che formeranno le basi per la due diligence e negoziazione vera e propria²².

Tale lettera, può inoltre aiutare entrambi i soggetti dell'operazione ad identificare eventuali rilevanti problemi che potrebbero bloccare sin dall'inizio il processo di fusione o acquisizione, o il caso contrario può facilitare la preparazione del definitivo accordo di operazione²³.

1.2.2.1 La due diligence

La due diligence è un'analisi conoscitiva della società oggetto di un'operazione M&A, commissionata da una delle parti e svolta da consulenti di sua fiducia i quali differiscono dall'advisor²⁴.

Va sottolineato che tale analisi non consiste in un rilascio di certificazioni, ma consiste semplicemente in un mero controllo approfondito sullo stato di salute dell'azienda oggetto dell'operazione, delle sue potenzialità e sulle sue eventuali rischi potenziali, utili in sede di negoziazione.

Le aree tipiche che copre un'operazione di due diligence sono:

- a) Di mercato, quindi focalizzata sui prodotti, quote di mercato, posizionamento, livello tecnologico ed investimenti necessari;
- b) Economico-finanziaria, dove si ha una verifica di dati contabili, un controllo sulla posizione finanziaria, della sensitività del business plan e dei flussi di cassa;
- c) Legale, concernente esami di contratti e del contesto normativo di riferimento;
- d) Fiscale, dove viene effettuato un check di tutta l'area fiscale della controparte;
- e) Ambientale, con analisi del rispetto della normativa in vigore e delle procedure interne;

²² ABA association, *Model Stock Purchase Agreement*, Second Edition, 2010.

²³ Ballard Spahr LLP; C. Circosta and J. T. Bashore; *II Letters of intent and term sheets in the context of M&A transactions*, 2012.

²⁴ T. Laudiso, Deloitte FSA, *Come valutare, acquistare cedere un'azienda-Guida M&A*, AIFI, 2007

- f) Sistema informativo aziendale, dove si analizza principalmente l'efficacia del sistema stesso e gli eventuali aggiornamenti da effettuare;
- g) Risorse umane, inerente l'analisi del management, politiche retributive e sul personale.

Nel caso in cui nel report finale si evidenziassero dei problemi inerenti a rischi eccessivi, si potrebbe avere come conseguenza una revisione sostanziale del prezzo calcolato od in casi estremi anche l'interruzione della trattativa stessa.

Per questo è necessaria una due diligence molto approfondita, così da arrivare al tavolo del negoziato avendo una visione più esaustiva possibile potendo svolgere così una trattativa professionale fondata su informazioni oggettive e verificate.

1.2.2.2 Metodi di valutazione aziendale

Il metodo di valutazione non è unico, ma viene utilizzato uno dei vari metodi a disposizione del professionista che più si adatta alla situazione e natura del soggetto dell'operazione.

I processi di valutazione esigono inoltre due competenze complementari fra loro, cioè quelle aziendalistiche per cogliere gli aspetti sostanziali del mercato, le implicazioni strategiche e le prospettive dell'azienda, e competenze di natura finanziaria per poter svolgere le analisi finanziarie inerenti i tassi di volatilità costo del capitale e misure delle performance.

Va sottolineato come non esiste un valore assoluto, in quanto la soggettività del professionista che effettua la valutazione è netta, dimostrata dal fatto che in molti casi anche con stessi dati alla mano e dati i molteplici modelli di valutazione, ogni professionista arriva a considerazioni e valutazioni diverse.

Pertanto valutare un'azienda significa piuttosto pervenire un range di valori, all'interno del quale si colloca la stima del prezzo che verosimilmente potrebbe essere raggiunto

in una trattativa, prezzo che in definitiva dipende dal potere contrattuale delle parti negoziali, dalle loro aspettative e dalle rispettive motivazioni²⁵.

Il valore di un'impresa a livello teorico è descritto come l'attualizzazione al presente dei flussi di reddito futuri che l'azienda riuscirà a creare.

Tale valore va correlato al livello di rischio derivante dallo stadio di incertezza ed aleatorietà della stima dei flussi futuri, che accresce in base all'arco temporale preso in considerazione.

Può quindi esser affermato come la rischiosità dei flussi di reddito è direttamente proporzionale al tasso di sconto, ovvero, più alta è la rischiosità dei redditi e maggiore sarà il tasso di sconto dei redditi prodotti.

Bisogna però evidenziare come questo valore tiene sempre conto dello storico aziendale, per il raggiungimento di una visione più accurata dello stato attuale dell'azienda, verificando anche se parzialmente, l'attendibilità delle previsioni future in base al confronto con le performance passate.

Inoltre a tale valore, bisogna valutare se in caso di acquisto solo di quote, se tali siano di controllo o meno, in quanto se di controllo, normalmente al prezzo viene aggiunto un premio di maggioranza.

Per quanto riguarda i metodi di valutazione, esistono molte tipologie adottabili in una valutazione aziendale che in determinate situazioni possono essere integrati fra loro.

Tali metodi sono suddivisi per valutazioni assolute o relative.

Per le valutazioni assolute, abbiamo svariati metodi che sono:

- Metodo patrimoniale;
- Modello reddituale;
- Modello misto patrimoniale e reddituale;
- Modello finanziario.

Nel caso invece di valutazioni relative abbiamo il metodo dei multipli che si basa sulla teoria dei moltiplicatori di mercato.

²⁵ M. Tanzi Marlotti, PwC CF, *Come valutare, acquistare cedere un'azienda-Guida M&A*, AIFI, 2007

Il metodo patrimoniale è uno dei metodi più classici il quale però è divenuto uno dei meno utilizzati data la nascita di nuovi modelli di valutazione più innovativi. Tale metodo però conserva una sua utilità in quanto è la base per un calcolo corretto sia dei redditi prospettici sia dei flussi monetari futuri.

Nonostante questa limitazione, la verifica della consistenza effettiva del patrimonio netto aziendale, a valori di mercato, è comunque utile ai fini di un corretto apprezzamento della capacità dell'azienda, o del ramo di azienda, di generare flussi.

Le valutazioni di tipo patrimoniale si prospettano di calcolare il valore effettivo del patrimonio netto aziendale, risultante dalla stima a valori correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento. L'esperto deve perciò individuare gli elementi attivi e passivi, precisando per ciascuno i criteri di valutazione utilizzati. Se l'analisi è estesa ai beni immateriali specifici, deve anche motivare la scelta di tali elementi, accertandosi la loro reciproca coerenza²⁶.

Si possono adottare diverse prospettive: continuità aziendale (i valori utilizzati sono quelli che caratterizzano l'acquisizione dei diversi elementi patrimoniali- entry values) o liquidazione (i valori devono essere quelli di cessione-exitvalues).

Con il metodo patrimoniale vengono quindi censiti e valorizzati gli elementi dell'attivo e del passivo, rimuovendo il limite del concetto di "costo storico".

Il metodo reddituale, definisce il valore dell'azienda analizzata sulla base dei flussi finanziari che genera, che consistono, cioè nell'attualizzazione di flussi che possono essere finanziari o reddituali, i quali generano profitti.

Tramite questo metodo, il valore del capitale economico dell'azienda è determinato come somma di tutti i flussi futuri, attualizzati al momento della valutazione, in base all'orizzonte temporale che si viene scelto. Tale orizzonte temporale può avere una durata infinita o limitata nel tempo.

Il limite principale di questa valutazione è rappresentato dalla soggettività nella stima dei futuri redditi generati dall'attività aziendale.

²⁶ S. Pozzoli, *Valutazione d'azienda*; Ipsosa 2013

Una variazione dei ricavi, rispetto a quelli previsti, può comportare una modifica, anche significativa, del valore calcolato tramite questo metodo.

Inoltre il modello soprattutto negli ultimi anni sembra ormai stato passato dal modello finanziario dei DCF, il quale risulta essere molto più diffuso negli ambiti professionali e nelle banche d'investimento.

Il modello Misto patrimoniale-reddituale è un metodo di combinazione di quello reddituale e patrimoniale dove principalmente viene fatta una somma delle 2 analisi prese singolarmente. Infatti in questo metodo viene effettuata la somma fra il capitale netto rettificato il quale deriva dall'analisi patrimoniale e l'avviamento che potrebbe essere anche negativo, per le aziende in perdita.

Il metodo finanziario più conosciuto come metodo dei flussi di cassa attualizzati o DCF, è uno dei metodi più diffusi ed utilizzati nelle valutazioni.

Questo metodo, per determinare il valore dell'azienda, si basa sulla stima e somma dei flussi di cassa che genererà in futuro, scontandoli al tasso che corrisponderà al rischio dei flussi, considerando il valore residuale dell'azienda nell'ultimo anno preso in considerazione.

Uno dei motivi per cui è molto utilizzato è perché ritenuto uno dei metodi più precisi, in quanto in questo metodo tutti i flussi di cassa necessarie per il calcolo sono valutati e derivati con molta attenzione e tenendo conto della loro natura, corrispondenza e periodo di transazione.

Un fattore fondamentale nel metodo è la determinazione del tasso di sconto, il quale deve essere ponderato su molti aspetti, cioè il rischio, la volatilità e la natura del flusso²⁷.

Infine, il metodo dei multipli, si basa su un approccio al mercato, nel quale si prende in riferimento il valore dei multipli di società simili che sono state vendute o sono pubblicamente trattate²⁸.

Al riguardo bisogna distinguere se i campioni di riferimento di aziende simili da cui ricavare i multipli siano entità pubblicamente trattate (public company method) oppure

²⁷ P. Fernandez; *Company valuation methods. The most common errors in valuation*, IESE Business school, 2002

²⁸ S.R Saari; *How a company is valued, An Overview of Valuation Methods and Their Application*, Skoda Minnoti,

prendere in considerazione i multipli di un'azienda simile che ha effettuato un'operazione straordinaria (Transaction Method).

I multipli principalmente presi di riferimento sono²⁹:

1. Multiplo del fatturato;
2. Multiplo EBITDA;
3. Multiplo EBIT.

L'utilizzo di questo metodo ha dei vantaggi come anche svantaggi. Per quanto riguarda i vantaggi, è di facile utilizzo, utilizza dati attuali, non si basa su assunzioni e previsioni come nei DCF dato che le informazioni sono attuali e reali ed infine è di facile utilizzo. Gli svantaggi consistono in una impossibilità di trovare un'azienda comparabile, che il valore standard non è chiaro, costoso, non flessibile ed adattabile come gli altri metodi³⁰.

Va evidenziato come il valore finale dell'azienda target non dipenda unicamente dal risultato finale derivante dalla valutazione ed il metodo scelto, ma entrano in gioco delle ulteriori variabili, come le motivazioni dell'operazione di ambo le parti, il tipo di negoziazione e la natura delle società oggetto dell'operazione.

1.2.3 Post acquisto

La fase post acquisto, conferisce l'efficacia operativa all'interno del progetto di integrazione tra le due o più società oggetto dell'operazione. In particolare, l'attività consulenziale di maggiore rilevanza si concentra nell'elaborazione dei piani operativi per i responsabili delle aree di integrazione e nella valutazione degli effetti finanziari e fiscali sulla riallocazione delle attività e del personale.

L'integrazione è considerata essere uno dei processi più importanti di un'operazione M&A in quanto un'integrazione non ottimale può portare ad un output negativo dell'operazione, andando a perdere il valore aggiunto che si voleva creare con l'operazione stessa.

²⁹ M. Tanzi Marlotti, PwC CF, *Come valutare, acquistare cedere un'azienda-Guida M&A*, AIFI, 2007

³⁰ M. Twain, *Business valuations: fundamentals, techniques and theor*, 2012

Una volta elaborato il piano teorico da attuare, l'applicazione pratica del piano determinerà la velocità di implementazione e quanto presto l'impresa gioverà dei benefici dell'operazione stessa³¹.

Conclusioni

In questo capitolo si è analizzata l'operazione M&A nei suoi aspetti generali, trattando prima la natura dell'operazione, mostrando i motivi che portano le imprese ad adottare questo tipo di operazioni, ovvero i vantaggi che possono creare e gli aspetti negativi che può creare un tale tipo di operazione.

Di seguito, si è poi analizzato nel dettaglio gli aspetti caratterizzanti di ogni fase dell'operazione, dall'Origination fino alla fase post-acquisizione inerente l'integrazione.

Come si può evincere dall'analisi qui effettuata, il processo di M&A è assai complesso in quanto entrano in gioco molteplici variabili endogene ed esogene che non hanno una validità assoluta. Inoltre, un'acquisizione, per aumentare le possibilità di riuscita, ovvero di avere successo, deve necessariamente partire da un'analisi preliminare strategica, verificando la coerenza del progetto con gli obiettivi strategici aziendali, per capire sin a monte se il progetto sia effettivamente la strada migliore da percorrere. Le difficoltà che si possono affrontare nelle fasi del processo, richiedono la presenza di un team dedicato, capace di gestire ciascuna fase del processo stesso.

Proprio per questo, oltre ad avere un team interno, è più che consigliato appoggiarsi a professionisti e consulenti esterni il quale possono produrre ed offrire all'azienda cliente know-how e competenze specifiche, portando così un valore aggiunto.

³¹ Baker McKenzie, *Post-Acquisition Integration Handbook*, 2017

Capitolo 2

RELAZIONE FRA ASSETTI SOCIETARI, CORPORATE GOVERNANCE ED OPERAZIONI M&A

Introduzione

La scelta di intraprendere operazioni straordinarie come quelle di M&A viene pianificata, approvata ed eseguita dagli organi apicali della società.

Tali organi, che fanno parte della della governance societaria, dipendono da numerosi fattori, come l'assetto proprietario dell'azienda, quindi se ad azionariato diffuso o concentrato e dal modello di governance adottato, che può dipendere non solo dalla struttura della proprietà ma anche dalla provenienza geografica dell'impresa.

L'importanza di un analisi sulla governance societaria è di fondamentale importanza, dati i loro compiti nella vita e scelte strategiche aziendali.

Nel seguente capitolo, verrà mostrata la relazione esistente fra gli assetti societari, la corporate governance e le operazioni di fusioni ed acquisizioni.

L'analisi inizierà con l'illustrazione delle caratteristiche dei vari assetti societari, ad azionariato diffuso o concentrato, tenendo in considerazione oltre le loro caratteristiche, anche i vantaggi e svantaggi che possono avere, attraverso la spiegazione di studi sulle teorie di agenzia esistenti.

Un breve focus si terrà poi sui diversi modelli di governance presenti nel mondo, tenendo conto dell'influenza della governance societaria sulle scelte strategiche dell'impresa, fra cui quelle di M&A.

Infine, lo studio si concluderà sui principali organi della governance societaria addetti al controllo interno, come il Cda, il collegio sindacale ed il comitato controllo e rischi illustrando i loro compiti, nonché sull'analisi del sistema di controllo interno nelle aziende.

2.1 La Corporate Governance e gli assetti societari

L'assetto proprietario è una situazione e composizione di un'azienda complessa che può essere definita come la distribuzione dei diritti di proprietà tra i vari soggetti che partecipano alla vita dell'istituto³².

In base al tipo di azionariato ed al contesto del mercato di appartenenza sono stati distinti diversi modelli di "capitalismo" dai quali derivano i rispettivi modelli di governance societaria.

I modelli di capitalismo vengono principalmente distinti in 3 categorie, quello anglosassone, quello renano-nipponico ed infine quello latino, i quali si distinguono sia per la natura del mercato ed il tipo di società che adotta un determinato modello, sia per la composizione della governance.

I caratteri che definiscono principalmente il modello anglosassone sono quelli propri di un outsider system³³, ovvero l'elevata presenza di grandi imprese a proprietà molto frazionata, un attivo mercato per il controllo delle imprese fondato su borse di notevoli dimensioni, una forte presenza degli intermediari finanziari sul mercato ed una bassa presenza dello Stato nell'economia.

Da tale specifico tipo di modello capitalistico è di derivazione l'assetto societario ovvero il modello di governance monistico, previsto anche dal codice civile.

Al riguardo il sistema monistico prevede un modello di amministrazione sostanzialmente uguale a quello tradizionale: le principali differenze consistono nella impossibilità di affidare l'amministrazione ad un amministratore unico e nella eliminazione del Collegio sindacale. Quest'ultimo è sostituito dal "Comitato per il controllo sulla gestione", nominato dal Consiglio di amministrazione al suo interno e composto da amministratori che non svolgono funzioni gestionali e che, oltre ad essere in possesso dei requisiti di indipendenza³⁴.

³² A. Zattoni, *Corporate governance, Collana Management, vol. 10*, Egea, Milano, 2006

³³ F. Chiappetta, *Diritto del governo societario, La corporate governance delle società quotate*, 2015.

³⁴ Art. 2409 - sexiesdecies

Adotta un modello di governance più flessibile e semplice rispetto agli altri modelli alternativi. Infatti, tende a agevolare la circolazione delle informazioni tra l'organo amministrativo e l'organo deputato ai controlli, ottenendo risparmi di tempo e di costi e una elevata trasparenza tra gli organi di amministrazione e di controllo.

La vigilanza sull'amministrazione è attuata da un comitato formato all'interno del Consiglio di amministrazione, il quale non determina un minor rigore dell'attività di controllo, poiché la professionalità, l'indipendenza, i doveri e i poteri di tale comitato coincidono con quelli del Collegio sindacale, e possono anzi essere integrati da codici di comportamento.

Il modello di governance dualistico trae invece origine dal capitalismo renano-nipponico. Il capitalismo renano-nipponico è un tipico esempio di inside system³⁵, caratterizzato da un azionariato concentrato, ridotta dimensione dei mercati finanziari con conseguenza di poca avversione nei confronti di investitori speculativi, accentuata presenza di banche nel capitale di rischio e maggiore ricorso al capitale di debito rispetto quello di rischio.

Il sistema dualistico prevede la presenza di un "consiglio di gestione", e di un "consiglio di sorveglianza". La gestione dell'impresa spetta esclusivamente al consiglio di gestione, che è costituito da almeno due componenti anche non soci, ed è nominato dal consiglio di sorveglianza. Al consiglio di gestione si applicano, in quanto compatibili, quasi tutte le norme stabilite per il modello tradizionale del consiglio di amministrazione³⁶.

Le più importanti funzioni dell'assemblea ordinaria, che nel modello tradizionale spettavano ai soci e, quindi, alla proprietà, sono attribuite ad un organo professionale quale è il consiglio di sorveglianza. Si tratta pertanto di un sistema in cui la proprietà non nomina gli amministratori e non approva il bilancio ma decide sull'elezione del consiglio di sorveglianza, che è l'organo misto di gestione e di controllo, così

³⁵ F. Chiappetta, *Diritto del governo societario, La corporate governance delle società quotate*, 2015.

³⁶ Art. 2409-octies

indirettamente determinando le linee di programma economico della società e le modifiche di struttura della società.

Infine, l'ultimo modello di capitalismo è quello latino nella quale fa parte anche l'Italia, il quale è caratterizzato da una forte presenza di un azionista di controllo, forti legami fra le imprese e scarso ruolo del mercato dei capitali³⁷.

Tale tipo di modello, risulta spesso considerato come una variante del modello renano-nipponico data la presenza numerosa di piccole e medie imprese ed un basso numero di grandi imprese, con proprietà spesso molto concentrata di natura familiare.

Il modello di governance che ne deriva è chiamato tradizionale, il più comune in Italia, anch'esso composto da 2 organi principali, il consiglio di amministrazione e il collegio sindacale.

Il consiglio di amministrazione ha la responsabilità primaria di determinare e perseguire gli obiettivi strategici dell'emittente e del gruppo ad esso facente capo³⁸.

Tra le materie di competenza del consiglio vi è la valutazione dell'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile dell'emittente e delle controllate aventi rilevanza strategica.

Tale rilevanza può essere valutata con riferimento a criteri non solo dimensionali, di cui dare conto nella relazione sul governo societario.

Il collegio sindacale ricopre un ruolo centrale nel sistema di vigilanza di un emittente. Gli spetta un compito di vigilanza anche preventiva e non meramente ex post, che si traduce in una verifica sui processi il cui esito va portato all'attenzione degli amministratori, affinché essi adottino le misure correttive eventualmente necessarie. Il coordinamento con gli organi di gestione, anche delegati, è da ritenere compatibile con il ruolo di vigilanza sulla conformità (alle norme, allo statuto, alle procedure interne), tipicamente affidato al collegio sindacale, che lo differenzia in modo netto rispetto al consiglio di amministrazione e al comitato e controllo e rischi, i quali svolgono

³⁷ A.Zattoni, *Corporate Governance*, Egea 2015

³⁸ Comitato per la corporate governance, *Codice autodisciplina*, Borsa italiana, 2015

essenzialmente un ruolo di valutazione anche di merito sull'adeguatezza degli assetti e sull'andamento della gestione³⁹.

A tale diritto di proprietà, non sempre corrisponde un diritto di governo, il quale in molti casi è affidato a professionisti esterni la proprietà, casi soprattutto presenti nei mercati anglosassoni.

Da qui nasce la separazione fra la proprietà il controllo, il quale in molti casi può portare a squilibri e problemi aziendali.

La separazione dei ruoli tra coloro che prendono le decisioni aziendali e gli azionisti che di fatto sono i proprietari dell'azienda è sempre stata al centro della letteratura pertinente la corporate governance, in quanto sono sempre sorti conflitti fra costoro.

I primi studiosi che analizzarono tale separazione furono Berle e Means che notarono come la separazione fra proprietà e controllo, tipica dell'impresa capitalista, mostrava effettivamente una pura distinzione di ruoli fra l'investitore, cioè il soggetto che metteva il capitale e l'imprenditore, il quale aveva compiti di natura strategici e programmazione all'interno della società⁴⁰.

Successivi studi, hanno mostrato come questo tipo di situazione di separazione possa portare alla nascita di conflitti interni l'azienda fra proprietà ed amministrazione, scaturiti da visioni ed obiettivi spesso discordanti.

Nel merito, uno studio ha descritto questo tipo di conflitto come la teoria dell'agenzia che si divide in 2 distinti tipi.

La teoria di agenzia di tipo I, descrive il problema derivante dalle situazioni riscontrabili prettamente nei mercati anglosassoni, infatti tale teoria mette in evidenza il problema fra il principale (gli azionisti) e l'agente (gli amministratori), i quali questi, ultimi avendo il controllo dell'azienda, avranno la possibilità di realizzare benefici personali.

Gli studiosi Jensen e Meckling spiegano come questo tipo di inefficienza può essere ridotta con l'introduzione e/o l'aumento di incentivi per la massimizzazione del valore

³⁹ Comitato per la corporate governance, *Codice autodisciplina*, Borsa italiana, 2015

⁴⁰ A.A. Berle, G.C. Means., *The modern corporation and private property*, Macmillan, New York, 1932.

aziendale⁴¹, i quali sono considerati come somma dei costi di monitoraggio, o costi per la creazione di un legame (bonding costs) ed infine la perdita residuale.

La teoria di agenzia di tipo II è una conseguenza che nasce dal conflitto fra azionisti di maggioranza e minoranza, maggiormente presente in capitalismi con caratteristiche germaniche e/o italiane. In questo tipo di situazione abbiamo molti dei problemi di agenzia I che vengono risolti, in quanto l'esistenza di un azionista di rilevanza come per esempio nelle imprese familiari, garantisce un maggiore controllo sull'operato del management, il quale riduce il problema del free-rider. Inoltre si può notare come in tale situazione, il sostenimento di costi di monitoraggio dei confronti del management, ha un trade-off più alto rispetto ai casi previsti nel mercato anglosassone data soprattutto la maggiore quota in possesso.

Al riguardo però, nascono altri e diversi tipi di conflitti di interesse, il quale principale è fra gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza, i quali avendo un maggiore numero di voti, potranno espropriare ricchezza nei confronti dei soci di minoranza tramite scelte strategiche che non sono negli interessi degli altri investitori.

Infine, divengono molto importanti gli amministratori indipendenti, in quanto il loro compito è proprio quello di rappresentare e proteggere gli interessi degli azionisti a livello oggettivo, limitando così i problemi di Agenzia⁴².

2.2 Relazione fra Corporate Governance ed operazioni M&A

A seguito di molti studi effettuati sulle operazioni di M&A, sono emersi numero dati che mettono alla luce una relazione fra le operazioni di M&A ed gli assetti proprietari, ovvero la composizione della Governance societaria dei soggetti interessati nelle operazioni, in quanto è proprio il consiglio di amministrazione l'organo responsabile delle decisioni inerenti le operazioni di M&A.

⁴¹ I. Clacher, D. Hiller, P. McColgan; *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*; John Wiley & Sons, Inc; 2011.

⁴² E. Brewer, W.E. Jackson, J.A. Jagtiani; *Corporate governance structure and mergers*, Federal reserve bank of Philadelphia; 2010.

A seguito di uno studio empirico condotto da Hickman (1992) e Cotteretal (1997), è stato rilevato come un aumento del numero di amministratori indipendenti all'interno del board ha un impatto positivo sull'efficienza dell'operazione di M&A.

Jensen e Meckling (1976) e Denisetal (1997), effettuarono un'analisi su una relazione sulle operazioni di M&A ed il possesso di azioni della società da parte di membri del board.

È stato infatti rilevato come il possesso di quote societarie da parte del CEO possa portare ad un aumento di performance nelle operazioni di M&A.

Questo è dato dal fatto che l'attuazioni di tale scelte strategiche possano portare al CEO dei bonus e compensi extra, anche per il solo fatto di aver compiuto l'operazione, oltre che da salari più alti dato l'aumento di dimensione aziendale. Il tutto può portare il CEO ad agire non dando particolare importanza ai benefici per gli shareholders. Si può quindi dedurre che il possesso di quote societarie da parte del CEO sia un driver molto importante per far sì che il CEO non agisca in maniera irresponsabile, rimanendo focalizzato sugli effettivi obiettivi aziendali e cercando di ottenere un outcome dall'operazione di M&A positivo, facendo beneficiare dell'operazione tutti gli shareholders⁴³.

Un ulteriore situazione che supporta tale osservazione, è stata riscontrata in questi ultimi anni dove top managers hanno ricevuto alte remunerazioni a seguito di loro loro scelte di investimento, rilevatesi performanti nei confronti dell'impresa, come le operazioni positive di M&A.

Ulteriore caratteristica del board che influenza l'efficacia delle scelte strategiche aziendali, come le operazioni di M&A è il numero dei componenti del consiglio.

Un numero elevato di amministratori, può concedere alla società di avere un board con esperienza in diversi campi ed una maggiore esperienza, che può certamente aiutare nelle scelte strategiche, e la probabilità di scelte virate su strategie di investimento sbagliate risulta essere minore⁴⁴.

⁴³ Principio si basa su quello degli incentivi tramite Stock Option per i CEO, che cercano di allineare gli obiettivi e limitare il problema di agenzia.

⁴⁴ Y.Liu, Y. Wang, *Performance of Mergers and Acquisitions under Corporate Governance Perspective*, 2013.

Ruolo fondamentale quindi è quello del CEO, oltre che quello del board, il quale avendo il compito di amministrare l'azienda nel modo più efficiente possibile, ha un peso molto rilevante nelle scelte strategiche, fra qui le operazioni straordinarie di M&A.

Il suo peso risulta essere più rilevante all'aumentare del numero degli amministratori, in quanto un numero maggiore di amministratori porta ad avere un peso minore del voto degli stessi, così da aumentare l'influenza del CEO e delle sue scelte.

Uno dei motivi per cui il CEO è più propenso alla scelta di fusione/acquisizione è il compenso che può ottenere, data la crescita dell'azienda a seguito dell'operazione. In tal caso, la loro scelta sarà condizionata con riferimento ai compensi che possono ottenere, come per esempio il Golden Parachutes⁴⁵, con conseguenza di una possibile scelta non pienamente soddisfacente e profittevole per gli shareholders.

Ulteriore situazione che si può creare, è il compiere operazioni da elevate performance, per ottenere non solo benefici personali, ma anche per soddisfare gli shareholders con alte performance derivanti dall'operazioni. L'obiettivo di raggiungere tali performance può però portare al compimento anche di operazioni ad elevatissimo rischio che possono non manifestarsi nel breve periodo, ma emergere nel medio/lungo periodo od nel peggiore dei casi nella fase di post integrazione, la quale è cruciale per l'ottenimento dell'outcome desiderato.

In questo caso, il compito fondamentale del board, è quello di controllare l'operato degli amministratori ed accertarsi che le loro decisioni siano prese per gli interessi degli shareholders e non quelli personali⁴⁶.

Infine, vari autori come Cooter e Shivdasni hanno riscontrato come un numero maggiore di amministratori indipendenti riescano ad avere maggiori possibilità di ottenere accordi migliori per gli azionisti nel caso di M&A⁴⁷, in quanto data la loro

⁴⁵ Clausola inserita nel contratto di lavoro di un alto dirigente d'impresa e che prevede una liquidazione molto elevata in caso di licenziamento.

⁴⁶ FOWLER K. L., SCHMIDT D. R., *Tender Offers, Acquisitions, and Subsequent Performance in Manufacturing Firms*, The Academy of Management Journal, 1998

⁴⁷ J. COOTER, A. SHIVDASNI, M. ZENNER, *Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth During Tender Offers?* Journal of Financial Economics 43, 1997

indipendenza, riescono a non esser condizionati da ulteriori fattori, rimanendo così focalizzati sul loro compito principale della creazione di valore per gli azionisti.

È quindi emerso come il ruolo della corporate governance, e quindi degli organi apicali dell'impresa, ricoprano un ruolo di rilevante importanza in situazioni di scelte strategiche di investimento come le operazioni di M&A.

Nel caso in specie, principale importanza lo ha il controllo del management nelle scelte strategiche, in quanto controllando la bontà delle operazioni che si vogliono attuare, si cerca di far coincidere le operazioni strategiche con gli obiettivi aziendali sostenibili, dato il loro potere di decisione finale su tali operazioni, e la necessaria l'approvazione degli organi stessi.

2.3 Gli organi di controllo ed il Sistema di Controllo Interno

Visto il compito del Sistema di controllo interno sull'informativa finanziaria, che consiste in una gestione e verifica dell'accuratezza e l'affidabilità del financial reporting, si è ritenuto che tali caratteristiche possano esser utilizzate anche nell'analisi delle società target con conseguenza di supportare gli organi strategici nella scelta finale, segnalando il proprio giudizio in materia. A tal proposito, è stato analizzato il sistema di controllo interno nella sua completezza, evidenziando il ruolo che ricopre all'interno di un'organizzazione aziendale.

Nella corporate governance, quando si parla di controlli interni ci si riferisce al sistema di controllo interno (SCI), vero architrave di un efficiente sistema di governo dell'impresa⁴⁸.

Il Sistema di Controllo Interno è un processo, che si sviluppa secondo una serie concatenata di fasi e non si tratta di un evento isolato, ma di un processo trasversale che può riguardare vari livelli organizzativi ed attività.

⁴⁸ P. SFAMENI, Idoneità dei modelli organizzativi e sistema di controllo interno, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2009

Esso non svolge solo una funzione strumentale a servizio del Consiglio di Amministrazione e del Management in generale, ma contribuisce sulla qualità delle strategie, delle politiche e degli obiettivi, affiancandosi anche al Management stesso.

Una definizione generalmente più riconosciuta, può esser trovata nel CoSO⁴⁹ Report, il quale definisce il sistema di controllo interno come un *“insieme di direttive, procedure e tecniche, adottate dall’azienda allo scopo di garantire il miglioramento delle attività operative, la salvaguardia del patrimonio aziendale e una più accurata raccolta ed elaborazione delle informazioni”*.

I sistemi di controllo interno inoltre cercano di garantire, anche grazie all’apporto dell’organo amministrativo, dei dirigenti e di altri addetti, l’attendibilità dei dati del sistema informativo aziendale e la conformità delle attività degli stessi organi che l’impresa si propone di conseguire, ed alle direttive impartite dalla stessa direzione⁵⁰.

Il primario obiettivo del sistema di controllo interno risulta essere la salvaguardia del patrimonio aziendale, che riguarda la protezione del capitale umano, tecnologico e commerciale presente in azienda.

Ulteriori importanti obiettivi del sistema di controllo interno sono principalmente tre e consistono nella:

- Efficacia ed efficienza delle attività operative;
- Attendibilità delle informazioni di bilancio;
- Conformità con le normative in vigore.

Con efficacia ed efficienza delle attività operative, si intende la necessità del raggiungimento di risultati in base ai target assegnati, tenendo in considerazione il rapporto fra gli obiettivi conseguiti e le risorse impiegate per raggiungerli. Al riguardo,

⁴⁹ COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION, *Internal Control Integrated Framework*, AICPA, 2011

⁵⁰ G. AZZONE, *Sistemi di Controllo di Gestione-Metodi, Strumenti e Applicazioni*, Nuova edizione aggiornata di *Innovare il sistema di controllo di gestione*, Rizzoli, 2006

il sistema di controllo interno cerca di monitorare l'efficacia e l'efficienza aziendale tramite vari strumenti, come per esempio il reporting, il budgeting, programmazioni con i quali si analizzano eventuali scostamenti.

L'attendibilità delle informazioni di bilancio è molto importante in quanto oltre ad essere un'informativa interna, lo è anche per l'esterno. In questo caso, le informazioni devono essere di elevata qualità, cioè devono essere reali, complete, accurate ed inoltre tempestive.

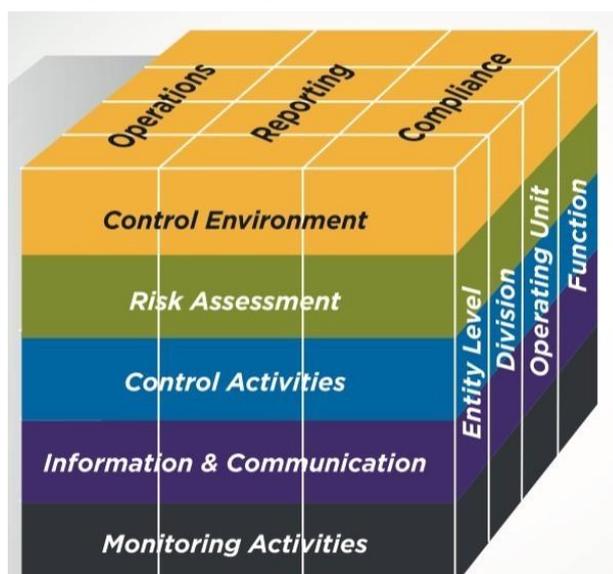
Infine, per poter verificare che le operazioni aziendali svolte siano conformi alle direttive e normative vigenti, vengono istituiti canali di accesso alle informazioni ad ogni livello, per far sì che tutto il personale sia aggiornato sulle nuove e presenti normative vigenti.

Vengono inoltre individuate cinque componenti del Sistema di controllo interno che si intrinsecano con i tre obiettivi. Tali 5 componenti sono⁵¹:

1. L'ambiente di controllo;
2. Il processo per la valutazione del rischio adottato dall'impresa;
3. Il sistema informativo ed i processi di gestione correlati, rilevanti per l'informativa economico-finanziaria e la comunicazione;
4. Le attività di controllo;
5. Il monitoraggio dei controlli.

⁵¹ www.coso.org/Documents

Figura 2 Integrated framework



Fonte: Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO).

Con ambiente di controllo, si considera l'attività di governance, cioè il comportamento in relazione al controllo interno.

L'organizzazione quindi dimostra l'impegno della società nel rispetto ai valori etici ed all'integrità.

In tale area, il Cda è indipendente rispetto al management ed esercita la propria supervisione sullo sviluppo ed implementazione del sistema del controllo interno. Sotto la sua supervisione, il management organizza la struttura, i canali di riporto ed i livelli autorizzativi con le responsabilità funzionali per perseguire gli obiettivi aziendali.

Altri aspetti dell'ambiente di controllo comprendono:

- struttura di organizzazione;
- efficaci politiche e pratiche concernenti le risorse umane;
- competenza, preparazione ed indipendenza del management e dell'audit committee;

- capacità del management di specificare il livello di competenza di determinati lavori, e tradurre ciò in know-how e skills necessarie.

Il processo per la valutazione del rischio adottato dall'impresa ha come obiettivo quello dell'identificazione dei rischi che possono e sono correlati con l'attività della società volta al raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Una volta identificati i rischi, vengono monitorati i cambiamenti, i quali sono valutati per capire il loro eventuale impatto sul sistema di controllo interno.

La componente inerente l'informazione e la comunicazione si focalizza sulla generazione e l'utilizzo di informazioni rilevanti a supporto del funzionamento del sistema di controllo interno. Le informazioni analizzate, possono essere comunicate sia all'interno che all'esterno. Nel proprio interno, vengono comunicate informazioni inerenti gli obiettivi aziendali e le responsabilità del controllo interno stesso, mentre al proprio esterno vengono comunicate informazioni relative al funzionamento del sistema di controllo interno.

Le attività di controllo, invece, si esercita attraverso le direttive e le procedure che aiutano a garantire l'attuazione delle disposizioni della direzione, come l'adozione dei provvedimenti necessari per fronteggiare i rischi che minacciano il raggiungimento degli obiettivi dell'impresa, riducendoli entro livelli accettabili. Infine, l'attività di monitoraggio rappresenta un processo utilizzato al fine di valutare nel tempo l'efficacia del controllo interno. Tale attività consiste nella periodica valutazione della struttura e del funzionamento dei controlli e nell'adozione dei necessari provvedimenti correttivi al variare delle condizioni, con l'accertarsi della loro presenza e funzionamento.

Gli organi di controllo interno sono principalmente: ;

- Collegio Sindacale;
- Comitato controllo e rischi;
- Funzione di Internal Audit (di seguito approfondita nel successivo capitolo).

Quanto previsto dal Codice di Autodisciplina, anche se non risulta essere un organo di controllo, il Consiglio di Amministrazione, con l'assistenza del Comitato controllo e rischi:

- definisce le linee guida del Sistema di controllo interno, in modo che i principali rischi risultino correttamente identificati, misurati, gestiti e monitorati;
- individua un amministratore esecutivo incaricato di sovrintendere il Sistema di controllo interno, il quale ha come compiti principali quelli curare l'identificazione dei principali rischi aziendali e di eseguire le linee di indirizzo del Cda.

Il Codice inoltre rileva come il Consiglio di Amministrazione deve eseguire le proprie funzioni tenendo in riferimento i modelli e le best practices esistenti, ponendo particolare attenzione ai modelli di organizzazione e gestione adottati ai sensi del D.Lgs. 8 giugno 2001 n. 231.

Il Collegio sindacale ha come compito principale quello di vigilare sull'osservanza della legge e dello statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione ed in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società sul suo concreto funzionamento⁵².

Per le società quotate, il Testo Unico della Finanza, D.Lgs. 58/1998, considera il Collegio sindacale l'organo preposto alla vigilanza sull'adeguatezza del sistema di controllo interno aziendale e allo svolgimento di indagini particolari su fatti anomali

⁵² Art. 2403 Codice Civile

con la conseguente necessità di promuovere azioni correttive da parte degli amministratori o dell'assemblea.

In particolare, si prevede che il Collegio Sindacale vigili su⁵³:

- osservanza della legge e dell'atto costitutivo;
- rispetto dei principi di corretta amministrazione;
- adeguatezza della struttura organizzativa per gli aspetti di competenza, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo- contabile, nonché sull'affidabilità nel rappresentare correttamente i fatti di gestione.

Il Collegio sindacale ha il dovere di comunicare osservazioni e rilievi sull'operato del comitato in sede di consiglio di amministrazione, per eventuali opportuni provvedimenti correttivi.

Infine la legge sulla tutela del risparmio 262/2005 introduce il dovere di vigilare sul modo in cui concretamente vengono attuate le raccomandazioni contenute nei codici di autodisciplina, cui le società dichiarano di attenersi.

Riguardo il comitato controllo e rischi, il Codice di Autodisciplina raccomanda la costituzione dello stesso, composto da un numero adeguato di amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti.

Tale organo svolge funzioni consultive e propositive nei confronti del Cda coadiuvandolo nell'espletamento dei suoi compiti.

Nello specifico, svolge compiti come:

- valutare, il corretto utilizzo dei principi contabili, e, nel caso di gruppi, la loro omogeneità ai fini della redazione del bilancio consolidato;

⁵³ Art. 149 TUF

- su richiesta dell'amministratore esecutivo esprime pareri su specifici aspetti inerenti alla identificazione dei principali rischi aziendali, nonché alla progettazione, e gestione del sistema di controllo interno;
- esaminare il piano di lavoro preparato dai preposti al controllo interno e redige le relazioni periodiche da essi predisposte;
- valuta le proposte formulate dalle società di revisione per ottenere l'affidamento del relativo incarico, il piano di lavoro predisposto per la revisione e i risultati esposti nella relazione e nella eventuale lettera di suggerimenti;
- vigila sull'efficacia del processo di revisione contabile;
- riferisce al consiglio, almeno semestralmente, in occasione dell'approvazione del bilancio e della relazione semestrale, sull'attività svolta nonché sull'adeguatezza del sistema di controllo interno.

Inoltre, ai lavori del comitato controllo e rischi partecipa il presidente del collegio sindacale o altro sindaco da lui designato.

Conclusioni

Il ruolo degli organi apicali di una società è di fondamentale importanza nelle scelte strategiche, come l'esecuzione di operazioni straordinarie, le quali necessitano di elaborazioni di piani strategici, verifiche, valutazioni, approvazioni degli organi stessi.

Nel presente capitolo è stata illustrato lo studio effettuato sui diversi assetti societari esistenti, come l'azionariato diffuso e quello concentrato, con particolare focus sulle teorie di agenzia che mostrano i vantaggi e svantaggi dei due diversi tipi di assetti.

Successivamente sono stati analizzati i diversi modelli di governance adottabili dalle aziende, con particolare focus sulla relazione esistente fra i modelli di governance, gli assetti societari e le operazioni di M&A.

È stato evidenziato da vari studi citati nel capitolo come sia possibile l'esistenza di una relazione fra di esse, in particolar modo fra la composizione del board e le performance aziendali. A tal proposito, viene sottolineato come anche il ruolo del CEO abbia un relativo livello di importanza nelle scelte strategiche soprattutto nel caso di operazioni ad alto rischio come le M&A.

Proprio l'elevato rischio di attuazioni di tali operazioni, legate a vari interessi, sia dell'azienda che sia personali degli amministratori, eleva l'importanza dei controlli da parte degli appositi organi aziendali, per far sì che tali scelte siano sostenibili ed abbiano l'obiettivo di portare benefici all'azienda non solo nel breve, ma anche nel lungo periodo.

Al riguardo, viene inoltre evidenziato come la forte presenza di amministratori indipendenti all'interno dei board societari è fondamentale per l'ottenimento non solo di performance aziendali più elevate, ma portano outcome positivi anche in operazioni di M&A per la società, dato il loro livello di indipendenza ed il loro grado di oggettività.

Per questa ragione, è stato ritenuto corretto analizzare i diversi organi della governance societaria, nonché sugli organi del sistema di controllo interno che hanno il compito principale di vigilare sull'operato aziendale, oltre che quello dell'internal audit che verrà analizzato nel seguente capitolo, facendo non solo riferimento ai suoi compiti ordinari, ma anche quelli straordinari come nel caso di operazioni M&A.

Capitolo 3

L'INTERNAL AUDIT ED IL RUOLO NELLE M&A

Introduzione

L'elevato tasso di rischio delle operazioni straordinarie come le fusioni ed acquisizioni, comportano per le aziende interessate al conseguimento ottimale delle operazioni, la necessità di una valutazione accurata, la quale è di fondamentale importanza.

È infatti emerso come le competenze di una figura dell'internal audit possano dare un ulteriore supporto nelle fasi dell'operazione, partendo da una fase preliminare di piano strategico, fino alla fase di fondamentale importanza di post fusione/integrazione così da aumentare le possibilità di buon esito dell'operazione.

Di conseguenza, oltre agli organi di controllo precedentemente analizzati, anche il ruolo dell'internal audit è di fondamentale importanza nei controlli aziendali standard oltre che nello specifico, nelle operazioni straordinarie.

Di fatto, vista anche la crescente importanza del ruolo di internal audit all'interno delle società e nel sistema di controllo interno delle stesse, è stato analizzato nel seguente capitolo il suo ruolo, analizzando la disciplina dello stesso ed i suoi rispettivi compiti all'interno di una società.

Successivamente è spiegato il motivo per cui una società implementa una tale figura all'interno della propria organizzazione, cercando ovviamente di creare beneficio sia a livello di organizzazione al contempo seguendo le indicazioni contenute nelle best practice.

Infine è stata illustrata l'iterazione fra la figura dell'internal audit ed i principali attori del sistema di controllo interno e governance societaria, fra cui il Cda, il collegio sindacale, il comitato dei controlli interni e l'Organismo di Vigilanza.

3.1 Definizione del ruolo dell'Internal audit ed il suo funzionamento

Internal Audit è un'attività indipendente di assurance e consulenza, finalizzata al miglioramento dell'efficacia e dell'efficienza dell'organizzazione.

Supporta ed assiste l'organizzazione nel perseguimento dei propri obiettivi tramite un approccio professionale sistematico, che genera valore aggiunto in quanto finalizzato a valutare e migliorare i processi di controllo, di gestione dei rischi e di Corporate Governance⁵⁴.

L'attività di internal audit è svolta in contesti giuridici e culturali diversi, all'interno di organizzazioni eterogenee che variano per finalità, dimensioni, struttura, e da persone interne o esterne all'organizzazione.

Anche se le differenze nei vari contesti possono influire sullo svolgimento dell'internal audit, la conformità agli Standard internazionali per la pratica professionale dell'IIA è essenziale per lo svolgimento di tale attività.

Gli Standard hanno lo scopo di:

1. Promuovere l'aderenza agli elementi vincolanti dell'International Professional Practices Framework;
2. Fornire un quadro di riferimento per lo svolgimento e lo sviluppo di una vasta gamma di servizi di internal audit a valore aggiunto;
3. Definire i parametri per la valutazione della prestazione dell'internal audit;
4. Promuovere il miglioramento dei processi e delle attività dell'organizzazione.

Gli Standard inoltre sono un insieme di requisiti vincolanti, basati su principi, che consistono in:

- Definizioni dei requisiti fondamentali per la pratica professionale dell'internal auditing e per la valutazione dell'efficacia della prestazione, applicabili su scala internazionale a livello di organizzazione e di singoli individui;
- Interpretazioni che chiariscono termini e concetti contenuti negli Standard.

⁵⁴ AIIA – Associazione Italiana Internal Auditors, *Definizione*.

Gli Standard, insieme al Codice Etico, che ha il compito di promuovere la cultura etica all'interno dell'azienda attraverso un sistema di principi morali e di regole⁵⁵, trattano tutti gli elementi vincolanti dell'International Professional Practices Framework; pertanto la conformità al Codice Etico e agli Standard costituisce prova del rispetto di tutti gli elementi vincolanti dell'International Professional Practices Framework.

Utilizzano inoltre termini che sono stati definiti specificatamente nel Glossario. Per comprendere e applicare correttamente gli Standard, è necessario considerare i significati specifici riportati nel Glossario. Oltre a ciò, usano la parola “deve” per specificare un requisito vincolante e la parola “dovrebbe” per indicare un requisito al quale si presuppone la conformità a meno di circostanze che, sottoposte a un giudizio professionale, ne giustifichino l'inosservanza⁵⁶.

Gli Standard comprendono due categorie principali: gli Standard di Connotazione e gli Standard di Prestazione.

Gli Standard di Connotazione definiscono le caratteristiche che le organizzazioni e gli individui che effettuano attività di internal audit devono possedere.

Gli Standard di Prestazione delineano la natura dell'internal auditing e forniscono criteri qualitativi in base ai quali è possibile stimarne la prestazione. Gli Standard di Connotazione e gli Standard di Prestazione si applicano a tutti i servizi di internal audit. Sono inoltre previsti gli Standard Applicativi che dettagliano i contenuti degli Standard di Connotazione e degli Standard di Prestazione definendo i requisiti da applicare ai servizi di assurance o di consulenza.

I servizi di assurance comportano un'oggettiva valutazione delle evidenze da parte degli auditor per la formulazione di giudizi o conclusioni riferiti ad un'organizzazione, attività, funzione, processo, sistema o altro. L'internal audit definisce la natura e l'ampiezza dell'incarico di assurance.

⁵⁵ C.A. Dittmeirer, *Internal Auditing. Chiave per la Corporate Governance*, Egea, 2007.

⁵⁶ AIIA – Associazione Italiana Internal Auditors, *Standard internazionali per la pratica professionale dell'internal auditing*.

Sono coinvolte principalmente tre parti nei servizi di assurance:

- il process owner, cioè la persona o il gruppo direttamente coinvolti nell'organizzazione, attività, funzione, processo, sistema o altro;
- l'internal auditor, che è la persona o il gruppo che effettua la valutazione;
- l'utente, che consiste nella persona o il gruppo che utilizzerà tale valutazione.

I servizi di consulenza sono attività di advisory e sono generalmente effettuati dietro specifica richiesta di un cliente committente e la natura e ampiezza dell'incarico di consulenza sono definiti in accordo con il cliente.

Due sono, in genere, le parti coinvolte nei servizi di consulenza: l'internal auditor, che offre il servizio, e il cliente.

Nello svolgimento dei servizi di consulenza, gli internal auditor devono mantenere l'obiettività e non assumere responsabilità di tipo manageriale.

Gli Standard si applicano ai singoli internal auditor e all'attività di internal audit nel complesso. Tutti gli internal auditor sono tenuti a rispettare gli Standard riferiti all'obiettività, alla competenza e alla diligenza professionale, nonché gli Standard correlati all'assolvimento delle proprie responsabilità professionali. Oltre a ciò i responsabili delle funzioni di internal auditing sono responsabili della complessiva conformità agli Standard dell'attività di internal audit.

Qualora leggi o regolamenti vietino agli internal auditor o all'attività di internal audit di operare in conformità con alcune parti degli Standard, essi dovranno tuttavia rispettarne tutte le altre parti e dare adeguata informativa.

Se gli Standard dovessero esser utilizzati unitamente con i requisiti rilasciati da altri organismi riconosciuti, gli internal auditor possono comunicare nel modo più opportuno anche l'uso di altri requisiti. In tal caso, se l'attività di internal audit indica la conformità con gli Standard ed esistono differenze tra gli Standard e altri requisiti

eventualmente adottati, gli internal auditor e l'attività di internal audit devono rispettare gli Standard e possono conformarsi ad altri requisiti solo se questi sono più restrittivi.

La revisione e lo sviluppo degli Standard è un processo in continua evoluzione. Prima di emanare gli Standard, l'International Internal Auditing Standards Board (IASB) intraprende una vasta attività di consultazione e discussione, che comprende la diffusione di exposure draft a livello internazionale per raccogliere commenti dalla comunità degli auditor.

Tutti gli exposure draft sono disponibili nel sito Web dell'IIA e vengono distribuiti a tutti gli istituti dello stesso.

Regolarmente, il processo di internal audit si compone di diverse fasi:

- Pianificazione dell'attività;
- Indagine preliminare;
- Esecuzione dell'incarico;
- Reporting;
- Follow up.

Attraverso la pianificazione dell'attività, il responsabile dell'internal audit analizza i rischi potenziali per i quali è necessario determinare le priorità di intervento. Una volta elaborato, il piano dovrà essere condiviso ed approvato dal top management, dal comitato per il controllo e rischi o dal Cda, in base a quanto previsto dal mandato.

Tale mandato, approvato dai vertici aziendali, stabilisce:

- Obiettivi strategici e mission;
- Autorità e responsabilità;
- Tipologia di servizi richiesti ed ampiezza dell'incarico.

All'interno del Piano di Audit sono identificate le aree da analizzare, i tempi e le risorse da destinare a ciascuna attività, ripartendo le giornate di lavoro di ciascun membro

dello staff. Generalmente il piano copre un intero anno di attività e lascia pochi spazi liberi in un'ottica di massima efficienza, è norma comune tuttavia prevedere un impegno di risorse da destinare all'attività di consulenza o comunque ad attività non pianificabili o derivanti da urgenze. Pianificate le attività si avviano gli interventi nelle aree individuate.

La prima cosa da fare è comunicare all'area oggetto di audit, mediante una Lettera di Cortesia o di Notifica, in cui il responsabile dell'audit identifica gli organi dello staff che si occuperanno dell'audit e chiede la collaborazione e la disponibilità di risorse e informazioni per portare avanti il lavoro.

Viene così avviata una fase di analisi preliminare che serve allo staff per familiarizzare con l'area d'intervento, è un'analisi prettamente documentale, cui segue un primo incontro tra staff auditor e personale dell'area audit, denominato Kick-off Meeting.

Questo incontro preliminare è necessario per chiarire lo scopo e l'ambito di coperture dell'audit, illustrare le metodologie e ottenere la collaborazione attiva dell'area aziendale in oggetto.

Dopo la mappatura del processo si stila un Programma di Audit che scandisca l'attività giorno per giorno sul campo in base alle considerazioni emerse nell'analisi preliminare. Il Programma stabilisce le attività di analisi e di verifica, nonché le metodologie e le tecniche per esaminare e documentare lo svolgimento del lavoro. Si avvia l'attività di verifica vera e propria che porterà all'emersione delle cosiddette "evidenze di audit", che esprimano la situazione di fatto, costituiscono indizi su cui l'auditor potrà poi formulare i rilievi. La cosa importante è che queste evidenze, raccolte mediante interviste, ispezioni, calcoli, campionamenti statistici o richieste di conferma, siano sufficienti, affidabili, rilevanti e utili. Qualsiasi altro auditor informato deve essere in grado di giungere alle stesse conclusioni⁵⁷.

⁵⁷ Standard IIA 2330

L'emergere di carenze nel sistema dei controlli interni verrà documentato nelle "schede di rilievo di audit", con le valutazioni dell'auditor e ai suggerimenti di integrazione del sistema dei controlli, che saranno poi oggetto di discussione con il management per identificare eventuali manovre correttive per colmare le lacune. Al termine dell'attività di audit è importante la fase di Reporting⁵⁸, in cui tutte le risultanze, positive e negative, sono oggetto di comunicazione al responsabile di processo in maniera informale nel l'Exit Meeting.

Questa forma di comunicazione è più fluida e meno formale, e consente di focalizzare l'attenzione sui contenuti più che sulla forma, dando l'opportunità di correggere piccole inefficienze senza metterle nero su bianco e senza che vengano allertati i vertici aziendali.

Il management dell'area oggetto di audit è tipicamente motivato da obiettivi contrastanti: da una parte è consapevole che il proprio benessere è strettamente legato al successo complessivo dell'azienda, tuttavia i premi ad esso destinati sono correlati al livello di performance percepito dai propri superiori; per queste ragioni è spesso disponibile ad accogliere favorevolmente interventi di audit volti a supportare il generale raggiungimento degli obiettivi aziendali, ma preferisce che gli stessi si realizzassero in una forma di consulenza personale, in modo da non compromettere la propria immagine agli occhi del top management, anzi migliorarla. In questo caso l'internal auditor agisce in veste di consulente. Dev'essere inoltre tenuto in considerazione che non è detto che tutti i risultati negativi d'analisi siano rilievi da far emergere: i risultati ottenuti possono essere spiegato o interpretati dal management, in quanto può esserci una spiegazione plausibile a certe anomalie.

A seguito dell'Exit Meeting lo staff di internal audit si occupa di redigere un documento formale che riassume tutta l'attività svolta, relazioni sui rilievi emersi e riporti le proprie raccomandazioni. Inoltre risulta essere corretto che vengano riportati

⁵⁸ Standard IIA 2400, 2410 A.1, 2410 A.2.

nell'informativa anche eventuali punti di merito riscontrati nell'analisi del sistema dei controlli, così da rendere un quadro chiaro della situazione all'interno della funzione oggetto di audit e costruire un rapporto proficuo col management responsabile.

Tutto il processo seguito dall'auditor deve essere ben ricostruito nel documento, in quanto questo costituisce prova del carattere professionale del lavoro svolto e deve consentire l'apprezzamento delle medesime considerazioni da parte di un qualsiasi altro soggetto terzo competente in materia.

Destinatari dell'informativa in oggetto sono il responsabile di processo, il management aziendale e l'Audit Committee, quindi tutti soggetti interni all'azienda. L'attività svolta dal revisore interno è destinata insomma ad essere apprezzata principalmente all'interno dell'azienda.

Molti studi hanno evidenziato per l'appunto come la funzione di Internal Audit dia un contributo positivo nello sviluppo degli obiettivi strategici. Tuttavia non deve essere trascurata la possibilità che l'interessamento dell'auditor alle dinamiche del management aziendale comporti un indebolimento dell'obiettività propria della figura. Una ricerca condotta nei primi anni duemila da Schneider⁵⁹ sui revisori interni delle aziende statunitensi suggerisce infatti come diretto risultato del coinvolgimento nella consulenza manageriale la partecipazione allo schema di remunerazione proprio del management, ovvero basato sugli incentivi, principalmente stock-option e bonus sui risultati, aprendo evidentemente alle possibilità di un compromesso circa l'imparzialità. D'altra parte molto spesso proprio la figura dell'auditor, con le sue conoscenze e competenze e con le informazioni che riesce ad avere a disposizione mediante l'attività di assurance, è il soggetto migliore per tracciare le linee guida da seguire per il management, per aiutarlo nella stesura di piani efficaci ed efficienti, su misura per l'organizzazione. Si rende pertanto necessario rafforzare i parametri di

⁵⁹ A. Schneider, *An examination of whether incentive compensation and stock ownership affect internal auditor objectivity*, Journal of Management Issues, 2003.

determinazione di indipendenza e obiettività della figura, riducendo così al minimo il rischio di distorsioni.

Figura 3 Processo di Internal Auditing



3.2 Perché istituire una funzione di Internal Audit

In questi ultimi anni, il ruolo dell'internal auditor è sempre più divenuto importante per le imprese, le quali hanno deciso di implementarla come figura interna e non più esterna - chiedendo consulenze a società esterne – producendo così il processo di controllo non più a valle, ma a monte, cercando di prevenire possibili problematiche.

Va sottolineato però che uno degli errori più comuni commessi dalle imprese che si sottomettono a questo processo è quello di interpretarlo come una critica al proprio lavoro. Tale atteggiamento porta ad una collaborazione non armoniosa che a sua volta potrebbe compromettere l'audit stesso e i suoi risultati. Al contrario, è necessario intendere questo processo come l'opportunità perfetta per far evolvere l'impresa e creare valore aggiunto tramite l'attività di audit.

Uno dei motivi per cui viene costituita la figura dell'internal audit corrisponde proprio con la mission dello stesso, cioè vale a dire ottenere un miglioramento dell'efficacia e

dell'efficienza dell'organizzazione, tramite la valutazione e miglioramento dei processi di controllo, di gestione dei rischi e di Corporate Governance.

La funzione di Internal Audit crea valore aggiunto per l'azienda e si realizza non solo in una serie di controlli di conformità, ma in un vero e proprio affiancamento ai vertici, e un supporto nel perseguimento delle migliori strategie in termini di gestione dei rischi.

Il valore aggiunto dell'audit sta proprio nel reagire in maniera proattiva ai risultati. Questo processo, infatti, può dare alla direzione dell'impresa delle informazioni preziose per raggiungere gli obiettivi strategici e per identificare delle opportunità di miglioramento e delle possibili aree di rischio.

Un'ulteriore opportunità che offre il risultato di un audit, se preso in maniera positiva, è quella di migliorare il sistema di prevenzione dell'impresa, spesso sottovalutato. Questo processo, infatti, ci permette di sapere se il sistema organizzativo è ben progettato o se esistono alcuni difetti. Anche dal punto di vista della sicurezza, inoltre, un audit può offrirci maggiori informazioni sui metodi più adatti per prevenire i rischi legati alla produzione.

In generale, dunque, un audit è uno strumento indispensabile per migliorare la gestione della catena di distribuzione e per ridurre la propensione al rischio della nostra impresa. Secondo le normative italiane, la figura dell'internal audit non è obbligatoria ma rimane nella volontà della singola società la scelta di decidere se costituire tale figura all'interno della propria azienda o meno. Resta comunque fortemente consigliata, soprattutto per le società quotate, considerando anche quanto previsto dal Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana S.p.A.⁶⁰

⁶⁰ S. De Rosa, *Riforma Vietti: sistemi di governance a confronto, Internal audit, Corporate Governance, Risk Management e Controllo Interno.*

A tal proposito, il Codice, oltre ad esser diventato un modello di riferimento anche per le società non quotate, tratta il sistema di controllo interno e l'internal audit nel proprio articolo 8.

In particolare, il compito del preposto al controllo interno, che si identifica con il responsabile della Funzione di *Internal Audit* è quello di verificare l'adeguatezza, l'operatività e la funzionalità del sistema di controllo interno, riferendo al Comitato per il controllo interno, detto altrimenti *Audit Committee –comitato controllo e rischi* - al collegio sindacale e, se richiesto, all'amministratore esecutivo. La sua nomina, remunerazione e revoca sono decise dal consiglio di amministrazione, sentito il parere del Comitato per il controllo interno. Nell'adempimento dei suoi doveri, il Preposto deve essere dotato di mezzi necessari e avere accesso a tutte le informazioni aziendali utili⁶¹.

Da qui si comprende che, il nuovo Codice di Autodisciplina richiede all'internal audit di esprimersi anche sull'adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi nel suo complesso, ovvero con riferimento ad alcuni specifici aspetti.

In particolare, il Preposto comunica “circa le modalità con cui viene condotta la gestione dei rischi, nonché sul rispetto dei piani definiti per il loro contenimento, ed esprime la propria valutazione sull'idoneità del sistema di controllo interno a conseguire un accettabile profilo di rischio complessivo”.

Il Codice, sottolineando la rilevanza di una corretta gestione dei rischi per il perseguimento degli obiettivi aziendali, collega strettamente il sistema di controllo interno al *risk management* (ERM)⁶².

Infine, è opportuno sottolineare che al Preposto non deve essere conferita la responsabilità di nessuna area operativa e non deve dipendere gerarchicamente da

⁶¹ C.A. Dittmeier, *Internal Auditing. Chiave per la Corporate Governance*, Egea, 2007.

⁶² G.M. Mirabelli, “Affrontare la sfida del cambiamento”, *Internal audit, Corporate Governance, Risk Management e Controllo interno*, 2007.

alcun responsabile di aree operative, ivi inclusa l'area amministrazione e finanza⁶³, conformemente con i principi di indipendenza e obiettività che qualificano l'attività di internal auditing nella verifica dell'efficacia dei meccanismi di governance implementati.

Appare perciò evidente il ruolo di primo piano che l'internal audit può rivestire nella corporate governance, i nuovi requisiti normativi e l'evoluzione del business mettono tale professione di fronte alla necessità di riorientare l'attività verso l'obiettivo chiave di dare un giudizio sull'adeguatezza e l'efficacia del sistema di controllo e di gestione dei rischi nel suo complesso⁶⁴

3.3 L'Internal Audit nel sistema di controllo interno

Il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi ricopre un ruolo centrale nella governance delle società.

Un efficace sistema di controllo interno deve essere integrato, vale a dire che presuppone un coordinamento fra le sue componenti, interdipendenti e che il sistema, nel suo complesso, sia a sua volta integrato nel generale assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società⁶⁵

Il Codice di Autodisciplina auspica che le società prevedano modalità di coordinamento tra gli attori coinvolti nel sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, al fine di massimizzare l'efficienza del suddetto sistema e ridurre le duplicazioni di attività.

L'importanza di tale coordinamento, oltre ad esser previsto nell'articolo 7, principio 7.3 e criterio c.1 del Codice di Autodisciplina, è inoltre previsto nello Standard 2050⁶⁶ il quale dice: *"Il responsabile dell'internal auditing dovrebbe condividere le informazioni e coordinare le diverse attività con i diversi prestatori, esterni e interni,*

⁶³ Codice Autodisciplina – Borsa Italiana, art. 8

⁶⁴ G.M. Mirabelli, "Affrontare la sfida del cambiamento", *Internal audit, Corporate Governance, Risk Management e Controllo interno*, 2007.

⁶⁵ N. Monti, G. Garzillo, *Internal Auditing nelle società quotate*, PwC 1° edizione.

⁶⁶ Standard 2050

di servizi di assurance e consulenza, al fine di assicurare un'adeguata copertura e di minimizzare le possibili duplicazioni”.

Più nello specifico, l'internal audit, attraverso la sua attività ha contatto con i principali organi della governance societaria, tra i quali:

1. Cda;
2. Comitato controllo e rischi;
3. Collegio sindacale (Consiglio di sorveglianza nel modello di governance dualistico e Comitato per il controllo sulla gestione nel modello monistico);
4. OdV in materia D.lgs. 231/2001.

Il primo momento di iterazione fra il Cda e la Funzione di Internal Audit assume particolare importanza poiché attiene alla definizione del ruolo e degli obiettivi che la Funzione stessa deve assolvere.

Il ruolo dell'Internal Audit viene formalizzato in un apposito Mandato⁶⁷, l'Internal Audit Charter, approvato dal Cda, all'interno del quale devono essere riportate la finalità, autorità e responsabilità.

La comunicazione e la collaborazione fra il Cda e l'Internal Audit è di fondamentale importanza in quanto per poter svolgere la propria attività, avere il supporto del top management aziendale favorisce la collaborazione delle funzioni soggette all'attività di audit.

La frequenza con cui il responsabile della Funzione deve riferire del proprio operato al consiglio di amministrazione non è definita da fonti normative, ma è comunque condiviso il principio che l'informazione al Cda debba poter permettere un intervento tempestivo da parte dello stesso.

Quindi che, oltre ad un'informativa periodica e sistematica, stabilita preventivamente, è essenziale un'informativa di natura episodica atta ad informare il Cda di eventuali accadimenti per i quali potrebbe rendersi necessaria una repentina azione correttiva e/o migliorativa⁶⁸.

⁶⁷ Standard 1000

⁶⁸ C.A. Dittmeier, *Internal Auditing. Chiave per la Corporate Governance*, Egea, 2007

Molto spesso, i Cda decidono di instaurare un Audit Committee, il quale rappresenta il principale punto di collegamento fra l'internal audit ed il Cda.

Tale comitato, soprattutto nel caso di aziende più complesse risulta essere un filtro⁶⁹ il quale cerca di fornire una maggiore trasparenza e chiarezza sulle problematiche riscontrate.

Il Preposto al controllo interno riconosce nel comitato controllo e rischi l'organo che valuta l'operato del team di revisione interna attraverso i rapporti da questo emessi, assicurandone successivamente un'adeguata informativa in seno al consiglio di amministrazione⁷⁰.

Il Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana richiede, a garanzia dell'imparzialità del suo operato, che il comitato controllo e rischi sia composto esclusivamente da amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti, mentre se l'emittente è controllato da altra società quotata, il comitato controllo e rischi è composto esclusivamente da amministratori indipendenti⁷¹.

Al fine di garantire una relazione efficace tra il comitato controllo e rischi e l'Internal Auditing, è necessario che tra i due organi devono sussistere contatti frequenti in modo tale da rendere sufficientemente chiari gli obiettivi e le esigenze delle attività di auditing svolte dalla funzione ed attese dai vertici aziendali.

È importante, perciò, per una corretta valorizzazione del lavoro, che il ruolo della Funzione di Internal Audit sia inteso con chiarezza dal Comitato e dal Cda e che il Comitato abbia comunicato a sua volta con altrettanta chiarezza le aspettative e le priorità che il vertice aziendale ha individuato.

Risulta di rilevante importanza delineare le modalità di cooperazione tra i diversi organi di controllo al fine di non compromettere l'efficienza e l'efficacia dell'attività

⁶⁹ F. Milani, *Il comitato controllo e rischi nella Corporate Governance*, Internal audit, Corporate Governance, Risk Management e Controllo Interno, 2006.

⁷⁰ C.A. Dittmeier, *Internal Auditing. Chiave per la Corporate Governance*, Egea, 2007

⁷¹ Codice Autodisciplina – Borsa Italiana art. 8.

svolta, evitando pericolose sovrapposizioni di ruoli e non chiarezza di responsabilità sui controlli da effettuare⁷².

Indipendentemente da Codice di autoregolamentazione, che fa riferimento alle società quotate, la costituzione di un comitato controllo e rischi nel sistema di governo delle imprese rappresenterebbe, anche per le aziende non quotate, un forte catalizzatore a disposizione del consiglio di amministrazione per salvaguardare gli interessi dell'azionista e rafforzare la natura del controllo interno, l'immagine dell'azienda nei confronti del mercato.

Per quanto riguarda i rapporti tra collegio sindacale e la Funzione di Internal Audit è soprattutto fra le società quotate⁷³, che si possono trovare riferimenti ad uno dei membri del Consiglio di sorveglianza o del Comitato per il controllo sulla gestione, su tutte le informazioni necessarie all'adempimento delle funzioni di tali organi di controllo.

Infatti, al 4° c. dell'art 150, il TUF dispone che coloro che sono preposti al controllo interno hanno il compito di riferire all'organo di controllo, di propria iniziativa, o su richiesta anche di un solo membro di quest'ultimo.

Il TUF⁷⁴, inoltre, prevede che il collegio sindacale e il consiglio di sorveglianza hanno il dovere di vigilare anche sull'adeguatezza del sistema di controllo interno. È tuttavia atteso che il collegio sindacale e il consiglio di sorveglianza debbano aver cura anche sull'adeguatezza del sistema di controllo interno.

Il responsabile della Funzione di Internal Audit è quindi una fonte di informazioni privilegiata per quanto concerne il corretto funzionamento del sistema di controllo interno e, al tal proposito, il Codice di Autodisciplina stabilisce che il collegio sindacale possa richiedere al Preposto al controllo interno lo svolgimento di verifiche su specifiche aree operative, o operazioni aziendali.

⁷² S. De Rosa, *Riforma Vietti: sistemi di governance a confronto, Internal audit, Corporate Governance, Risk Management e Controllo Interno*.

⁷³ Art. 150 TUF.

⁷⁴ Art. 149 TUF.

I sindaci e i membri degli organi di controllo vengono quindi ad essere i principali destinatari dell'attività svolta dalla Funzione di Internal Audit.

Il Preposto al controllo interno riferirà a costoro in merito ai lavori assegnati alla Funzione, così come su alcune problematiche specifiche per le quali il management e l'organo di controllo abbiano identificato l'opportunità di avviare un'attività di audit straordinaria.

Inoltre, il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ha puntualizzato che il collegio sindacale dovrebbe, almeno con cadenza trimestrale, tenere una riunione con il responsabile della Funzione di Internal Auditing⁷⁵.

Gli incontri tra i due organi aziendali dovrebbero avere ad oggetto lo scambio di informazioni utili per:

- il rilevamento di violazioni di leggi, atti costitutivi o statuti e norme interne;
- la comparsa di fatti censurabili;
- la valutazione del generale assetto del sistema di controllo interno;
- la determinazione dei requisiti di professionalità e indipendenza necessari allo svolgimento degli incarichi di audit.

Questo è per poter permettere all'organo di controllo di avere una corretta visione e comprensione dell'attività svolta dalla Funzione di Internal Audit e che sia in grado di potersi esprimere sulla sua efficacia ed efficienza.

Gli internal auditor, con l'introduzione della normativa 231, hanno visto ampliare l'ambito della propria azione assumendo un ruolo chiave nel processo di adozione ed attuazione del Modello Organizzativo. Prova non confutabile di questo processo è il sempre maggiore spazio che "occupano" gli audit di *compliance 231* all'interno del piano annuale degli interventi di audit.

La funzione Internal Audit è diventata, dall'introduzione del Decreto ad oggi, il "braccio operativo" o comunque il punto di riferimento degli Organismi di Vigilanza nelle attività finalizzate all'implementazione e al monitoraggio del Modello.

⁷⁵ *Principi di comportamento del collegio sindacale nelle società di capitali con azioni quotate nei mercati regolamentati*

Il Responsabile della funzione Internal Auditing può essere componente dell'Organismo di Vigilanza.

Tale situazione permette a quest'ultimo di integrarsi maggiormente nelle attività aziendali e all'internal auditor di unire le normali attività di audit con tutte quelle legate alla compliance normativa.

Inoltre la funzione può essere chiamata a svolgere attività a supporto dell'OdV data la sua competenza nella valutazione del sistema dei controlli.

Le società, soprattutto quelle più grandi, che decidono di adottare i Modelli per beneficiare della condizione esimente prevista dal Decreto 231/2001, dotandosi di funzioni "compliance" oppure si avvalgono di consulenti esterni per sviluppare procedure o processi di controllo che rendono le aziende "compliant" cioè conformi ai dettami normativi. Però, nella pratica aziendale, sono proprio le funzioni audit quelle maggiormente coinvolte nelle attività di supporto agli OdV.

L'organismo potrà avvalersi dell'internal auditing per lo svolgimento di diversi compiti, fra cui:

- Assistere OdV nella predisposizione della mappa di attività sensibili;
- Raccogliere le segnalazioni che perverranno dalle strutture della società e da soggetti terzi, dove successivamente dovrà avvisare immediatamente l'OdV;
- ricevere i flussi informativi definiti dall'OdV predisponendo una relazione trimestrale riportante le anomalie eventualmente riscontrate;
- assistere OdV nell'analisi del Modello al fine di valutare l'effettiva adeguatezza del modello;
- seguire il follow-up delle proposte di adeguamento del Modello formulato dall'OdV, al fine di verificare l'implementazione e l'effettiva funzionalità delle soluzioni proposte.

3.4 Compiti dell'Internal audit nelle M&A

L'elevato tasso di rischio delle operazioni straordinarie come le fusioni ed acquisizioni, comportano per le aziende interessate al conseguimento ottimale delle operazioni, la necessità di una valutazione accurata, la quale è di fondamentale importanza.

L'analisi comporta di conseguenza approfondimenti anche su tematiche di potenziali rischi oltre che lo studio e valutazione degli asset oggetto dell'operazione.

In questo tipo di contesto, la funzione di internal audit ricopre un ruolo importante nelle strategie aziendali in quanto può migliorare la qualità del risk management nel processo di M&A⁷⁶, creando ulteriore valore aggiunto per la società.

Al riguardo, nel seguente capitolo verrà analizzato il ruolo che ricopre la figura dell'internal audit nel caso di operazioni straordinarie, nonché fusioni ed acquisizioni, facendo molta attenzione sulle tematiche in cui è coinvolto ed i compiti che svolge durante il processo di fusione/acquisizione, oltre che nel supporto pre-operazione dove viene svolto uno studio preliminare sulla potenziale scelta strategica, non tralasciando i compiti nella fase di post-operazione di integrazione.

Fig.3.1 Ruolo del IA nelle fasi di M&A



Fonte: Internal audit's role during strategic transactions life cycle, EY 2013; Rielaborata dall'autore

⁷⁶ www.iiiaweb.it

3.4.1 Compiti nella fase di preliminare

La fase preliminare di un M&A si conforma con il momento dello studio delle possibili scelte strategiche dell'azienda.

L'obiettivo dell'operazione è la creazione di valore tramite possibili risultati di efficienza con conseguenza di risparmi sui costi, sinergie.

In questa fase, viene effettuata una prima valutazione strategica, dove viene analizzata la compatibilità della società target con gli obiettivi aziendali.

Successivamente viene effettuato uno studio sulla creazione di valore che può apportare l'operazione in termini di ritorni economici, cioè se tali saranno superiori al costo del capitale.

Prima dell'esecuzione del il piano strategico elaborato, l'internal audit ha il compito di esaminare il piano strategico elaborato dal top management valutando i rischi che l'impresa può affrontare e valutare i processi dell'operazione⁷⁷.

Il lavoro dell'internal audit nella fase preliminare ha il principale scopo di determinare già preliminarmente se la società target sia conforme agli obiettivi aziendali.

Nello specifico, le attività svolte dall'audit in questa determinata fase consistono in:

- Identificazione dei rischi e supportare le aziende coinvolte nell'operazione nell'individuazione degli eventi che potrebbero causare problemi ai fini degli obiettivi aziendali;
- Supportare il top management nel processo strategico analizzando l'allineamento con la visione aziendale, le possibili sinergie, i costi dell'operazione;
- Controllo dei processi focalizzandosi sull'adeguatezza dei sistemi di controllo interno.

⁷⁷ *Internal audit's role during strategic transactions life cycle*, EY 2013

L'International Journal of Auditing⁷⁸, ha condotto uno studio analizzando il ruolo dell'audit in ogni fase del processo di M&A ed ha finalizzato lo stesso indicando delle raccomandazioni sui compiti dello stesso nelle varie fasi dell'operazione.

Secondo gli autori, nella fase preliminare, gli internal auditors hanno un ruolo di fondamentale importanza in quanto devono assicurarsi l'ottima organizzazione dei processi di pianificazione strategica, mitigare il rischio di "acquisizione" tramite il loro lavoro di consulenza e valutare i meccanismi di valutazione e controllo dei rischi.

Ulteriori compiti molto importanti sono la valutazione del business delle società target, dare supporto in quanto alle normative relative all'operazione ed alla compliance.

3.4.2 Fase di Due diligence e negoziazione

Nel processo di Due diligence, viene effettuata un'analisi investigativa sulla società target per poter effettuare una valutazione più completa ed accurata ai fini dell'esecuzione dell'operazione di M&A.

L'obiettivo è quindi quello di accertare, attraverso una raccolta mirata di informazioni, se vi siano le effettive condizioni di fattibilità e per dare seguito all'operazione straordinaria, ovvero se sussistano gli elementi e profili di criticità che possano compromettere il buon esito, costruendo una buona base per la negoziazione dell'operazione⁷⁹.

Il processo analizza aspetti su determinati aspetti che sono:

- Legali e contrattualistici;
- Finanziari;
- Operativi;
- Ambientali;
- Fiscali.

Generalmente, le informazioni inizialmente rese disponibili consistono in prospetti informativi relativi alle società, ultimi bilanci approvati, informazioni relative alle

⁷⁸ G.M.Selim, S. Sudarsanam, M. Lavine, *The role of internal auditors in Mergers, acquisitions and divestitures: An international study*, International Journal of Auditing 2003

⁷⁹ La due diligence, Ria GranThorton – Luiss Adoption Lab, 2017

contestazioni e cause in corso, analisi di vendite, dati sul personale ed elenco di contratti rilevanti.

Si andrà quindi ad analizzare la storia della società ed i motivi del suo successo, studiare e valutare il personale con attenzione particolare al management, la posizione all'interno del mercato, e la posizione finanziaria della società tenendo in considerazione i fattori che hanno inciso sulle performance passate, l'attendibilità e l'efficienza del sistema informativo direzionale e la supply chain.

Infine, la due diligence si focalizzerà sulle operazioni con parte correlate, valutando la dipendenza ed indicando eventuali prezzi infragruppo e scostamenti rispetto il valore di mercato, non tralasciando le politiche societarie, i cambiamenti legislativi e la situazione fiscale.

In questo processo, l'internal audit ha il compito iniziale quello di analizzare le informazioni rese disponibili, analizzando il processo di valutazione, valutando i potenziali rischi ed il sistema di controllo interno della controparte.

Tali valutazioni sono di fondamentale importanza in quanto possono determinare se il prezzo che si sta valutando sia corretto, elaborando all'impresa acquirente informazioni su eventuali rischi nascosti e sulle sinergie che possono creare valore e ritorni sull'investimento.

Nello specifico, i compiti svolti dall'internal audit nella fase di due diligence consistono in:

- Svolgere il processo di due diligence con le altre funzioni aziendali, come l'area finance, risorse umane, legale;
- Assicurarsi che la due diligence copra le aree principali come la finanziaria, operativa e di compliance;
- Collaborare con eventuali consulenti esterni, assicurandosi che tali soggetti abbiano le competenze adeguate per svolgere il lavoro;
- Assicurarsi che gli aspetti negativi emersi nella due diligence sulla società tagret siano considerati per finalizzare la negoziazione.

Prima della chiusura della negoziazione e della firma dell'accordo, l'internal audit ha il compito di verificare l'accordo, controllando e valutando la presenza degli obiettivi aziendali.

Il lavoro consisterà quindi nella valutazione del monitoraggio del processo di valutazione che porterà all'approvazione e chiusura dell'accordo, considerando l'impatto che eventuali cambiamenti nei rischi e nell'ambiente di controllo possano avere sulla società acquirente.

3.4.3 Integrazione post-operazione

L'integrazione post-operazione è una fase molto delicata e di estrema importanza per la buona riuscita dell'operazione di M&A messa in atto dalla società.

L'obiettivo è quello di integrare in maniera efficace la società acquisita/fusa per poter usufruire e produrre le sinergie e il valore aggiunto enunciato nel piano strategico.

L'integrazione, risulta essere un processo con un elevato rischio, in quanto in tale operazioni vengono coinvolte anche figure umane, le quali potranno essere molto difficili da integrare all'interno di una nuova realtà e cultura lavorativa.

Un problema che può nascere è quello dei competitors che in tale delicata fase potranno cercare di approfittare dei dubbi del capitale umano per poterli acquisire e togliere del valore aggiunto alla società che ha acquisito l'altra.

Alcuni studi, fra cui quello condotto da N. Dounis⁸⁰, hanno evidenziato l'importanza dell'internal audit in questa fondamentale fase.

Il team di audit deve far parte del team che si occuperà dell'integrazione fra le società soggette dell'operazione di M&A, il quale avrà il compito, insieme agli altri team, di poter preparare il piano, elaborarlo ed eseguirlo.

L'internal audit, avrà quindi il compito di fare da advisor e lavorare come link fra le varie funzioni aziendali che devono essere implementate dalla vecchia alla società finale. Date le sue competenze, l'audit avrà inoltre l'onere di supportare le altre aree

⁸⁰ N. Dounis, *The role of internal auditing during mergers & acquisitions: The European union experience*, IIA Research Foundation, 2007

aziendali come quella finanziaria, quella informatica e delle risorse umane, cercando di evitare e superare gli eventuali problemi che possono sorgere a seguito del processo di integrazione.

Ulteriori possibili compiti dell'audit consistono in preparazioni di documenti per il controllo delle attività necessarie per l'attualizzazione dei vantaggi derivanti dall'operazione e lo sviluppo ed implementazione di policy di comunicazione nei confronti della società acquisita per informare il nuovo personale sulla nuova situazione societaria.

I compiti dell'internal audit possono riassumersi quindi in⁸¹:

- Sviluppo ed implementazione dei piani di integrazione;
- Valutazione del sistema di controllo interno della società acquisita;
- Assicurarci che il personale della società acquisita sia informato della nuova realtà aziendale e delle sue policy;
- Identificazione di eventuali gap comunicativi;
- Esprimere giudizi e consigli sui possibili rischi che si possono correre nella fase di integrazione;
- Verificare il sistema di reporting finanziario;
- Assicurarci della stabilità e del possesso delle risorse necessarie per lo svolgimento dell'attività.

3.4.4 Audit post-operazione

Il processo di audit post operazione è l'ultimo step di coinvolgimento dell'audit a seguito di un'operazione M&A.

Il compito principale consiste in quello di riportare al management eventuali problemi nel controllo principale.

A seguito dell'integrazione post acquisizione, viene effettuata una verifica per la valutazione di eventuali punti di debolezza del sistema di controllo, facendo particolare

⁸¹ G.M.Selim, S. Sudarsanam, M. Lavine, *The role of internal auditors in Mergers, acquisitions and divestitures: An international study*, International Journal of Auditing 2003

attenzione all'ambiente di controllo, alle policy ed alle linee di comunicazione delle informazioni all'interno della società acquisita.

Vengono inoltre fatte verifiche sulle varie business units della società acquisita, dai comitati controllo e rischi ed anche nei confronti del Cda. Tali controllo devono essere focalizzati su obiettivi prefissati e riportare le correzioni necessarie ad eventuali carenze riscontrate all'interno della società incorporata.

Tale verifica è necessaria in quanto utile agli organi apicali per elaborare un piano di integrazione al fine di poter operare in maniera efficiente come un'unica entità.

Ulteriore importante compito è la verifica del raggiungimento degli obiettivi prefissati, il quale può esser esercitato in maniera più efficace ed efficiente nel caso in cui l'internal audit sia coinvolto nella fase preliminare dell'operazione.

Nello specifico, i compiti svolti sono:

- Verifica su eventuali punti di debolezza nel processo di integrazione;
- Copertura delle verifiche su aree finanziarie ed operative;
- Verifica delle policy e delle procedure di controllo interno della società incorporata;
- Controllare e valutare il raggiungimento degli obiettivi prefissati, come per esempio il raggiungimento di una quota di mercato target e livelli di profittabilità e performance.

Il supporto principale che l'audit può offrire all'organizzazione è quindi quello di aumentare la frequenza dei controlli, supportare il management attraverso lezioni per migliorare l'integrazione e continuo monitoraggio sugli indicatori chiavi di performance della società.

Conclusioni

Nel presente capitolo abbiamo potuto analizzare nello specifico i compiti dell'internal audit, che variano da un lavoro di assurance e consulenza volta a migliorare l'efficacia e l'efficienza della società cliente.

Sono stati inoltre analizzati i regolamenti che disciplinano il lavoro dell'internal auditor, che sono gli standard internazionali ed il codice etico.

Successivamente è stato fatto uno studio sulle principali motivazioni per cui una società/ente abbia bisogno di una figura come l'internal auditor all'interno della sua organizzazione.

Le motivazioni che sono emerse, hanno principalmente due nature, quella strategica, in quanto si cerca di creare del valore tramite questa figura, considerati anche i compiti che deve svolgere tale figura. La seconda motivazione consiste nel rispettare, anche se non obbligati dalla normativa nazionale, le best practice internazionali, come il Codice di Autodisciplina emanato dalla Borsa Italiana.

Infine, si è analizzato il rapporto dell'internal audit con i principali organi aziendali del sistema di controllo interno, fra cui il Cda, il comitato per il controllo interno, il collegio sindacale e l'Organismo di Vigilanza, con particolare attenzione ai compiti assegnati e lo scambio di informazioni fra l'un l'altro.

Vista la fondamentale importanza delle operazioni straordinarie come quelle di M&A per la creazione di valore, è necessario un controllo accurato ed approfondito dei possibili rischi che può incorrere l'impresa nell'attuazione di queste operazioni, considerati anche gli alti tassi di fallimento nel raggiungimento degli obiettivi prefissati, per il raggiungimento di un risultato ottimale post operazione.

Considerata di fondamentale importanza il ruolo dell'internal audit nelle società per l'analisi dei rischi e per il valore aggiunto che apportano nell'impresa nello svolgimento del loro lavoro, abbiamo ritenuto necessario uno studio sul ruolo che l'auditor ha nelle singole fasi delle operazioni di M&A.

Il loro ruolo è fondamentale sin dalla fase preliminare, dove vi si ha un compito prettamente di supporto agli organi che elaborano il piano strategico di crescita attraverso operazioni come quelle delle acquisizioni e fusioni.

Si può ritenere quindi come i compiti dell'audit crescano di rilevanza con lo svilupparsi dell'operazione.

Infatti, possiamo ritenere di elevata importanza il supporto che porta nella fase di due diligence e negoziazione, dove vengono effettuate tutte le valutazioni necessarie per un'analisi approfondita delle società target, coprendo tutte le aree fondamentali dell'impresa.

Tale operazione è fondamentale per poter permettere al top management ed agli organi delegati alla negoziazione, di avere un overview più completa possibile sulla situazione della società target, e delle possibili leve da poter esercitare ai fini dello stabilimento del prezzo finale della trattativa.

Assume un rilievo fondamentale anche nella fase di integrazione, la quale risulta essere una delle fasi più delicate dell'operazione, nella quale i compiti principali saranno quelli progettare ed eseguire piani affinché l'integrazione avvenga nel modo più lineare possibile.

Dato l'alto rischio relativo alle operazioni di M&A, e visto i potenziali compiti e competenze dell'internal audit ed i vantaggi che derivano da essi, possiamo dunque concludere affermando che il ruolo dell'internal audit nelle operazioni di M&A possa essere di fondamentale importanza, dato il valore aggiunto che apporta tramite il suo lavoro sia ordinario ma anche in operazioni straordinarie. È emerso infatti come il loro ruolo sia tutt'ora ancora poco utilizzato dalle imprese in occasioni di operazioni societarie di questo genere, e si presuppone come, vista la crescita di rilevanza di tali operazioni e l'importanza evidenziata dell'audit, quest'ultimo debba esser maggiormente coinvolto, visto il suo lavoro, il quale mitigando i rischi connessi a tali tipi di operazioni può aumentare la possibilità di un outcome positivo dell'operazione.

Capitolo 4

ANALISI DEL CASO PIRELLI-CHEMCHINA

Introduzione

Il seguente capitolo illustrerà lo studio effettuato sul caso selezionato per l'analisi, che raccoglie i driver principali dell'elaborato.

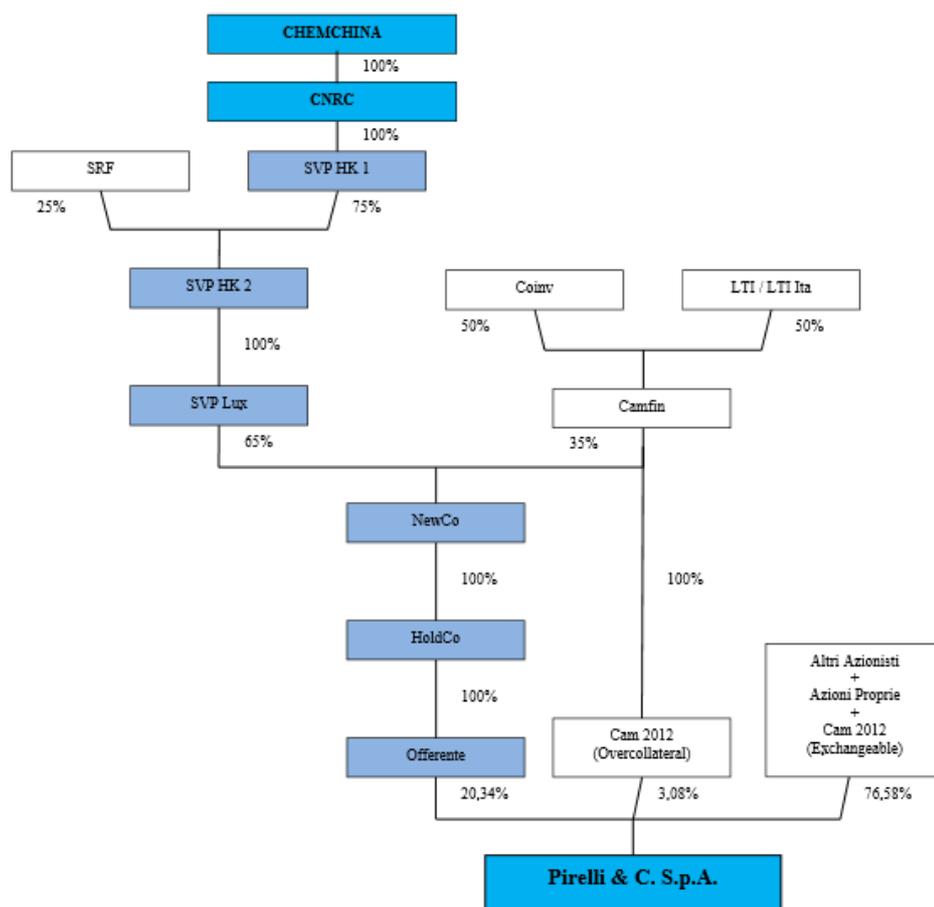
Verranno introdotte prima le società in questione, Pirelli e ChemChina, le quali hanno deciso in comune di intraprendere l'operazione di Fusione Inversa, con Pirelli che incorporerà il proprio azionista di maggioranza ChemChina, la quale controlla indirettamente l'incorporante.

Dopo aver illustrato il contesto in cui operano le società e mostrato la loro composizione societaria e di Governance, si passerà ad un'analisi della fusione a livello operativo, analizzando il processo di fusione, attraverso lo studio dei metodi di valutazione e del concambio.

Infine verrà analizzata la Governance societaria post-operazione, senza tralasciare i nuovi compiti stabiliti dallo statuto agli organi sociali e la composizione ed il ruolo dei nuovi comitati, in rispetto anche delle best practice internazionali ed al Codice di Autodisciplina.

Nello studio della Governance, verrà fatta inoltre, particolare attenzione al sistema di controllo interno, illustrando il nuovo modello di gestione del rischio adottato dalla società.

Figura 4 Catena di Controllo pre-operazione



Fonte: Documento di Offerta – Pirelli & C. S.p.A.

4.1 Pirelli, la sua Corporate Governance e gli organismi di Controllo interno

Pirelli & C. S.p.A. è una società per azioni italiana con sede a Milano e soggetta a direzione e coordinamento da parte di Marco Polo International Italy S.p.A.

La società fu fondata nel 1872 e ad oggi risulta essere uno dei principali produttori globali di pneumatici, ottenendo 6 miliardi di euro in ricavi nel solo 2014.

Si posiziona come produttore di alta gamma, ad alta tecnologia e attraverso accordi, partnership con varie ed importanti case automobilistiche, si pone come uno dei leader del mercato.

L'azienda è estesa in modo internazionale, possedendo stabilimenti in quasi 20 paesi, raggiungendo 4 continenti.

Nel 2015 Marco Polo Industrial Holding, società controllata da CNRC e partecipata da Camfin e LTI, socio russo entrato a far parte dell'azionariato Pirelli nel 2014, lancia un'OPA obbligatoria totalitaria su Pirelli a 15 euro per azione, alla cui conclusione giunge a detenere la totalità del capitale ordinario. Conseguentemente dal 6 novembre 2015 le azioni ordinarie sono state revocate dalla quotazione.

Pirelli si conforma al Codice di Autodisciplina approvato dal Comitato per la Corporate Governance costituito ad opera delle Associazioni di impresa (ABI, ANIA, Assonime, Confindustria) e di investitori professionali (Assogestioni).

A Pirelli & C., in quanto compresa tra le società dell'indice FTSE-MIB, si applicano le raccomandazioni del Codice di Autodisciplina specificamente previste per tali società.

La Relazione Annuale sul Governo Societario e gli Assetti Proprietari è redatta anche sulla base del format di Borsa Italiana.

Figura 4.1 Azionariato Pirelli alla data di fusione

Azionista	Azioni ordinarie	% sul capitale sociale ordinario	% sul capitale sociale complessivo
Marco Polo Industrial Holding S.p.A.	n. 475.388.592	99,926%	97,417%
Azioni proprie	n. 351.590	0,074%	0,072%
Azionista	Azioni di risparmio	% sul capitale sociale di risparmio	% sul capitale sociale complessivo
Marco Polo Industrial Holding S.p.A.	n. 11.018.242	89,935%	2,258%
Azioni proprie	n. 408.342	3,333%	0,084%
Azionisti terzi	n. 824.727	6,732%	0,169%

Fonte: Progetto di fusione per incorporazione di Marco Polo Industrial Holding S.p.A. in Pirelli & C. S.p.A.

La società adotta un modello di Governance di tipo tradizionale, composta, oltre che dal consiglio di amministrazione ed i suoi comitati, dal collegio sindacale come organo principale alla vigilanza ed al controllo.

Il Cda di Pirelli, al momento della fusione, come anche quanto previsto all'art.10 del proprio statuto, è composto da un numero di membri variabile da 7 a 23 nominati dall'assemblea sulla base di liste presentate dagli azionisti.

Il mandato dei consiglieri è di tre esercizi e sono rieleggibili.

Al momento del progetto di fusione, il Cda risultava composto da 15 consiglieri, compreso il presidente, amministratore delegato e vicepresidente.

Il Consiglio di Amministrazione ha un orientamento per cui in principio non è considerato compatibile con lo svolgimento dell'incarico di Amministratore della Società il ricoprire l'incarico di Amministratore o Sindaco in più di cinque società, diverse da quelle soggette a direzione e coordinamento di Pirelli & C. S.p.A., da essa controllate o a essa collegate, quando si tratti di società⁸²:

- Quotate ricomprese nell'indice FTSE/MIB (o anche in equivalenti indici esteri);
- Che svolgano attività bancaria o assicurativa;
- È inoltre considerato compatibile il cumulo in capo allo stesso Amministratore di un numero di incarichi esecutivi superiore a 3 in società.

Figura 4.2 Cda Pirelli

L'attuale composizione del consiglio di amministrazione di Pirelli è quindi la seguente:

Carica	Nome e Cognome	Data di nomina	Data di cessazione
Presidente e Amministratore Delegato ⁽¹⁾	Tronchetti Provera Marco	12 giugno 2014	Approvazione del bilancio al 31/12/2016
Vice Presidente ^{(1) (3)}	Pirelli Alberto	12 giugno 2014	Approvazione del bilancio al 31/12/2016
Consigliere ^{(2) (3)}	Artoni Anna Maria	12 giugno 2014	Approvazione del bilancio al 31/12/2016
Consigliere ⁽²⁾	Bai Xiping	2 settembre 2015	Data della prossima assemblea soci
Consigliere ⁽²⁾	Casimiro Didier	14 maggio 2015	Approvazione del bilancio al 31/12/2016
Consigliere ^{(2) (3)}	Glaserberg Ivan	14 maggio 2015	Approvazione del bilancio al 31/12/2016
Consigliere ⁽²⁾	Goldberg Ze'ev	2 settembre 2015	Data della prossima assemblea soci
Consigliere ^{(2) (3)}	Kostin Andrey	14 maggio 2015	Approvazione del bilancio al 31/12/2016
Consigliere ⁽²⁾	Lazarev Petr	14 maggio 2015	Approvazione del bilancio al 31/12/2016
Consigliere ^{(2) (3)}	Magistretti Elisabetta	12 giugno 2014	Approvazione del bilancio al 31/12/2016
Consigliere ^{(2) (3)}	Pietrogrande Paolo	12 giugno 2014	Approvazione del bilancio al 31/12/2016
Consigliere ^{(2) (3)}	Roth Luigi	12 giugno 2014	Approvazione del bilancio al 31/12/2016
Consigliere ⁽²⁾	Sechin Igor	14 maggio 2015	Approvazione del bilancio al 31/12/2016
Consigliere ^{(2) (3)}	Soffientini Manuela	12 giugno 2014	Approvazione del bilancio al 31/12/2016
Consigliere ⁽²⁾	Soglaev Igor	14 maggio 2015	Approvazione del bilancio al 31/12/2016

⁽¹⁾ Amministratore esecutivo.

⁽²⁾ Amministratore non esecutivo.

⁽³⁾ Amministratore indipendente.

Fonte: Progetto di fusione per incorporazione di Marco Polo Industrial Holding S.p.A. in Pirelli & C. S.p.A.

Il Consiglio di Amministrazione, previo esame da parte del Comitato Controllo, Rischi, Sostenibilità e Corporate Governance, esamina annualmente le cariche ricoperte dai singoli Consiglieri sulla base delle informazioni ricevute. Alla Data della Relazione

⁸² Relazione sul Governo societario e gli assetti proprietari, Pirelli, 2014

nessun Consigliere ricopre un numero di incarichi superiore a quello previsto dall'orientamento adottato dalla Società. In allegato alla Relazione, si riportano i principali incarichi ricoperti dagli Amministratori nelle società diverse da quelle appartenenti al Gruppo Pirelli.

Al Consiglio di Amministrazione spetta la guida strategica e la supervisione dell'attività di impresa, con potere di indirizzo sull'amministrazione nel suo complesso ed è competente ad assumere le decisioni più importanti sotto il profilo economico/strategico, o in termini di incidenza strutturale sulla gestione, ovvero funzionali, all'esercizio dell'attività di controllo e di indirizzo di Pirelli.

Nello svolgimento dei propri compiti, il Consiglio di Amministrazione si avvale del supporto di appositi Comitati, istituiti al proprio interno, con compiti istruttori, propositivi e/o consultivi nonché di comitati manageriali, composti dal senior management, che danno attuazione alle direttive e agli indirizzi stabiliti dal Consiglio e dagli Amministratori esecutivi e collaborano con quest'ultimi per la definizione delle proposte da sottoporre in merito al Consiglio stesso.

Lo Statuto prevede riunioni consiliari con cadenza minima trimestrale. Pirelli ha diffuso un calendario disponibile sul sito internet Pirelli che prefigura per il 2015 n. 6 riunioni consiliari. Alle stesse, su invito del Presidente e Amministratore Delegato, prendono parte membri del management al fine di favorire un'approfondita conoscenza delle attività della Società e del Gruppo nonché al fine di favorire l'accesso al senior management onde accrescere la capacità di supervisione del Consiglio di Amministrazione sulle attività di impresa.

Il Consiglio di Amministrazione è caratterizzato da un numero di Amministratori indipendenti maggiore di oltre un terzo dei suoi componenti, seguendo un criterio più rigoroso del Codice di Autodisciplina che, per le società appartenenti all'indice FTSE-MIB, raccomanda che almeno un terzo del Consiglio sia composto da amministratori indipendenti. Alla nomina e poi, con cadenza annuale, il Consiglio valuta la continuità dei requisiti di indipendenza previsti dal Codice di Autodisciplina e di quelli previsti

dal TUF in capo agli Amministratori non esecutivi qualificati come indipendenti. Il Consiglio di Amministrazione individua l'indipendenza dei propri Amministratori nella libertà da relazioni con la Società e/o i suoi principali azionisti e dirigenti che possano influenzarne il giudizio. Al fine di effettuare la relativa valutazione, il Consiglio ha fatto riferimento ai requisiti raccomandati dal Codice di Autodisciplina adottato da Borsa Italiana.

Vista la situazione di CEO Duality⁸³, Pirelli, in linea con le raccomandazioni del Codice di Autodisciplina e, anche, al fine di valorizzare ulteriormente il ruolo degli Amministratori indipendenti, il Consiglio di Amministrazione ha confermato la figura del LID⁸⁴ il quale costituisce un punto di riferimento e coordinamento delle istanze e dei contributi per i Consiglieri indipendenti.

I compiti principali del LID, consistono:

- nella collaborazione con il presidente del Cda per migliorare il funzionamento del consiglio stesso;
- facoltà di convocare gli amministratori indipendenti, con la possibilità inoltre di poter convocare anche esponenti del management;
- coopera con il presidente per garantire la completezza e la tempestività dei flussi informativi.

Riguardo i Comitati emerge come non sia stato istituito un comitato esecutivo all'interno del consiglio di amministrazione.

Tuttavia, come previsto dall'art. 11 dello statuto, il Cda ha istituito al proprio interno diversi comitati, con funzioni consultive ed anche propositive, per poter anche adeguare la struttura di Corporate Governance della società.

Al momento del progetto di fusione, i comitati presenti erano⁸⁵:

⁸³ Situazione in cui il CEO ricopre la posizione di Presidente del Cda.

⁸⁴ LEAD INDEPENDENT DIRECTOR

⁸⁵ Documento di offerta – Pirelli & C. S.p.A., Consob, 2015

- Comitato Controllo Interno, Rischi, Sostenibilità e Corporate Governance;
- Comitato per la Remunerazione;
- Comitato Nomine e Successioni;
- Comitato Strategie.

Il Comitato Controllo Interno, Rischi, Sostenibilità e Corporate Governance è composto da tre membri, tutti amministratori indipendenti.

Il compito del comitato è quello di vigilare sull'attività di Internal Audit, sulla struttura della Governance societaria, sulla gestione e valutazione della sostenibilità e dei rischi. Assiste il Cda particolarmente nella definizione delle linee di indirizzo del sistema di controllo interno, di gestione dei rischi, esaminando lo stesso, nonché descrivendo gli elementi essenziali del sistema attraverso una valutazione dello stesso.

Lo stesso comitato, opera anche come Comitato per le operazioni con parti correlate, con l'eccezione di questioni relative alla remunerazione, le quali sono di competenza di un comitato apposito.

Inoltre, esprime pareri sulle proposte di nomina e remunerazione della direzione di Internal Audit assicurando che lo stesso sia dotato delle risorse necessarie per il realizzo del proprio lavoro e valuta, assieme al Collegio Sindacale, ai responsabili amministrativi della Società, al Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari e ai revisori, il corretto utilizzo dei principi contabili e la loro applicazione all'interno del Gruppo ai fini della redazione del bilancio consolidato, l'eventuale lettera del revisore legale di suggerimenti alla Direzione aziendale e l'eventuale relazione sulle questioni fondamentali emerse in sede di revisione legale. Infine, esamina il piano audit, coordinando il lavoro del direttore dell'internal audit, riferisce al Cda sulle attività svolte di sua competenza e svolge gli ulteriori compiti a esso attribuiti dal Consiglio di Amministrazione, anche in relazione alla vigilanza sulla correttezza procedurale e sulla fairness sostanziale delle operazioni.

Il Comitato per la Remunerazione è composto anch'esso da tre consiglieri, tutti indipendenti. Il presidente del comitato stesso, risulta ricoprire inoltre il ruolo di Lead Independent Director.

I doveri del comitato sono quelli di esaminare e strutturare il modello dei compensi e degli incentivi a lungo termine del CEO e di tutti i manager i quali hanno responsabilità strategiche.

Nel Comitato Nomine e Successioni fanno parte il CEO Tronchetti Provera, il quale ricopre il ruolo di presidente dello stesso, il quale è coadiuvato dal lavoro di due consiglieri indipendenti.

Il compito di costoro è quello di avere la responsabilità nelle proposte al consiglio di amministrazione per le nomine e cambiamenti degli amministratori indipendenti, occupandosi anche delle cariche in caso di successioni.

In particolare ha funzioni consultive, propositive e di supervisione per garantire la definizione e l'applicazione all'interno del Gruppo di politiche di remunerazione volte, da un lato, ad attrarre, motivare e trattenere le risorse in possesso delle qualità professionali richieste per perseguire proficuamente gli obiettivi del Gruppo e, dall'altro lato capaci di allineare gli interessi del management con quelli degli azionisti.

Infine, il Comitato Strategie risulta esser composto da sei amministratori, dei quali tre indipendenti, compreso il Lead Independent Director, e tre non indipendenti, fra cui il CEO Tronchetti Provera.

Il compito del Comitato in questione risulta essere quello di esaminare piani industriali, finanziari, strategici e Budget prima che questi siano sottoposti all'approvazione del consiglio di amministrazione.

Nello specifico, assiste il consiglio nella valutazione di operazioni strategiche come l'ingresso in nuovi mercati, in alleanze industriali, in operazioni straordinarie e progetti di investimento, ristrutturazione aziendale e finanziaria.

Il Sistema di Controllo Interno di Pirelli persegue gli obiettivi di efficienza e efficacia delle attività operative; di affidabilità delle informazioni; della salvaguardia del

patrimonio aziendale e del rispetto e conformità a leggi e regolamenti per assicurare una corretta informativa e un'adeguata copertura di controllo su tutte le attività del Gruppo, con particolare attenzione alle aree ritenute potenzialmente a rischio⁸⁶.

La responsabilità dello stesso appartiene al Cda, il quale ne indirizza il lavoro, verificandone l'adeguatezza e l'effettivo funzionamento.

Il consiglio, si avvale dell'organo di Direzione Internal audit, la quale è dotata di un adeguato livello di indipendenza e strumento per poter svolgere la propria attività, le quali consistono principalmente nella valutazione dell'adeguatezza, efficacia ed efficienza del sistema.

Il Consiglio di Amministrazione, ha nominato il Presidente e Amministratore Delegato l'amministratore come responsabile del sistema di controllo interno, al quale sono stati attribuiti i compiti raccomandati dal Codice di Autodisciplina.

Lo stesso svolge svariati compiti, fra cui l'identificazione dei principali rischi aziendali, tenendo conto delle caratteristiche delle attività svolte dall'Emittente e dalle sue controllate, sottoponendoli periodicamente all'esame del Consiglio di Amministrazione; attua l'esecuzione alle linee di indirizzo definite dal Consiglio di Amministrazione, curandone la realizzazione e la gestione, verificandone costantemente l'adeguatezza e l'efficacia; si occupa dell'adattamento di tale sistema alla dinamica delle condizioni operative e del panorama legislativo e regolamentare; richiede alla funzione Internal audit lo svolgimento di verifiche su specifiche aree operative e sul rispetto delle regole e procedure interne nell'esecuzione delle operazioni aziendali, propone la nomina e la revoca del responsabile Internal audit vigilando che lo stesso sia dotato delle adeguate risorse nell'espletamento delle proprie attività e proponendone la remunerazione in coerenza con le politiche aziendali.

Un ruolo di grande rilevanza nell'ambito del Sistema di Controllo interno è svolto dalla Direzione Internal Audit che ha il compito principale, quello di valutare adeguatezza e

⁸⁶ Management Report, Pirelli, 2014.

funzionalità dei processi di controllo di Pirelli, tramite un'attività indipendente di assurance e consulenza.

L'attività della Direzione Internal Audit si sviluppa in linea con il mandato ad essa attribuito e approvato dal Consiglio di Amministrazione.

Il Direttore Internal Audit, a cui non è attribuita la responsabilità di alcuna area operativa, riporta gerarchicamente al Presidente e Amministratore Delegato e funzionalmente al CCRSCG⁸⁷ e al Collegio Sindacale. La Direzione Internal Audit opera sulla base di un piano di audit annuale preventivamente approvato dal CCRSCG e successivamente dal Consiglio di Amministrazione.

Il Direttore Internal Audit riferisce trimestralmente al CCRSCG, al Collegio Sindacale e invia semestralmente una relazione sull'attività svolta al Consiglio di Amministrazione, ed comunica una valutazione sull'idoneità del sistema di controllo interno.

La Funzione Compliance, congiuntamente alle direzioni Legali, ha il compito di garantire il costante allineamento delle normative interne, dei processi e delle attività aziendali al quadro normativo applicabile, partecipando attivamente all'identificazione dei rischi di non conformità che possano determinare sanzioni giudiziarie, amministrative e conseguenti danni di reputazione.

Complementari al sistema di controllo interno sono il codice etico, le linee di condotta ed il modello organizzativo 231 della società.

Il Codice Etico declina i principi generali cui si ispira lo svolgimento e la conduzione degli affari in Pirelli; esso indica gli obiettivi e i valori informativi dell'attività d'impresa. Pirelli, invero, informa la propria attività interna ed esterna al rispetto del Codice Etico, nel convincimento che il successo dell'impresa non possa prescindere dall'etica nella conduzione degli affari. Le Linee di Condotta, in particolare, contengono la declinazione "operativa" dei principi del Codice Etico e stabiliscono

⁸⁷ Comitato Controllo Interno, Rischi, Sostenibilità e Corporate Governance;

regole, per l'intero Gruppo, volte ad evitare che si determinino situazioni ambientali favorevoli alla commissione di reati in genere.

Conformemente a quanto contenuto nella normativa e nello statuto, al Collegio Sindacale sono attribuiti i compiti di:

- Controllare l'osservanza della legge e dello statuto, tenendo conto dei principi di corretta amministrazione;
- Vigilare sull'adeguatezza della struttura organizzativa del sistema di controllo interno, contabile;
- Verificare l'adeguatezza dell'informativa finanziaria e l'efficacia del sistema di controllo interno, della revisione interna e gestione del rischio;
- Valutare l'indipendenza della società di revisione legale.

Al momento del documento di offerta, il Collegio Sindacale, come anche previsto dall'art. 16 dello statuto, è composto da tre sindaci effettivi e tre sindaci supplenti nominati dall'assemblea a seguito di una votazione. Gli stessi, restano in carica per tre esercizi e sono rieleggibili.

Figura 4.3 Collegio Sindacale Pirelli

Carica	Nome e Cognome	Data di nomina	Data di cessazione
Presidente	Fallacara Francesco	14 maggio 2015	Approvazione del bilancio al 31/12/2017
Sindaco Effettivo	Carù Antonella	14 maggio 2015	Approvazione del bilancio al 31/12/2017
Sindaco Effettivo	Artoni Fabio	14 maggio 2015	Approvazione del bilancio al 31/12/2017
Sindaco Supplente	Lorenzatti Andrea	14 maggio 2015	Approvazione del bilancio al 31/12/2017
Sindaco Supplente	Facchini Fabio	14 maggio 2015	Approvazione del bilancio al 31/12/2017
Sindaco Supplente	Odde Giovanna	14 maggio 2015	Approvazione del bilancio al 31/12/2017

Fonte: Documento di Offerta – Pirelli

La revisione legale dei conti è svolta da una società nominata, su proposta del collegio Sindacale, dall'Assemblea dei soci tra quelle iscritte nell'apposito albo.

L'incarico di revisione dei bilanci di esercizio, dei bilanci consolidati e dei bilanci semestrali abbreviati per gli esercizi 2008 – 2016 è conferito a Reconta Ernst & Young S.p.A., organizzazione italiana del network Ernst&Young, che è stata altresì incaricata,

attraverso le organizzazioni presenti nei diversi Paesi in cui Pirelli opera, per la revisione dei bilanci delle principali società del Gruppo Pirelli.

Il Responsabile dell'incarico di revisione legale in Pirelli & C. S.p.A. è il Dott. Pietro Carena.

La società di revisione è chiamata a verificare l'elaborazione della relazione sul governo societario e gli assetti proprietari nonché e esprimere il cd. "Giudizio sulla coerenza" di alcune informazioni riportate nella presente Relazione.

Nel corso delle assemblee convocate per l'approvazione delle relazioni finanziarie annuali è, inoltre, fornito il resoconto delle ore impiegate e dei compensi corrisposti al Revisore nell'esercizio di riferimento. Il CCRSCG e il Collegio Sindacale hanno altresì definito nel corso del 2011 una procedura per il conferimento di incarichi, in specifica quelli "non-audit" da parte di Pirelli a società appartenenti al network Ernst&Young stabilendo che la necessaria preventiva ed espressa autorizzazione del Chief Financial Officer il quale, con l'ausilio del Direttore Internal Audit verifica, ha il compito di verificare che l'incarico da attribuirsi non rientri tra quelli non ammessi dal Testo Unico della Revisione Legale e che in ogni caso date le sue caratteristiche non incida sull'indipendenza del revisore.

Il Consiglio di Amministrazione, previo esame del CCRSCG ha verificato e approvato il rendiconto degli incarichi conferiti nell'Esercizio.

Pertanto, tutti gli incarichi che prevedano un compenso superiore a 50 mila euro devono comunque essere preventivamente sottoposti all'esame del Collegio Sindacale, fatte salve motivate e specifiche ragioni come incarichi non inclusi nei servizi di revisione che la normativa, anche regolamentare, espressamente disponga vengano svolti dal Revisore.

Il Direttore Internal Audit fornisce con periodicità almeno trimestrale al citato Comitato e al Collegio Sindacale un elenco dei servizi non di revisione conferiti al Revisore.

4.2 ChemChina, la sua Corporate Governance e gli organismi di Controllo interno

Il secondo soggetto partecipante all'operazione è la società ChemChina, che partecipa indirettamente all'operazione attraverso l'utilizzo di una sua controllata Marco Polo Industrial Holding S.p.A. la quale risulta essere la società incorporanda.

L'oggetto sociale di quest'ultima è quello di acquisto, detenzione e gestione di partecipazioni societarie, in quanto costituita esclusivamente in funzione dell'operazione di acquisizione di Pirelli da parte di ChemChina.

ChemChina fu costituita nel 2004 a seguito di una riorganizzazione delle società dell'allora Ministero dell'industria cinese, completamente partecipata dallo stato, rendendola quindi una State Owned Enterprise e risultando una delle aziende più importanti nell'industria chimica cinese.

La società gestisce diversi centri produttivi e di ricerca sparsi nel mondo, avendo anche il beneficio di possedere una forte rete di marketing ampiamente sviluppata.

La business unit che si occupa dei prodotti come pneumatici e gomma è gestita dal gruppo CNRC, il quale è fornitore di principali produttori cinesi di autoveicoli, vendendo inoltre i propri prodotti anche nel resto del mondo.

La Corporate Governance di Chemchina adotta un sistema di "Director – General Responsibility" seguendo le direttive imposte dalla normativa nazionale, avendo come organo centrale un comitato – General manager's office meeting - chiamato a prendere le decisioni strategiche operative⁸⁸.

Vi sono tutta via nove comitati speciali, fra i quali quello per il budget e quello per gli investimenti, i quali fanno da supporto al consiglio centrale per le decisioni strategiche.

La SASAC⁸⁹ è un comitato speciale che lavora per conto dello Stato cinese.

Ha compiti di gestione e coordinamento, svolti per conto dello stesso, con particolare attenzione sulle performance, sul rispetto dello statuto e dei valori nazionali.

⁸⁸ ChemChina Sustainability Report, 2015

⁸⁹ State-owned Assets Supervision and Administration Commission

La CNRC, controllata da ChemChina e che controlla il veicolo Marco Polo Industrial Holding, ha un consiglio di amministrazione composto da quattro membri, compreso il presidente.

Si può quindi evidenziare una prima differenza fra il Cda di CNRC il quale è composto da un numero ristretto di amministratori, rispetto al numero di amministratori previsti in un consiglio italiano. Questo può portare vantaggi e svantaggi. Per esempio un vantaggio può essere una maggiore velocità ed efficienza nelle scelte strategiche, mentre uno svantaggio sono le competenze totali del consiglio ridotte, rispetto ad un consiglio composto da un numero maggiore di componenti e di conseguenza di competenze.

A livello normativo cinese, il board of director di CNRC ha compiti prettamente di implementazione a livello operativo delle strategie messe in atto dal General shareholders Meeting. Ciò non toglie all'organo stesso, i poteri decisionali concernenti il management, in quanto esso stesso è l'organo che dà vita ai comitati speciali, come il comitato strategico, quello delle nomine, remunerazioni, quello per l'audit e molti altri⁹⁰.

Figura 4.4 Cda CNRC

Carica	Nome e Cognome	Data di nomina	Data di cessazione
Presidente	Bai Jinping	24 ottobre 2014	24 ottobre 2017
Amministratore	Sun Zhenhua	21 dicembre 2012	20 dicembre 2015
Amministratore	Wang Feng	21 dicembre 2012	20 dicembre 2015
Amministratore	Li Gaoping	21 dicembre 2012	20 dicembre 2015

Fonte: Documento di Offerta – Pirelli

L'organo di supervisione di CNRC è composto da tre supervisori, di cui uno è presidente. La normativa nazionale cinese prevede come dovere principale dell'organo, quello di essere leale, diligente a protezione degli interessi degli shareholders della società.

⁹⁰ OECD, Corporate Governance of Listed Companies in China: Self-Assessment by the China Securities Regulatory Commission, OECD Publishing, 2011

È un organo con membri indipendenti, i quali compiti sono quelli della supervisione sull'operato dei manager ed amministratori in base alle leggi previste dalla normativa nazionale e dallo statuto, non tralasciando i suoi diritti sulla verifica dell'area finanziaria della società.

Figura 4.5 Consiglio dei Supervisor di CNRC

Carica	Nome e Cognome	Data di nomina	Data di cessazione
Presidente	Cao Xingong	21 dicembre 2012	21 dicembre 2015
Supervisore	Gong Jianying	21 dicembre 2012	21 dicembre 2015
Supervisore	Qi Chunyu	21 dicembre 2012	21 dicembre 2015

Fonte: Documento di Offerta – Pirelli

Riguardo la società veicolo Marco Polo Industrial Holding la quale è l'offerente, adotta un modello di Governance tradizionale, con il Cda, che a seguito del patto parasociale Pirelli, Coinv/LTI e del contratto SRF è composto da 16 componenti, di cui 7 espressione di CNRC, 5 di Camfin, 3 di LTI ed LTI ita ed infine 1 di SRF.

Figura 4.6 Cda Offerente

Carica	Nome e Cognome
Presidente	Bai Xiping
Amministratore Delegato	Marco Tronchetti Provera
Consigliere	Yang Xingqiang
Consigliere	Shi Jie
Consigliere	Ze'ev Goldberg
Consigliere	Wang Dan
Consigliere	Jiao Chonggao
Consigliere	Yang Xun
Consigliere	Zhang Haitao
Consigliere	Giorgio Luca Bruno
Consigliere	Carlo Acutis
Consigliere	Alberto Pirelli
Consigliere	Luca Rovati
Consigliere	Viacheslav Sheloputov
Consigliere	Nataliya Mincheva
Consigliere	Gennady Pavlov

Fonte: Documento di Offerta – Pirelli

Il Collegio Sindacale dell'offerente, viste le indicazioni previste dallo statuto sociale, l'organo è composto da cinque sindaci effettivi e due supplenti, suddivisi secondo quanto contenuto nel patto parasociale Pirelli e Coinv/LTI.

I patti prevedono una suddivisione in tre sindaci effettivi espressi da CNRC, un sindaco effettivo ed un supplente per Camfin e per LTI e LTI ita.

Figura 4.7 Collegio Sindacale Offerente

Carica	Nome e Cognome
Presidente	Domenico Litido
Sindaco Effettivo	Alessandra Tronconi
Sindaco Effettivo	Federico Quaiotti
Sindaco Effettivo	Fabio Artoni
Sindaco Effettivo	Fabrizio Acerbis
Sindaco Supplente	Elenio Bidoggia
Sindaco Supplente	Paolo Micanti

Fonte: Documento di Offerta – Pirelli

4.3 Analisi dell'operazione di acquisto

La Fusione deriva dall'accordo di compravendita e di co-investimento stipulato fra ChemChina la quale controlla totalmente CNRC, Camfin S.p.A. e i suoi soci Coinv S.p.A. e Long-Term Investments Luxembourg S.A. ("LTI").

Tale operazione è finalizzata alla creazione di una partnership industriale di lungo periodo relativa a Pirelli, con l'obiettivo di rafforzarne i piani di sviluppo, di presidiare aree geograficamente strategiche e di conseguire l'integrazione delle attività tyre nel segmento Industrial di CNRC e di Pirelli, mantenendo la continuità e autonomia dell'attuale struttura manageriale del Gruppo Pirelli.

Dal Punto di vista strategico di ChemChina, i benefici derivanti dall'operazione erano molteplici.

Uno dei benefit principali che ha spinto la società ad acquisire Pirelli è l'accesso all'avanzata tecnologia sui prodotti pneumatici, la quale negli ultimi anni ha permesso a Pirelli la produzione di pneumatici di altissima qualità con altrettanti alti margini di profitto sugli stessi. Proprio grazie all'acquisizione, ChemChina ha la possibilità di non dover sostenere alti costi di ricerca e sviluppo, utilizzando infatti il knowledge acquisito da Pirelli. Ulteriore beneficio derivante dall'operazione è quello di poter sfruttare il brand name di Pirelli ed il suo network globale, specialmente nel mondo

occidentale ed europeo, consentendo quindi l'entrata nel mercato europeo in maniera più semplice e conveniente. Inoltre, è stato garantito un salto qualitativo, portando così l'azienda cinese nel segmento dei pneumatici di alta qualità.

Secondo uno studio del caso di UBS, il buon esito dell'operazione, congiuntamente all'esecuzione delle strategie in atto, può portare il gruppo all'ottenimento del circa 10% della quota di mercato⁹¹.

Anche per Pirelli, i vantaggi previsti dall'operazione risultano essere molto numerosi. L'operazione infatti garantirà a Pirelli una presenza più forte in un mercato in crescita come quello asiatico e gli permetterà di fronteggiare in maniera migliore concorrenti come Michelin e Continental e Bridgestone. Ulteriormente, è venuta la possibilità di poter espandere su più segmenti i propri prodotti, offrendo non solo prodotti di qualità premium, ma anche prodotti di un minor costo per le fasce medio basse.

Sono inoltre emersi fattori esterni che hanno incentivato l'attuazione dell'operazione, come il basso valore dell'euro, che ha permesso un costo minore per l'azienda cinese, oltre che il prezzo basso delle azioni di Pirelli. Inoltre, l'operazione è stata anche simbolo delle strategie economiche messe in atto dal governo cinese, la quale ha avuto un ruolo molto attivo grazie alle cross border M&A, investendo per tecnologie avanzate che mancano ancora al paese, oltre che sfruttare l'entrata in nuovi mercati.

Il Progetto di Fusione è stato approvato dai Consigli di Amministrazione di Marco Polo Industrial Holding e di Pirelli in data 22 dicembre 2015, dove si prevede un'operazione di Fusione inversa, dove Pirelli assume il ruolo di incorporante ed Marco Polo Industrial Holding come società incorporanda, determinando la cessazione dell'incorporanda e la prosecuzione della società Pirelli.

La scelta di tale operazione intrapresa dal top management, è considerata necessaria per la realizzazione dell'obiettivo di integrazione industriale e consentirà nello

⁹¹ P. Arosio, D. Masoni, *ChemChina to buy into Italian tire maker Pirelli in \$7.7 billion deal*, PEUTERS, 2015

specifico una razionalizzazione dell'attuale struttura dell'indebitamento finanziario che coinvolge le società del gruppo.

La Fusione è strettamente e intrinsecamente connessa alla realizzazione dell'acquisizione del controllo di Pirelli da parte di Marco Polo Industrial Holding e delle Offerente, che hanno condotto all'attuale struttura partecipativa del gruppo.

Tali operazioni, infatti, sono state rese possibili, grazie alla messa a disposizione, da parte delle banche finanziatrici, alcune linee di credito.

In conseguenza della Fusione, l'indebitamento attualmente in capo a Marco Polo Industrial Holding sarà trasferito a Pirelli, il cui patrimonio potrà così costituire garanzia generica ovvero fonte di rimborso di tali linee di credito.

La concentrazione su un unico soggetto dell'indebitamento derivante dalle linee di credito, nonché delle attività generatrici dei flussi di cassa destinati a servizio del debito, va incontro alla richiesta delle banche finanziatrici e consentirà di ottenere migliori condizioni economiche commisurate al minor livello di rischio, portando beneficio per il gruppo.

All'esito delle Offerte il delisting delle azioni ordinarie Pirelli è già stato realizzato ed è previsto il conseguimento del delisting anche delle azioni di risparmio attraverso la Conversione Obbligatoria. Considerato poi che Marco Polo Industrial Holding è una pura holding di partecipazioni che presenta una situazione patrimoniale relativamente semplice rispetto a quella della controllata, si è ritenuto più efficiente e idoneo, date le circostanze, procedere alla Fusione in forma "inversa"⁹².

In conseguenza al ricordo dell'indebitamento finanziario per l'attuazione dell'operazione, la natura dell'operazione si assomiglia ad un'operazione di Leverage buy-out. Pertanto, ai sensi dell'articolo 2501 del c.c. i consigli di amministrazione hanno:

⁹² Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parti correlate, Pirelli 2015

- Segnalato nel progetto di fusione le risorse finanziarie per il soddisfacimento delle obbligazioni risultanti dall'operazione;
- Nominato l'esperto comune tramite il tribunale di Milano, il quale ha indicato come soggetto responsabile KPMG S.p.A.;
- Richiesto alla società di revisione di entrambi i soggetti, Ernst & Young S.p.A una loro relazione.

Data la presenza di soci di minoranza, è stato determinato e stabilito il rapporto di cambio.

Dal momento che gli azionisti di minoranza partecipano al capitale dell'incorporante, mentre l'incorporanda è posseduta da un unico socio, il Rapporto di Cambio si sostanzia con l'assegnazione all'unico socio della Società Incorporanda un numero di azioni - ordinarie e di categoria speciale - inferiore rispetto al numero di azioni oggi possedute dalla Società Incorporanda nella Società Incorporante.

Gli azionisti di minoranza manterranno le azioni già in possesso e vi sarà l'annullamento senza riduzione di capitale delle azioni della Società

Incorporante eccedenti rispetto alla assegnazione.

Il concambio della Fusione a favore dell'unico socio della Società Incorporanda avverrà dunque con azioni della Società Incorporante delle due categorie-azioni ordinarie e azioni di risparmio – originariamente possedute dalla Società Incorporanda, nella medesima proporzione esistente prima della Fusione tra le due categorie possedute dalla Società Incorporanda, fermo restando il divieto di assegnazione di azioni proprie di cui all'art. 2504-ter cod. civ.

A seguito delle analisi svolte dai Cda e dagli advisor si è giunti a stabilire un rapporto di cambio per entrambe le categorie azionarie pari a n. 6,30 azioni della Società Incorporante da assegnare post Fusione all'unico socio della Società Incorporanda per ogni n. 1 azione della Società Incorporanda posseduta prima della Fusione dall'unico socio della Società Incorporanda, non essendo inoltre previsti conguagli in denaro.

Per verificare le proprie valutazioni, il Cda ha incaricato il prof. Mauro Bini per un ulteriore stima del valore delle azioni di entrambe le società ai fini della conferma del rapporto di cambio già stabilito.

Inoltre, il comitato delle operazioni con parti correlate ha ritenuto di coinvolgere, di suo diritto, un esperto indipendente scegliendo CitiBank, per un ulteriore consulenza riguardo gli aspetti finanziari.

Ai fini di indentificare le metodologie più appropriate per la valutazione e determinazione del rapporto di cambio, sono state considerati tre aspetti principali, cioè la natura delle società, in quanto l'incorporate è una società operativa e l'incorporanda una holding, comportando quindi non una valutazione di business diversi, ma dello stesso tenendo però conto di due strutture finanziarie difformi.

Successivamente si è tenuto in considerazione la suddivisione dell'azionariato, ed infine il rapporto di concambio, dove veniva prevista l'assegnazione in proporzione a quanto posseduto precedentemente all'operazione.

Tali aspetti, hanno comportato:

- le azioni Marco Polo Industrial Holding sono state valutate in trasparenza rispetto alle azioni Pirelli possedute in portafoglio. Più precisamente le azioni Marco Polo Industrial Holding sono state valutate sottraendo dal valore delle azioni Pirelli in portafoglio il debito finanziario acceso da Marco Polo Industrial Holding per l'acquisto delle azioni;
- le azioni di risparmio e le azioni ordinarie Pirelli ante Fusione stabilite allo stesso valore, tenuto comunque in considerazione, da un lato, del beneficio in termini di dividendo delle azioni di risparmio rispetto alle azioni ordinarie e, dall'altro, del costo del capitale più alto, che ha caratterizzato le azioni di risparmio nel periodo antecedente l'annuncio dell'Operazione, infatti tale controllo trova conforto anche nel fatto che le Offerte, rivolte sia alle azioni ordinarie e sia alle azioni di risparmio Pirelli, sono state regolate ad un medesimo prezzo.

Viste tali scelte, la valutazione delle azioni ordinarie e di risparmio Pirelli è stata effettuata utilizzando una prospettiva stand alone e considerando le sole azioni in circolazione, derivanti dalla differenza fra le azioni emesse al netto e le azioni proprie in portafoglio, in particolare basandosi sul metodo principale, del DCF-DiscountedCash Flow asset side, in relazione al quale il valore delle azioni è determinato per somma algebrica del:

- valore attuale dei flussi di cassa unlevered (espressivo del valore dell'attivo operativo core);
- delle attività non operative (assunte a valore contabile di bilancio consolidato, ad eccezione delle partecipazioni in società quotate per le quali è stato stimato il valore corrente di mercato);
- dei debiti finanziari e delle altre passività (Fondi pensione e Altri fondi del personale) e del debito aggiuntivo connesso alla distribuzione alle azioni di risparmio del dividendo minimo previsto dallo statuto a valere sull'utile 2015;
- delle minoranze (assunte a valore contabile).

Utilizzando tale criterio, i principali elementi di input per la stima del valore dell'attivo operativo core sono stati:

- le proiezioni del management di Pirelli per il periodo dal 30.09.2015 al 31.12.2019; tali proiezioni sono state costruite sulla base della medesima logica già seguita ai fini delle valutazioni a supporto delle Offerte, ma aggiornate sulla base dei risultati al 30.09.2015, della guidance inclusa nella relazione trimestrale al 30.09.15e della revisione al ribasso di aspettative intervenute con riguardo all'area LATAM;
- il costo medio ponderato del capitale calcolato al 30 settembre 2015, collocato nel range 8,33% e 8,86%; ai fini del costo medio ponderato del capitale si è fatto riferimento:

1. al costo dei mezzi propri (calcolato sulla base del CAPM⁹³ e del coefficiente beta di società comparabili);
 2. al costo marginale del debito Pirelli;
 3. alla struttura finanziaria media di società comparabili;
- il saggio di crescita dei flussi di cassa unlevered nel valore terminale pari a zero.

Per il criterio di controllo è stato scelto il metodo dei multipli di società quotate comparabili, in relazione al quale il valore delle azioni è stato determinato per somma algebrica:

- del valore dell'attivo operativo core ottenuto sulla base di multipli asset side fondati sull'Enterprise Value;
- delle attività non-operative (assunte a valore contabile di bilancio consolidato, ad eccezione delle partecipazioni in società quotate per le quali è stato stimato il valore corrente di mercato);
- dei debiti finanziari e delle altre passività (Fondi pensione e Altri fondi del personale) e del debito aggiuntivo connesso alla distribuzione alle azioni di risparmio del dividendo minimo previsto dallo statuto a valere sull'utile 2015;
- delle minoranze (assunte a valore contabile).

Con riguardo al criterio di controllo, i principali elementi di input per la stima del valore dell'attivo operativo core sono stati:

- ❖ la capitalizzazione di mercato media a 75 giorni (rispetto al 30.09.2015) delle società quotate comparabili (identificate dalle n. 17 società quotate a livello mondiale con SIC Code 3011 – Tyres and Inner Tubes oltre ad Hankook Tire);
- ❖ il valore contabile della posizione finanziaria netta, delle altre passività finanziarie, delle attività non-operative e del patrimonio di terzi, al fine di

⁹³ Capital Asset Pricing Model

ottenere una stima di Enterprise Value core delle società comparabili al 30.09.2015;

- ❖ le previsioni di consenso sui ricavi e sull'Ebit per l'esercizio 2015 delle società quotate comparabili oltre alle previsioni di crescita dell'Ebit nel biennio 2015-2017;
- ❖ le proiezioni del management di Pirelli relative a ricavi ed Ebit 2015 e crescita attesa dell'Ebit nel biennio 2015-2017.

La data di riferimento della valutazione delle azioni Pirelli è il 30 settembre 2015.

Ai fini della determinazione del valore delle azioni di Marco Polo Industrial Holding si è proceduto a stimare:

1. il valore delle attività sulla base del valore delle azioni ordinarie e di risparmio Pirelli calcolato in precedenza e del dividendo sulle sole azioni di risparmio che Marco Polo Industrial Holding incasserà a valere sull'utile 2015 (e pari al minimo statutario corrispondente al 7% di Euro3,19), che esclude la cassa destinata a ripagare il capitale circolante negativo e gli oneri non ancora sostenuti alla data del 30.09.2015;
2. il valore del debito a fair value.

La data di riferimento della valutazione delle azioni Marco Polo Industrial Holding è il 30 novembre 2015.

Il disallineamento delle date di valutazione di Pirelli e di Marco Polo Industrial Holding è dovuto al fatto che nel caso di quest'ultima società si è considerato il portafoglio di azioni Pirelli e il correlato livello di indebitamento aggiornati alla consistenza corrente di azioni Pirelli in portafoglio.

In riferimento alla relazione dell'incaricata KPMG S.p.A. inerente il controllo svolto, tenuto conto di tutta la documentazione consegnatagli, sul rapporto di cambio, la società incaricata ha espresso, ai sensi dell'art. 2501- sexies, i metodi di valutazione adottati siano adeguati e correttamente utilizzati per il calcolo.

Viene comunque evidenziato come l'aleatorietà connessa agli eventi futuri potrebbe essere consistente.

In relazione al rifinanziamento del debito viene attestato, come previsto dall'art.2501 bis c.4 la società evidenzia come non siano emersi fattispecie per la quale le risorse finanziarie previste non siano ragionevoli.

La società di revisione ha svolto invece un esame sui dati previsionali, utilizzando le procedure previste dallo ISAE⁹⁴ 3400 emesso dallo IASB⁹⁵.

A seguito dell'analisi svolta, non sono emersi situazioni per cui ritenere l'analisi svolta dalla società errata o non adeguata. Viene inoltre segnalato come i principi contabili internazionali adottati siano omogenei rispetto a quelli utilizzati da Pirelli Ante-Operazione, conformi ai principi contabili internazionali. Anch'essi sottolineano l'aleatorietà connessa all'eventuale realizzazione degli eventi futuri, che possono causare scostamenti fra i valori consuntivi e quelli preventivati.

Infine, la società Citigroup Global Markets Limited, la quale ha agito come consulente finanziario per conto del comitato delle operazioni con parti correlate, ha emesso un proprio parere di congruità, indicando il rapporto di cambio come congruo da un punto di vista finanziario per Pirelli.

A seguito del parere positivo rilasciato dalla società KPMG S.p.A. nominata dal tribunale di Milano per la verifica del rapporto di cambio e la ragionevolezza del progetto di fusione, l'operazione è stata perfezionata.

Gli effetti della fusione, compresi quelli fiscali, avranno quindi inizio dal 1° gennaio 2016.

4.4 Corporate Governance Post-Operazione

L'azionariato di Pirelli a seguito dell'operazione, considerando il rapporto di cambio sarà strutturato:

⁹⁴ International Standard on Assurance Engagements

⁹⁵ International Auditing and Assurance Standards Board

- Marco Polo International Holding Italy S.p.A. avrà direttamente e indirettamente n. 202.174.767 azioni ordinarie, pari sempre al 100% del capitale sociale rappresentato da azioni ordinarie e al 97,16% del capitale complessivo;
- Marco Polo International Holding Italy S.p.A., possederà direttamente e indirettamente n. 5.085.997 azioni di risparmio (ovvero Azioni Speciali, nel caso in cui la Conversione Obbligatoria abbia già avuto effetto), pari al 86,05% del capitale sociale rappresentato da azioni di risparmio (ovvero da Azioni Speciali, nel caso in cui la Conversione Obbligatoria abbia già avuto effetto) e al 2,44% del capitale complessivo;
- gli azionisti terzi deterranno le restanti n. 824.727 azioni di risparmio (ovvero Azioni Speciali, nel caso in cui la Conversione Obbligatoria abbia già avuto effetto), pari al 13,95% del capitale sociale rappresentato da azioni di risparmio (ovvero da Azioni Speciali, nel caso in cui la Conversione Obbligatoria abbia già avuto effetto) e al 0,4% del capitale complessivo;
- e azioni proprie in portafoglio di Pirelli (n. 351.590 azioni ordinarie e n. 408.342 azioni di risparmio ovvero Azioni Speciali se la Conversione Obbligatoria avrà già avuto effetto) restano invariate e sono computate nella partecipazione detenuta da Marco Polo International Holding Italy S.p.A.

Riguardo la Corporate Governance societaria, Il modello adottato da Pirelli è conforme al sistema di amministrazione e controllo tradizionale e si caratterizza per la presenza di un Consiglio di Amministrazione. Il consiglio è incaricato di provvedere alla gestione dell'impresa sociale ed un Collegio Sindacale con funzioni di vigilanza sull'amministrazione e sull'osservanza della legge e dello Statuto.

In conformità a quanto previsto dal Codice di Autodisciplina, oltretutto adottandolo, il Consiglio ha istituito cinque comitati consiliari con funzioni propositive, consultive e istruttorie a beneficio del Consiglio.

L'Assemblea degli azionisti è competente a deliberare sulle materie riservate alla stessa dalla legge o dallo Statuto.

L'attività di revisione legale dei conti è affidata a PricewaterhouseCoopers S.p.A., società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili, nominata dall'Assemblea, su proposta motivata del Collegio Sindacale.

A seguito dell'operazione, il nuovo consiglio di amministrazione post fusione è stato cambiato e nominato nel 2017. Il quale risulta esser composto da 14 membri, dove in questo caso, in assenza di una situazione di CEO Duality in quanto il presidente differisce dal CEO, non è stato nominato il Lead independent Director.

Ai sensi dell'orientamento del Consiglio di Amministrazione adottato in data 31 agosto 2017, non è considerato compatibile con lo svolgimento dell'incarico di amministratore della Società il ricoprire l'incarico di amministratore o sindaco in più di cinque società, diverse da quelle soggette a direzione e coordinamento della Società ovvero da essa controllate o a essa collegate, quando si tratti di società quotate ricomprese nell'indice FTSE/MIB (o anche in equivalenti indici esteri), ovvero di società, italiane o estere, che svolgano attività finanziaria, bancaria o assicurativa.

Non è inoltre considerato compatibile il cumulo in capo allo stesso amministratore di un numero di incarichi esecutivi superiore a tre in società.

Gli eventuali incarichi ricoperti in più società appartenenti ad un medesimo gruppo sono considerati quale unico incarico con prevalenza dell'incarico esecutivo su quello non esecutivo.

Resta ferma la facoltà per il Consiglio di Amministrazione di effettuare una diversa e motivata valutazione, da rendersi pubblica nell'ambito della Relazione e in tale sede congruamente motivata.

Lo statuto prevede come il Consiglio di Amministrazione abbia il potere decisionale sulle seguenti attività:

- assunzione e la concessione di finanziamenti per un ammontare totale maggiore di 200 milioni di Euro a scadenza oltre i 12 mesi;
- emissioni di strumenti finanziari destinati alla quotazione in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione, per un controvalore

complessivo smaggiore a 100 milioni di Euro e/o revoca dalla quotazione di tali strumenti;

- concessione di garanzie a favore ovvero nell'interesse di terzi, per importi superiori a 100 milioni di Euro;
- sottoscrizione di contratti derivati con valore nozionale superiore ad Euro 250.000.000, e diversi da quelli aventi quale oggetto e/o effetto esclusivo la copertura di rischi corporate (es. copertura dal rischio di tasso, copertura dal rischio di cambio, copertura dal rischio legato al mercato delle materie prime);
- operazioni di acquisizione o cessione di partecipazioni di controllo e di collegamento per valori superiori a 150 milioni di Euro che comportino l'ingresso in (oppure l'uscita da) mercati geografici e/o di commodities;
- operazioni di acquisizione o cessione di partecipazioni diverse da quelle di cui al precedente punto (v) per importi superiori a 250 milioni di Euro;
- operazioni di acquisizione o cessione di aziende ovvero di rami d'azienda di importanza strategica o, comunque, di valore superiore a 150 milioni di Euro;
- operazioni di acquisizione o cessione di asset e di altri attivi di importanza strategica o, comunque, di valore complessivamente superiore a 150 milioni di Euro;
- compimento di operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate;
- definizione della politica di remunerazione della Società;
- determinazione, nel rispetto delle policy interne della Società e della disciplina applicabile, dei compensi degli amministratori delegati e degli amministratori che rivestono particolari incarichi e, ove richiesto, l'allocazione tra i membri del Consiglio di Amministrazione della remunerazione complessiva fissata dall'assemblea dei Soci ai sensi dell'articolo 2389, comma 3, del codice civile;
- approvazione dei piani strategici, industriali e finanziari di Pirelli e del Gruppo;
- adozione delle regole di Corporate Governance della Società e la definizione delle linee guida della Corporate Governance del Gruppo;

- definizione delle linee guida sul sistema di controllo interno, ivi inclusa la nomina di un amministratore responsabile della supervisione del sistema di controllo interno, definendone compiti e poteri;
- qualunque altra materia che dovesse essere rimessa alla competenza del consiglio di amministrazione di una società quotata dal Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana, come modificato di volta in volta;
- approvazione del budget e del business plan della Società e del Gruppo, nonché di ogni modifica significativa a tali documenti;
- qualsiasi delibera concernente partnership industriali o joint venture strategiche di cui siano parte Pirelli e/o società del Gruppo.

In linea con quanto richiesto dal Codice di Autodisciplina, il Consiglio di Amministrazione ha valutato positivamente l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della Società, con particolare riferimento al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, avvalendosi dell'attività istruttoria del Comitato Controllo, Rischi, Sostenibilità e Corporate Governance.

Il Consiglio ha valutato il generale andamento della gestione, tenendo in considerazione, in particolare, le informazioni ricevute dagli organi delegati e confrontando con cadenza periodica, almeno trimestrale, i risultati conseguiti con quelli programmati.

Il Cda ha conferito tramite delibera all'AD e vicepresidente Marco Tronchetti Provera tutti i poteri necessari per poter compiere gli atti inerenti l'attività sociale, ad eccezione di quelli per legge o per Statuto riservati al Consiglio di Amministrazione. Ha inoltre la facoltà di rilasciare mandati speciali e generali investendo il mandatario della firma sociale, individualmente o collettivamente, e con quelle attribuzioni che egli crederà del caso per il miglior andamento della Società, compresa quella di sub-delegare.

Esaminato ciò, si può evidenziare come l'AD sia l'unico amministratore esecutivo.

Riguardo gli amministratori indipendenti, risultano essere il 50% del Consiglio di Amministrazione, i quali sono ritenuti tali dato il possesso dei requisiti per essere qualificati indipendenti. A verifica dei requisiti di indipendenza di tali amministratori

è stata valutata, sulla base delle informazioni fornite dagli stessi amministratori all'atto della nomina e dalle informazioni a disposizione della Società, la loro conformità facendo riferimento ai requisiti previsti dal TUF, nonché a quelli raccomandati dal Codice di Autodisciplina.

Contestualmente alla valutazione compiuta dal Consiglio di Amministrazione, il Collegio Sindacale ha dichiarato di aver verificato, in linea con le raccomandazioni del Codice di Autodisciplina, la corretta applicazione dei criteri e delle procedure di accertamento adottati dal Consiglio per valutare l'indipendenza dei propri membri.

Successivamente alla nomina, la valutazione circa la sussistenza dei requisiti di indipendenza è effettuata con cadenza almeno annuale.

I comitati istituiti all'interno del Consiglio hanno compiti istruttori, propositivi e/o consultivi a beneficio dello stesso organo amministrativo in relazione alle materie rispetto cui è particolarmente avvertita l'esigenza di approfondimento, in modo da garantire che, anche su tali materie, si possa avere un confronto di opinioni efficace ed informato.

Il Consiglio di Amministrazione della Società ha istituito il Comitato Strategie, il Comitato Nomine e Successioni, il Comitato Controllo, Rischi, Sostenibilità e Corporate Governance, il Comitato per la Remunerazione e il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate.

Riguardo il Comitato Strategie, tale è composto da 7 consiglieri, di cui 2 indipendenti, avendo compiti consultive e propositive nei confronti del Consiglio di Amministrazione nella definizione delle linee guida strategiche, nonché per l'individuazione e definizione delle condizioni e dei termini di singole operazioni di rilievo strategico.

Più specificatamente:

- esamina preventivamente i piani strategici, industriali e finanziari – anche pluriennali – della Società e del Gruppo da sottoporre all'esame del Consiglio di Amministrazione;

- assiste il Consiglio nella valutazione di operazioni, iniziative e attività di rilievo strategico e in particolare assiste nell'ingresso in nuovi mercati, sia geografici che di business, nella costituzione di alleanze industriali;
- esamina periodicamente la struttura organizzativa della Società e del Gruppo formulando in merito eventuali suggerimenti e pareri al Consiglio.

Il Comitato Nomine e Successioni è composto da 4 consiglieri, lavorando non solo di aspetti relativi alle nomine, ma anche delle tematiche di successione del vertice aziendale.

Come previsto dal Codice di Autodisciplina, a nominare come componenti di tale comitato amministratori in maggioranza non esecutivi.

In particolare, il Comitato si occupa di:

- formulare pareri al Consiglio di Amministrazione in merito alla dimensione e alla composizione dello stesso ed esprime raccomandazioni in merito alle figure professionali la cui presenza all'interno del Consiglio sia ritenuta opportuna;
- formula pareri al Consiglio di Amministrazione in merito all'adozione e/o alla modifica da parte di quest'ultimo dell'orientamento in merito al numero di incarichi ritenuto compatibile con un efficace svolgimento dell'incarico di amministratore della Società;
- esprime raccomandazioni al Consiglio di Amministrazione in merito ad eventuali fattispecie problematiche connesse all'applicazione del divieto di concorrenza previsto dall'art. 2390 del codice civile, qualora l'Assemblea, per esigenze di carattere organizzativo, abbia autorizzato in via generale e preventiva deroghe a tale divieto;
- formula pareri al Consiglio di Amministrazione in merito alla designazione (anche tramite cooptazione) di candidati alla carica di Amministratore Delegato;
- su proposta dell'Amministratore Delegato, individua i criteri per i piani di successione del top e senior management in generale al fine di garantire continuità nelle strategie di business.

Relativamente al Comitato per le Operazioni con Parti Correlate, esso è composto da 3 consiglieri indipendenti.

Il Comitato ha funzioni consultive e propositive nei confronti del Consiglio di Amministrazione in materia di operazioni con parti correlate, con la sola eccezione delle questioni concernenti la remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche e dei dirigenti con responsabilità strategiche, affidate al Comitato per la Remunerazione.

Alcuni dei compiti principali sono:

- la formulazione di pareri preventivi sulle procedure che disciplinano l'individuazione e la gestione delle operazioni con parti correlate poste in essere da Pirelli e/o dalle società da essa controllate, nonché sulle relative modifiche;
- presentazione di pareri preventivi e motivati, nei casi espressamente previsti, sull'interesse di Pirelli al compimento dell'operazione con parti correlate posta in essere, nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni;
- nel caso di operazioni di rilevanza con parti correlate, è coinvolto nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo, con la facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria.

È stato inoltre costituito il comitato per la Remunerazione, il quale è composto da 3 consiglieri, di cui 2 indipendenti.

I compiti del Comitato sono consultivi, propositivi e di supervisione per garantire la definizione e applicazione all'interno del Gruppo di politiche di remunerazione con lo scopo di attrarre, motivare e trattenere le risorse in possesso delle qualità professionali richieste per raggiungere proficuamente gli obiettivi del Gruppo e per allineare gli interessi del management con quelli degli azionisti.

Il ruolo del Comitato per la Remunerazione consiste nel:

- assistere Cda nella definizione della Politica Generale sulle Remunerazioni di Gruppo, formulando proposte in merito;
- valutare periodicamente l'adeguatezza, la coerenza complessiva e la concreta applicazione della politica generale sulle Remunerazioni, avvalendosi a tale ultimo riguardo delle informazioni fornite dagli amministratori delegati;
- con riferimento ai dirigenti con responsabilità strategica verifica la coerenza della loro remunerazione con la Politica Generale sulle Remunerazioni ed esprime parere sulle stesse anche ai sensi della procedura per le Operazioni con Parti Correlate;
- supportare il Cda nell'esame delle proposte all'Assemblea sull'adozione di piani di compensi basati su strumenti finanziari.

Si segnala che gli amministratori che siedono nel Comitato per la Remunerazione si astengono dalla partecipazione alle riunioni del Comitato durante le quali vengono formulate proposte al Consiglio relative alla propria remunerazione.

Infine, il Comitato Controllo, Rischi, Sostenibilità e Corporate Governance risulta esser composto da 3 amministratori indipendenti, tutti in possesso di adeguata esperienza in materia contabile e finanziaria o di gestione dei rischi.

Il Comitato Controllo, Rischi, Sostenibilità e Corporate Governance, che incorpora le funzioni del "comitato controllo e rischi", ha funzioni di supporto nei confronti del Consiglio di Amministrazione nelle valutazioni e nelle decisioni relative al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, nonché in quelle relative all'approvazione delle relazioni finanziarie periodiche, come quanto previsto anche dall'art. 7 del Codice di Autodisciplina.

In particolare, il Comitato Controllo, Rischi, Sostenibilità e Corporate Governance assiste il Consiglio di Amministrazione, esprimendo un parere in merito alla:

- definizione delle linee di indirizzo del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, in modo che i principali rischi afferenti la Società e le sue controllate risultino correttamente identificati e adeguatamente misurati, gestiti e monitorati;

- determinazione del grado di compatibilità di tali rischi con una gestione dell'impresa coerente con gli obiettivi strategici individuati, tenuto conto anche dei rischi che possono assumere rilievo nell'ottica della sostenibilità nel medio-lungo periodo dell'attività della Società;
- individuazione di un amministratore esecutivo incaricato di sovrintendere alla funzionalità del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi rispetto alle caratteristiche dell'impresa e al profilo di rischio;
- valutazione, con cadenza almeno annuale, dell'adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi rispetto alle caratteristiche dell'impresa e al profilo di rischio assunto, nonché della sua efficacia e del suo effettivo funzionamento;
- approvazione, con cadenza almeno annuale, del piano di lavoro predisposto dal responsabile della funzione di internal audit e dal responsabile della funzione compliance;
- descrizione, nella relazione sul governo societario, degli elementi essenziali del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e delle modalità di coordinamento tra i soggetti in esso coinvolti, esprimendo la propria valutazione sull'adeguatezza complessiva dello stesso;
- valutazione, sentito il Collegio Sindacale, dei risultati esposti dal revisore legale nella eventuale lettera di suggerimenti alla direzione aziendale e nell'eventuale relazione sulle questioni fondamentali emerse in sede di revisione legale.

Inoltre, esprime un parere sulle proposte relative alla nomina, alla revoca, al conferimento di attribuzioni e alla definizione della remunerazione in coerenza con le politiche aziendali del responsabile della funzione internal audit nonché sull'adeguatezza delle risorse assegnate a quest'ultimo per l'espletamento delle proprie funzioni.

Valuta, unitamente ai responsabili amministrativi della Società e al dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari e sentiti i revisori e il Collegio Sindacale, il corretto utilizzo dei principi contabili e la loro omogenea applicazione

all'interno del Gruppo ai fini della redazione del bilancio consolidato; esamina le relazioni periodiche predisposte dal responsabile internal audit e dalla funzione compliance.

Ulteriore compito è il monitoraggio sull'autonomia, l'adeguatezza, l'efficacia e l'efficienza della funzione internal audit, riferendo al Consiglio di Amministrazione sull'attività svolta, almeno semestralmente in occasione dell'approvazione del bilancio e della relazione semestrale sull'adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.

Vigila sull'osservanza e sul periodico aggiornamento delle regole di Corporate Governance e sul rispetto dei principi di comportamento eventualmente adottati dalla Società e dalle sue controllate. In particolare propone modalità e tempi di effettuazione dell'auto-valutazione annuale del Consiglio di Amministrazione.

Ha infine la responsabilità sulla vigilanza su temi di sostenibilità connessi all'esercizio dell'attività dell'impresa e alle dinamiche di interazione di quest'ultima con tutti gli stakeholder, definendo e proponendo al Consiglio di Amministrazione le linee guida in materia di "sostenibilità" e vigila sul rispetto dei principi di comportamento eventualmente adottati in materia dalla Società e dalle sue controllate.

Il sistema di controllo interno e gestione dei rischi di Pirelli è volto a contribuire, attraverso un processo di identificazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi nell'ambito della Società, a una conduzione dell'impresa sana, corretta e coerente con gli obiettivi prefissati dal Consiglio di Amministrazione⁹⁶.

Il sistema consente l'identificazione, la misurazione, la gestione e il monitoraggio dei principali rischi nonché l'attendibilità, l'accuratezza, l'affidabilità e la tempestività dell'informativa finanziaria.

La responsabilità dell'adozione di un adeguato sistema di controllo interno e gestione dei rischi compete al Consiglio di Amministrazione che, avvalendosi del Comitato

⁹⁶ Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari, 2017.

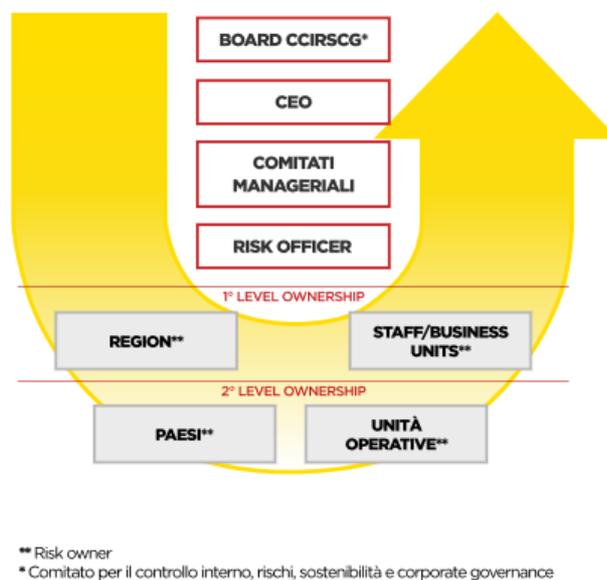
Controllo, Rischi, Sostenibilità e Corporate Governance, svolge i compiti allo stesso attribuiti dal Codice di Autodisciplina.

Il Collegio Sindacale ha rilasciato l'attestazione relativa al sistema amministrativo e contabile delle controllate rilevanti di Pirelli volto ad assicurare che i dati economici patrimoniali e finanziari per la redazione del bilancio consolidato pervengano regolarmente alla direzione e al revisore di Pirelli.

Al riguardo, è stato elaborato ed approvato dal Cda il nuovo modello per la gestione dei rischi, il quale risulta in linea con le best practices internazionali.

Il modello ERM Pirelli si basa sul framework Enterprise Risk Management Integrating Strategy with Performance aggiornato nel corso del 2017 dal Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission (COSO)⁹⁷.

Figura 4.8 Struttura Modello della gestione del rischio



Fonte: www.corporate.pirelli.com/corporate/it-it/governance/enterprise_risk_management/governance_erm

Ruolo centrale nella governance del modello di gestione dei rischi è rivestito dal Consiglio di Amministrazione. Spetta infatti al Consiglio il compito di supervisionare il processo di gestione dei rischi affinché i rischi assunti nell'ambito dell'attività d'impresa siano coerenti con le strategie.

⁹⁷ www.corporate.pirelli.com/corporate/it-it/governance/enterprise_risk_management/governance_erm

Il Consiglio, in linea con la propria missione di alta direzione e di indirizzo strategico, valuta, monitora ed approva l'attitudine al rischio (cd. Appetito al Rischio/Soglia di Tolleranza) e detta guidelines sulla gestione dei rischi che possono "interferire" o pregiudicare il raggiungimento degli obiettivi dell'impresa ovvero intaccare asset aziendali critici, tangibili ed intangibili.

In tale ambito si procede all'identificazione e valutazione dei principali rischi afferenti la Società e le sue controllate di modo che gli stessi siano correttamente monitorati (Risk Assessment) e al controllo del livello di esposizione al rischio complessivo affinché tale valore rimanga entro la soglia di rischio valutato come "accettabile" (risk appetite) per il raggiungimento degli obiettivi strategici.

Nell'attività di monitoraggio dei rischi di contesto esterno, il Comitato Rischi Strategici si avvale del supporto del dipartimento di Enterprise Risk Management nell'analisi delle principali variabili macroeconomiche/eventi politici, nonché di modelli econometrici volti ad analizzare l'impatto di lungo periodo di potenziali cambiamenti macroeconomiche sul mercato. I Comitati Manageriali si avvalgono inoltre della funzione Sostenibilità e Governo dei Rischi al cui interno opera il Risk Officer che coordina il processo di assessment e garantisce un monitoraggio continuo dell'esposizione della Società e del Gruppo ai principali rischi, verificando l'effettiva implementazione a livello delle singole funzioni aziendali e unità organizzative dei piani di mitigazione.

Figura 4.9 Schema Gestione Rischi



* Comitato per il controllo interno, rischi, sostenibilità e corporate governance

Fonte: www.corporate.pirelli.com/corporate/it-it/governance/enterprise_risk_management/governance_erm

Il Cda ha nominato l'AD Marco Tronchetti Provera come incaricato di sovrintendere alla funzionalità del sistema di controllo interno.

L'Amministratore ha il compito di sovrintendere alla funzionalità del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e dare esecuzione agli indirizzi definiti dal Consiglio di Amministrazione, con il supporto Comitato Controllo, Rischi, Sostenibilità e Corporate Governance, assicurando che siano adottate tutte le azioni necessarie alla realizzazione del sistema.

Nello specifico, l'amministratore:

- cura l'identificazione dei principali rischi aziendali, tenendo conto delle caratteristiche delle attività svolte dalla Società e dalle sue controllate, e li sottopone periodicamente all'esame del Consiglio di Amministrazione;
- dà esecuzione alle linee di indirizzo definite dal Consiglio di Amministrazione, curando la progettazione, realizzazione e gestione del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e verificandone costantemente l'adeguatezza e l'efficacia;

- si occupa dell'adattamento di tale sistema alla dinamica delle condizioni operative e del quadro legislativo e regolamentare; >> può chiedere alla funzione di internal audit lo svolgimento di verifiche su specifiche aree operative e sul rispetto delle regole e procedure interne nell'esecuzione di operazioni aziendali;
- riferisce tempestivamente al Comitato Controllo, Rischi, Sostenibilità e Corporate Governance (o al Consiglio di Amministrazione) in merito a problematiche e criticità emerse nello svolgimento della propria attività o di cui abbia avuto comunque notizia, affinché il Comitato (o il Consiglio) possa prendere le opportune iniziative.

La Società è dotata di una funzione internal audit, il cui responsabile è il dott. Maurizio Bonzi, cui sono state attribuite funzioni sostanzialmente conformi a quelle previste dal Codice di Autodisciplina.

In particolare, ha il compito di valutare adeguatezza e funzionalità dei processi di controllo, di gestione dei rischi e di Corporate Governance, tramite un'attività indipendente e obiettiva di assurance e consulenza.

Nello specifico, la funzione internal audit:

- verifica, sia in via continuativa sia in relazione a specifiche necessità e nel rispetto degli standard internazionali, l'operatività e l'idoneità del Sistema di Controllo Interno e di gestione dei rischi, suggerendo se necessario azioni correttive;
- effettua, anche su richiesta del Comitato Controlli, Rischi, Sostenibilità e Corporate Governance, del Collegio Sindacale e dell'Amministratore Incaricato, controlli su specifiche aree operative e sul rispetto delle regole e procedure interne nell'esecuzione di operazioni aziendali;

- predispone relazioni periodiche relative alla valutazione dell' idoneità del Sistema di Controllo Interno e di gestione dei rischi, le quali sono trasmesse, almeno trimestralmente, al Collegio Sindacale, al Comitato Controlli, Rischi, Sostenibilità e Corporate Governance, nonché all' Amministratore incaricato del sistema di controllo interno e, almeno semestralmente, al Consiglio di Amministrazione;
- riceve e analizza segnalazioni secondo le modalità contenute nella procedura di segnalazione Whistleblowing di Gruppo e relative ad eventuali casi di corruzione/violazione di principi di controllo interno e/o precetti del Codice Etico, Pari Opportunità, norme e regolamenti aziendali o qualsiasi altro comportamento commissivo od omissivo che possa determinare in modo diretto o indiretto un danno economico-patrimoniale, o anche di immagine, per il Gruppo e/o le sue società;
- fornisce adeguato supporto agli Organismi di Vigilanza istituiti ai sensi dell' art. 6 del D. Lgs. 231/2001;
- presta consulenza e supporto alle Direzioni della Società di volta in volta interessate, senza responsabilità decisionale o autorizzativa in relazione a all' affidabilità dei sistemi di salvaguardia del patrimonio aziendale; all' adeguatezza delle procedure di contabilizzazione, di controllo e di consuntivazione dei fatti amministrativi e su l' affidamento di incarichi alla società di revisione legale dei conti e alle società del suo network.

Riguardo il sistema di controllo dei rischi e di controllo sull' informativa finanziaria, la società Pirelli ha implementato uno specifico sistema di gestione dei rischi e di controllo interno, coadiuvato da un' applicazione informatica dedicata, in relazione al processo di formazione dell' informativa finanziaria a salvaguardia del patrimonio sociale, del rispetto di leggi e regolamenti, dell' efficienza e dell' efficacia delle operazioni aziendali oltre che dell' affidabilità, dell' accuratezza e della tempestività dell' informativa finanziaria.

In particolare, il processo di formazione dell'informativa finanziaria avviene attraverso adeguate procedure amministrative e contabili, elaborate in coerenza con criteri stabiliti dall'Internal Control – Integrated Framework emesso dal Committee of Sponsoring Organizations of Tradeway Commission.

Le modalità amministrative/contabili per la formazione del Bilancio e di ogni altra comunicazione finanziaria sono predisposte sotto la responsabilità del CFO, il quale ne verifica l'adeguatezza e l'effettiva applicazione.

Al fine di consentire l'attestazione da parte del CFO, è stata attuata una mappatura delle società e dei processi rilevanti che alimentano e creano le informazioni di natura economico-patrimoniale o finanziaria.

L'individuazione delle società appartenenti al Gruppo e dei processi rilevanti avviene annualmente sulla base di criteri quantitativi e qualitativi.

Quantitativi consistono nell'identificazione di quelle società del Gruppo che, in relazione ai processi selezionati, rappresentano un valore aggregato superiore ad una determinata soglia di materialità.

I criteri qualitativi invece consistono nell'esame di quei processi e di quelle società che, secondo la valutazione del CFO possono presentare potenziali aree di rischiosità pur non rientrando nei parametri quantitativi sopra descritti.

È stato inoltre implementato un sistema di supervisione sui controlli svolti mediante un meccanismo di attestazioni a catena ed eventuali problematiche che emergono nel processo di valutazione sono oggetto di piani di azione la cui implementazione è verificata nelle successive chiusure.

È stato infine previsto un rilascio trimestrale da parte dei Chief Executive Officer e dei Chief Financial Officer delle società controllate di una dichiarazione di affidabilità e accuratezza dei dati inviati ai fini della predisposizione del bilancio consolidato di Gruppo.

Al riguardo, Direzione Internal Audit svolge interventi di audit periodici volti a verificare l'adeguatezza del disegno e l'operatività dei controlli su società e processi a campione, selezionati in base a criteri di materialità.

La Società ha adottato il modello di organizzazione e gestione previsto dal D. Lgs. n. 231 dell'8 giugno 2001, con l'obiettivo di creare un sistema di regole volte a prevenire l'adozione di comportamenti illeciti ritenuti potenzialmente rilevanti ed ha, conseguentemente costituito l'organismo di vigilanza.

La Società non ha esteso l'adozione del Modello 231 alle sue controllate aventi sede all'estero in quanto tale modello potrebbe non essere compatibile con le normative nazionali vigenti.

L'Organismo di Vigilanza possiede i requisiti di autonomia, indipendenza, professionalità e continuità di azione richiesti dalla legge per tale organo.

Pirelli ha adottato un codice etico in cui sono indicati i principi di comportamento cui gli amministratori, i sindaci, i dirigenti, i dipendenti del Gruppo e in generale tutti coloro che operano per conto o in favore del Gruppo, o che con lo stesso intrattengono relazioni di affari, ciascuno nell'ambito delle proprie funzioni e responsabilità, sono chiamati a rispettare.

Riguardo la funzione Compliance, congiuntamente alle direzioni Legali e alle altre funzioni aziendali, ha il dovere di garantire il costante allineamento delle normative interne, dei processi e delle attività aziendali al quadro normativo applicabile, partecipando attivamente all'identificazione dei rischi di non conformità che possano determinare sanzioni giudiziarie, amministrative e conseguenti danni reputazionali.

Il Collegio Sindacale è costituito da cinque sindaci effettivi e da tre sindaci supplenti che siano in possesso dei requisiti di cui alla vigente normativa anche regolamentare.

L'Assemblea ordinaria elegge il Collegio Sindacale e ne determina il compenso.

Al fine di riservare alla minoranza l'elezione di un sindaco effettivo a cui oltretutto spetta la presidenza del Collegio e di un sindaco supplente, la nomina del Collegio Sindacale avviene sulla base di liste presentate dai soci.

Come previsto dallo statuto, il numero totale dei sindaci è di 5 effettivi, di cui 1 presidente, e 3 sindaci supplenti.

A livello di flussi informativi, il Cda ha utilizza la procedura sui flussi informativi verso Consiglieri e Sindaci per poter:

- garantire la trasparenza della gestione dell'impresa;
- assicurare le condizioni per un'efficace ed effettiva azione di indirizzo e controllo sull'attività della Società e sull'esercizio dell'impresa da parte del Consiglio di Amministrazione;
- fornire al Collegio Sindacale gli strumenti conoscitivi necessari per un efficiente espletamento del proprio ruolo di vigilanza.

Il flusso informativo verso Consiglieri e Sindaci è assicurato, mediante la trasmissione di documenti in modo tempestivo, e comunque con frequenza sufficiente ad assicurare il rispetto degli obblighi informativi di legge e Statuto e secondo scadenze coerenti con la programmazione delle singole riunioni consiliari.

Tali documenti possono essere integrati dall'illustrazione fornita oralmente dal Presidente, dagli Amministratori esecutivi o da esponenti del management del Gruppo in occasione delle riunioni consiliari ovvero di specifici incontri informali organizzati per l'approfondimento di tematiche di interesse in riferimento alla gestione dell'impresa.

Consiglieri e Sindaci sono in ogni caso destinatari delle informazioni pubblicate da Pirelli in forza della disciplina in materia di informativa societaria.

Oltre agli argomenti riservati all'esame e/o all'approvazione del Consiglio di Amministrazione della Società ai sensi di legge e Statuto, il flusso informativo verso Consiglieri e Sindaci contiene informazioni riguardo il generale andamento della gestione e la sua prevedibile evoluzione, all'attività svolta, con riferimento alle operazioni di maggior rilievo strategico, economico, finanziario e patrimoniale, con parti correlate, atipiche o inusuali.

Conclusioni

La fusione di ChemChina con Pirelli ha rappresentato una delle operazioni straordinarie più importanti a livello italiano.

Al riguardo, è stato effettuato uno studio dell'operazione, concentrandosi prettamente su tematiche relative alla Corporate Governance ed al controllo interno, senza trascurare le fasi fondamentali dell'operazione.

Sono stati analizzate le due società singolarmente, evidenziando il settore in cui operano e la loro Corporate Governance.

Attraverso tale analisi è emerso come il Modello di Governance adottato in Cina sia molto simile al modello tradizionale adottato in Italia. Infatti, i compiti dell'organo direttivo si rispecchiano in quelli di un Consiglio di Amministrazione italiano, come anche per il Supervisory Board, il quale effettua un lavoro pressoché di verifica e controllo del rispetto della normativa e dello stato non tralasciando la parte contabile, come tra l'altro effettua il Collegio Sindacale.

Una particolare differenza fuoriesce dal numero degli amministratori. Infatti come si può evincere dal numero dei componenti del Cda di CNRC, il numero risulta essere molto ristretto (4), al contrario del range di numeri previsti dalle best practise italiane. Tale situazione può portare vantaggi come svantaggi, sia a livello strategico che organizzativo. Vantaggi come per esempio la snellità delle operazioni, maggiore velocità di movimento delle informazioni, e scelte strategiche più rapide, dato il potere contenuto nelle mani di pochi amministratori. Ciò però può comportare un cumulo di competenze limitato, visto il numero ridotto degli amministratori. Va evidenziato però come la società sia totalmente controllata da ChemChina, il che potrebbe giustificare il numero ridotto di amministratori, in quanto le linee strategiche possono essere definite dalla controllante stessa, configurando quindi il Cda di CNRC come meri esecutori.

Si può oltretutto notare come il Cda della società risultante dalla fusione sia l'espressione dei membri delle due, dove però si è visto saggiamente lasciare i ruoli esecutivi agli amministratori precedenti, già esperti del mercato e della società, senza quindi stravolgere la governance societaria. Si può riscontrare però come i ruoli di

controllo sono prettamente guidati da membri cinesi, i quali avranno il compito di controllare l'operato e la soddisfazione degli interessi degli stakeholders.

Tale scelta si può ritenere molto astuta e strategica, in quanto si potrà ottenere la massimizzazione degli interessi degli shareholders vista la guida degli organi di controllo cinese, senza perdere il vantaggio strategico e le competenze possedute dal management di Pirelli dati i ruoli esecutivi conservati dagli amministratori italiani.

Successivamente è stata fatta l'analisi dell'operazione di fusione, analizzandola sia da un punto di vista strategico che di compliance.

Conclusioni

La forte crescita dell'importanza di argomenti economici come le operazioni straordinarie come le M&A, l'importanza fondamentale della Corporate Governance nella direzione aziendale ed infine l'elevata importanza che sta avendo il ruolo dell'internal audit all'interno delle società, sono stati i driver principali per la costituzione dell'elaborato.

Lo studio viene introdotto con l'analisi delle operazioni di M&A sia evidenziando le motivazioni strategiche, le quali nella maggior parte dei casi risultano essere di crescita aziendale, sia mostrando le fasi operative che caratterizzano l'operazione stessa.

Nella costruzione dell'elaborato, viene evidenziato come la Corporate Governance abbia una rilevanza molto importante a livello societario e di direzione d'impresa.

La Governance societaria è infatti il fulcro dove vengono prese le decisioni strategiche più importanti della società, la quale quindi può influenzare molto l'organizzazione e le performance finanziarie che garantiscono il successo e la durata di un'azienda.

Considerato ciò, la Governance societaria assume un ruolo di elevata importanza soprattutto in caso di attuazioni di operazioni strategiche ad alto rischio come le operazioni straordinarie, dato che esse derivano da scelte strategiche, elaborate proprio dagli organi apicali e successivamente attuate attraverso la loro approvazione.

Al riguardo, è stato dimostrato da vari studi come la forte presenza di amministratori indipendenti all'interno dei board societari è fondamentale per l'ottenimento di performance migliori per gli shareholders.

Questa considerazione emerge in quanto l'indipendenza che comporta la loro oggettività nello svolgere il proprio lavoro, porta ad non essere influenzati da interessi personali, ma permette a costoro di agire nel massimo dell'indipendenza, essendo comunque guidati dall'obiettivo generale per cui sono stati incaricati, cioè la massimizzazione dell'utilità e soddisfazione degli interessi degli stakeholders.

Nell'analisi si è riscontrato come diversi organi della governance societaria, nonché gli organi del sistema di controllo interno che hanno il compito principale di vigilare sull'operato aziendale, tra cui quelli di maggior rilevanza come il Cda, il quale non ha

compiti solo strategici, ma anche di controllo, effettuati tramite l'ausilio del comitato controllo e rischi costituito al proprio interno, con infine il Collegio Sindacale, il quale ha il ruolo principale di una vigilanza ex-post sulle varie tematiche aziendali di sua competenza, come anche descritto dalla normativa, ed indicato dalle best practice.

Questa evidenza è fatta in quanto, visto l'elevato rischio delle operazioni straordinarie e l'importanza strategica di quest'ultime, è fondamentale aver effettuato i necessari controlli dagli organi preposti, per mitigare i rischi ed aumentare le possibilità di massimizzazione dell'outcome per gli tutti i soggetti interessati all'impresa, derivanti dall'operazione stessa.

Proprio sotto il profilo del controllo, è stato ritenuto necessario lo studio approfondito della figura dell'internal audit nella società, il quale sta avendo un ruolo sempre più importante, soprattutto a livello di controllo societario, raggiungimento dell'efficacia, efficienza e controllo e gestione sui potenziali rischi che può affrontare la società, senza trascurare la sua disciplina.

Il tutto senza tralasciare i rapporti che ha e lo scambio dei flussi informativi fra se lui e gli altri organi apicali all'interno della società.

È emerso infatti come la funzione di Internal Audit dia un contributo positivo nello sviluppo degli obiettivi strategici. Tuttavia non deve essere trascurata la possibilità che l'interessamento dell'auditor alle dinamiche del management aziendale comporti un indebolimento dell'obiettività propria della figura, Tali contributi derivano proprio dagli obbiettivi del lavoro stesso previsti anche dalla disciplina, i quali sono la ragione per cui alle società è raccomandato di istituire tale figura al proprio interno.

Vista la fondamentale importanza delle operazioni straordinarie come quelle di M&A per la creazione di valore per le quali è indispensabile un controllo accurato ed approfondito dei possibili rischi che può incorrere l'impresa nell'attuazione di queste operazioni, considerato anche l'alto rischio e l'elevato livello di fallimento nel raggiungimento degli obbiettivi prefissati, per il raggiungimento di un risultato ottimale post operazione è fondamentale stilare un piano efficace con i relativi controlli preliminari a prevenire eventuali inconvenienze.

Al riguardo, l'internal audit tramite l'analisi dei rischi, e per il valore aggiunto che apporta nell'impresa nello svolgimento del proprio lavoro, può apportare un significativo valore aggiunto nelle singole fasi delle operazioni di M&A, mitigando il rischio ed aumentando la possibilità di ottenere un outcome positivo dall'operazione.

L'importanza dei compiti dell'audit crescono con lo svilupparsi dell'operazione.

Infatti, forte importanza la incomincia ad avere nello stage di due diligence e negoziazione, dove vengono effettuate tutte le valutazioni necessarie per un'analisi approfondita delle società target, coprendo tutte le aree fondamentali dell'impresa.

È fondamentale perché permette al top management ed agli organi delegati alla negoziazione, di avere un overview più completa possibile sulla situazione delle società target, e delle possibili leve da poter esercitare ai fini dello stabilimento del prezzo finale della trattativa, oltre che nell'aiutare il management nella scelta delle potenziali società target, analizzando le caratteristiche delle società, dando particolare rilevanza alla loro informativa finanziaria.

Anche riguardo la fase di integrazione assume un rilievo elevato, fase che risulta essere una delle fasi più delicate dell'operazione, nella quale i compiti principali saranno quelli progettare ed eseguire piani affinché l'integrazione avvenga nel modo più lineare possibile, così da poter massimizzare le possibili sinergie cause dell'operazione.

Infine, a seguito della scelta del caso – Fusione inversa fra Pirelli e ChemChina - contenente i fattori analizzati nel presente elaborato, sono stati analizzati i punti precedentemente discussi, applicati al caso in specie.

La fusione di ChemChina con Pirelli ha rappresentato una delle operazioni straordinarie più importanti a livello cinese - italiano.

Sono state analizzate le due società singolarmente, evidenziando il settore in cui operano e la loro Corporate Governance.

Attraverso tale analisi è emerso come il Modello di Governance adottato in Cina sia molto simile al modello tradizionale adottato in Italia. Infatti, i compiti dell'organo direttivo si rispecchiano in quelli di un Consiglio di Amministrazione italiano, come anche per il Supervisory Board, il quale effettua un lavoro pressoché di verifica e

controllo del rispetto della normativa e dello stato non tralasciando la parte contabile, come tra l'altro effettua il Collegio Sindacale.

Una differenza è emersa però se si fa attenzione al numero dei componenti. Si può evincere infatti come nel caso delle società cinesi, il numero degli amministratori è assai ristretto rispetto agli standard italiani, soprattutto se si vede il Cda di CNRC il quale è composto solamente da 4 persone. Questo può portare vantaggi come svantaggi, come per esempio la snellità delle operazioni, maggiore velocità di movimento delle informazioni, e scelte strategiche più rapide, dato il potere contenuto nelle mani di pochi amministratori. Ciò però può comportare un cumulo di competenze limitato, visto il numero ridotto degli amministratori. Va evidenziato però come la società sia totalmente controllata da ChemChina, il che potrebbe giustificare il numero ridotto di amministratori, in quanto le linee strategiche possono essere definite dalla controllante stessa, configurando quindi il Cda di CNRC come meri esecutori.

Si può inoltre notare come il Cda della società risultante dalla fusione sia l'espressione dei membri delle due, dove però si è visto saggiamente lasciare il ruolo esecutivo agli amministratori precedenti, già esperti del mercato e della società, senza quindi stravolgere la governance societaria. Si può riscontrare però come i ruoli di controllo sono prettamente guidati da membri cinesi, i quali avranno il compito di controllare l'operato e la soddisfazione degli interessi degli stakeholders.

Tale scelta si può ritenere molto astuta e strategica, in quanto si potrà ottenere la massimizzazione degli interessi degli shareholders vista la guida degli organi di controllo cinese, senza perdere il vantaggio strategico e le competenze possedute dal management di Pirelli dati i ruoli esecutivi conservati dagli amministratori italiani.

L'elaborato ha quindi mostrato l'importanza dei ruoli della Corporate Governance e dell'Internal Audit, le quali risultano essere tematiche di crescente importanza, esibendo inoltre una differenza fra una Governance cinese, caratterizzata da una guida Statale ed il modello italiano.

Riferimenti

- A. Berle, G.C. Means., *The modern corporation and private property*, Macmillan, New York, 1932
- A. Imparato, 2014
- A. Roberts, W. Wallace, P. Moles, *Mergers and Acquisitions*, Edinburgh Business School, 2010
- A. Zattoni, *Corporate governance, Collana Management, vol. 10*, Egea, Milano, 2006
- ABA association, *Model Stock Purchase Agreement*, Second Edition, 2010.
- AIIA – Associazione Italiana Internal Auditors, *Definizione*.
- AIIA – Associazione Italiana Internal Auditors, *Standard internazionali per la pratica professionale dell'internal auditing*
- Art. 149 TUF
- Art. 150 TUF
- Art. 2403 c.c.
- Art. 2409 c.c. – sexiesdecies
- Art. 2501 c.c.
- Baker McKenzie, *Post-Acquisition Integration Handbook*, 2017
- Ballard Spahr LLP; C. Circosta and J. T. Bashore; *II Letters of intent and term sheets in the context of M&A transactions*, 2012.
- Bruni G., *Fusioni e scissioni*. Giuffrè, 1997
- C.A. Dittmeirer, *Internal Auditing. Chiave per la Corporate Governance*, Egea, 2007.
- Capital shores, 2014.
- ChemChina Sustainability Report, 2015
- Codice Autodisciplina – Borsa Italiana art. 8.
- Comitato per la corporate governance, *Codice autodisciplina*, Borsa italiana, 2015
- Committee Of Sponsoring Organizations of the treadway commission, *Internal Control Integrated Framework*, AICPA, 2011
- D. Cogman, P. Gao, N. Leung, *Making sense of Chinese outbound M&A*, Mckinsey, 2017
- D. Collins, C. Montgomery, G. Invernizzi, M. Molteni, *Corporate level strategy*. McGrawHill 2012.
- Documento di offerta – Pirelli & C. S.p.A., Consob, 2015
- Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parti correlate, Pirelli 2015

- E. Brewer, W.E. Jackson, J.A. Jagtiani; *Corporate governance structure and mergers*, Federal reserve bank of Philadelphia; 2010.
- Economics help, 2012
- M. Ferretti, *Mercato in Italia nel 2017: il rapporto KPMG Corporate Finance*, KPMG, 2018
- F. Chiappetta, *Diritto del governo societario, La corporate governance delle società quotate*, 2015.
- F. Hermann Shutz, EY BFA, *Come valutare, acquistare cedere un'azienda-Guida M&A*, AIFI, 2007
- F. Milani, *Il comitato controllo e rischi nella Corporate Governance*, Internal audit, Corporate Governance, Risk Management e Controllo Interno, 2006.
- Fonana, Boccardelli; *Corporate strategy. Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*, Hoepli, 2015
- G. AZZONE, *Sistemi di Controllo di Gestione-Metodi, Strumenti e Applicazioni*, Nuova edizione aggiornata di *Innovare il sistema di controllo di gestione*, Rizzoli, 2006
- G.M. Mirabelli, “*Affrontare la sfida del cambiamento*”, *Internal audit, Corporate Governance, Risk Management e Controllo interno*, 2007.
- G.M.Selim, S. Sudarsanam, M. Lavine, *The role of internal auditors in Mergers, acquisitions and divestitures: An international study*, International Journal of Auditing 2003
- I. Clacher, D. Hiller, P. McColgan; *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*; John Wiley & Sons, Inc; 2011.
- *Internal audit's role during strategic transactions life cycle*, EY 2013
- J. COOTER, A. SHIVDASNI, M. ZENNER, *Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth During Tender Offers?* Journal of Financial Economics 43, 1997
- K. L. Fowler, D. R. Schmitz, *Tender Offers, Acquisitions, and Subsequent Performance in Manufacturing Firms*, The Academy of Management Journal, 1998
- Kishore R.M., *Financial Management*, Comprehensive Text Book with Case Studies, 2009.
- L. Gillio Tos, *Il ruolo dell'advisor nel processo di m&a*; Knet Project Srl, 2017.
- *La due diligence*, Ria GranThorton – Luiss Adoption Lab, 2017
- M. Nicodemo, *Le operazioni straordinarie*, Manuali Professionali, UTET, 2010.
- M. Tanzi Marlotti, PwC CF, *Come valutare, acquistare cedere un'azienda-Guida M&A*, AIFI, 2007
- M. Twain, *Business valuations: fundamentals, techniques and theory*, 2012
- M.J Epstein, *The determinants and evaluation of Merger*, 2015.
- M.R. Napolitano, *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*, Dases 2008.

- Management Report, Pirelli, 2014.
- N. Dounis, *The role of internal auditing during mergers & acquisitions: The European union experience*, IIA Research Foundation, 2007
- N. Monti, G. Garzillo, *Internal Auditing nelle società quotate*, PwC 1° edizione.
- OECD, *Corporate Governance of Listed Companies in China: Self-Assessment by the China Securities Regulatory Commission*, OECD Publishing, 2011
- P. Arosio, D. Masoni, *ChemChina to buy into Italian tire maker Pirelli in \$7.7 billion deal*, PEUTERS, 2015
- P. Fernandez; *Company valuation methods. The most common errors in valuation*, IESE Business school, 2002
- P. SFAMENI, *Idoneità dei modelli organizzativi e sistema di controllo interno*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2009
- *Principi di comportamento del collegio sindacale nelle società di capitali con azioni quotate nei mercati regolamentati*
- *Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari*, Pirelli, 2017.
- S. De Rosa, *Riforma Vietti: sistemi di governance a confronto*, *Internal audit*, Corporate Governance, Risk Management e Controllo Interno.
- S. Pozzoli, *Valutazione d'azienda*; Ipsoa 2013
- S.R Saari; *How a company is valued, An Overview of Valuation Methods and Their Application*, Skoda Minnoti,
- Schneider, *An examination of whether incentive compensation and stock ownership affect internal auditor objectivity*, *Journal of Management Issues*, 2003.
- Snichelotto M., Pegoraro a., *Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo*, 2009.
- Standard 1000
- Standard 2050
- Standard IIA 2330
- Standard IIA 2400, 2410 A.1, 2410 A.2.
- T. Laudiso, Deloitte FSA, *Come valutare, acquistare cedere un'azienda-Guida M&A*, AIFI, 2007
- Y.Liu, Y. Wang, *Performance of Mergers and Acquisitions under Corporate Governance Perspective*, 2013.

Sitografia

- www.aitaweb.it
- www.corporate.pirelli.com/corporate/it-it/governance/enterprise_risk_management/governance_erm
- www.coso.org/Documents

Riassunto

Il presente elaborato si propone di analizzare il ruolo della Corporate Governance, ed in particolare della funzione di Internal audit nelle operazioni di Mergers & Acquisition (di seguito M&A) con l'obiettivo di mostrare il peso che ha la Corporate Governance nelle operazioni strategiche di investimento ad alto rischio con l'obiettivo di creazione di valore nei confronti degli stakeholders.

Le operazioni di M&A possono essere illustrate come la combinazione di due o più società in una società preesistente od in una nuova.

Tali operazioni hanno come caratteristica principale quella di cambiare la struttura delle imprese presenti sul mercato, con l'obiettivo principale di integrare le proprie caratteristiche e raggiungere una crescita aziendale.

Il fattore centrale delle fusioni è quindi la volontà di creare valore. Creare valore significa far crescere i profitti, anche oltre la somma dei profitti delle imprese partecipanti all'operazione stessa.

Fusioni e acquisizioni sono spesso studiate insieme, in quanto pongono analoghi problemi strategici, organizzativi, culturali e comunicazionali.

Tali operazioni sono caratterizzate da un elevato grado di complessità, dovuto alla molteplicità delle forme tecniche disponibili, alla varietà degli obiettivi perseguibili e dei risultati conseguibili. Le operazioni di M&A inoltre, possono essere classificate a seconda del loro livello di business, dell'offerta effettuata per iniziare e concludere l'operazione ed infine in base alla strategia di transazione

A livello di business, si distinguono in:

- Orizzontali, se i soggetti della M&A operano in settori simili e ad uno stesso livello aziendale;
- Verticali, quando l'azienda si espande superiormente alla supply-chain nel caso di acquisizione di un fornitore, od inferiore nel caso di acquisizione di un cliente;
- Conglomerate, coinvolgono in operazioni M&A integrazioni di aziende completamente diverse sia considerando l'attività ed il prodotto e/o servizio venduto.

Considerando invece l'offerta effettuata:

1. Amichevole, quando il management sia dell'azienda offerente che quello della società target sono in sintonia ed accettano senza problemi l'operazione;
2. Ostile, quando l'operazione è forzata e contro la volontà del management della società target. L'offerta in questo caso viene fatta direttamente ai titolari delle azioni della società, senza il consenso del management della società target stessa.

Infine, a seconda della strategia:

- a. Strategica, dove l'operazione viene effettuata per le sinergie che possono crearsi;
- b. Finanziaria, dove l'offerta viene effettuata dato il basso prezzo azionario presumibilmente inferiore al valore dell'azienda;
- c. Inversa, dove un'azienda grande e profittevole si fonde o acquista una azienda piccola ed in perdita;
- d. Downstream, nella quale l'azienda madre si fonde con una associata;
- e. Upstream, è inversa alla Downstream, dove si ha una fusione fra l'associata e l'azienda madre.

I punti di forza, da un punto di vista operativo, vengono espressi prettamente in casi di operazioni di M&A tra imprese che hanno prodotti simili, concorrenti, sostituti o uguali, cioè da M&A correlate, orizzontali o verticali.

Tali benefici possano esser ricavati anche da operazioni di M&A diverse, in cui è comunque conveniente una singola gestione strategica. Queste situazioni vantaggiose derivano dalle nuove combinazioni produttive e dai diversi rapporti delle imprese con il mercato.

Ulteriori benefici possono essere di carattere finanziario come ad esempio nel caso di riduzione del costo del capitale, data la maggior forza contrattuale di un'impresa più grande, e di carattere fiscale, come nel caso di imputamento di quote di ammortamento maggiori derivante da rivalutazioni contabili.

Esistono anche punti negativi delle operazioni, come il costo molto alto di un'operazione M&A, soprattutto nel caso in cui si tratti di offerte pubbliche d'acquisto "ostili", dove molto spesso il prezzo pagato per conseguire l'operazione è maggiorato.

Oltre a problematiche di natura strettamente economica, possono sorgere problematiche di natura socio-aziendale legate al processo post-integrazione. Tale processo molto spesso risulta essere molto complesso, spesso causato da differenze molto marcate di culture aziendali delle aziende soggette dell'operazione.

Il processo di M&A è articolato in diverse fasi, dove vengono coinvolti soggetti non solo interni, ma anche consulenti esterni.

Le principali fasi risultano essere:

- Origination, che è una fase preliminare delle M&A nella quale viene svolto principalmente uno scouting;
- Negoziazione, fase la quale copre diverse fasi del processo di M&A, dall'avvio dei contatti con la controparte fino alla conclusione della trattativa;
- Due Diligence, la quale consiste in un'analisi conoscitiva della società oggetto di un'operazione M&A, commissionata da una delle parti e svolta da consulenti di sua fiducia i quali differiscono dall'advisor;
- Scelta del metodo di valutazione, i quali si distinguono in:
 - Valutazioni assolute, tramite metodi patrimoniali, reddituali, misto e finanziario;
 - Relative, utilizzando il metodo dei multipli di mercato, i quali sono principalmente multiplo del fatturato, EBITDA o EBIT;
- Post operazione conferisce l'efficacia operativa all'interno del progetto di integrazione tra le due o più società oggetto dell'operazione. Tale fase è molto rilevante per la buona riuscita dell'operazione, ed in particolare, l'attività consulenziale di maggiore rilevanza si concentra nell'elaborazione dei piani operativi per i responsabili delle aree di integrazione e nella valutazione degli effetti finanziari e fiscali sulla riallocazione delle attività e del personale.

La scelta di intraprendere operazioni straordinarie come quelle di M&A viene pianificata, approvata ed eseguita dagli organi apicali della società.

Tali organi, che fanno parte della governance societaria, dipendono da numerosi fattori, come l'assetto proprietario dell'azienda, quindi se ad azionariato diffuso o

concentrato e dal modello di governance adottato, che può dipendere non solo dalla struttura della proprietà ma anche dalla provenienza geografica dell'impresa. Per assetto proprietario si intende una situazione di composizione dei diritti di proprietà tra vari soggetti partecipanti alla vita dell'impresa.

In base al tipo di azionariato ed al contesto del mercato di appartenenza sono stati distinti diversi modelli di "capitalismo" dai quali derivano i rispettivi modelli di governance societaria.

Principalmente, in base alle tipologie di capitalismo di riferimento (anglosassone, renano nipponico e latino), sono nati diversi modelli di governance. Nello specifico, i modelli di riferimento sono il monistico, di derivazione anglofona il quale ha il vantaggio di avere tutti gli organi all'interno del consiglio di amministrazione, compresi quelli di controllo, con l'obiettivo e vantaggio di facilitare la circolazione delle informazioni tra gli organi amministrativi, risparmiando tempo, costi e ottenendo una maggiore trasparenza.

Il secondo modello di governance, chiamato dualistico, ha derivazione tedesca-nipponica, ponendo l'organo di controllo al di fuori di quello esecutivo strategico. Il punto di forza di quest'ultimo è il coinvolgimento dei soci nella gestione, non a livello esecutivo però, ma a livello di vigilanza ed indirizzo strategico.

Infine il modello tradizionale di derivazione latina il quale è caratterizzato da un importante controllo dell'assemblea dei soci sul Cda ed una netta separazione fra attività e controllo.

In linea generale, si può evincere come esista quindi una netta separazione fra proprietà e controllo, le quali vengono trattate dalle teorie di agenzia, dove nella I si evidenzia il problema nel caso di un azionariato molto diffuso dove il management ha un elevato potere di comando, al contrario nella teoria II si può evidenziare come vengano risolti problemi derivanti dalla Teoria I, ma emergono problemi inerenti gli interessi fra i soci di maggioranza e minoranza.

Considerato ciò, si può notare come le differenti tipologie di governance possano influenzare le operazioni strategiche d'investimento come quelle delle M&A, in quanto

nel caso di un management forte (come previsto dalla teoria di agenzia I), essi attueranno, nella maggior parte dei casi, azioni per ottenere vantaggi e benefici personali. Infatti ruolo rilevante lo assume il CEO, oltre che quello del board, il quale avendo il compito di amministrare l'azienda nel modo più efficiente possibile, ha un peso molto rilevante nelle scelte strategiche, fra qui le operazioni straordinarie di M&A.

Va sottolineato però che non sempre il CEO agisce per l'ottimizzazione degli interessi degli shareholders, dati gli alti compensi e benefici economici che possono derivare dalla portata a termine di un'operazione straordinaria. Inoltre, tale situazione può portare al compimento di operazioni ad elevato rischio, dato l'obiettivo di ottenere elevate performance, il che può causare problemi riscontrabili nel lungo periodo, come nel caso di una fusione od acquisizione non ottimale.

Nel caso in specie, di fondamentale importanza è il controllo degli altri amministratori ed organi appositi nelle scelte strategiche, in quanto controllando la bontà delle operazioni che si vogliono attuare, si cerca di far coincidere le operazioni strategiche con gli obiettivi aziendali sostenibili, dato il loro potere di decisione finale su tali operazioni, e la necessaria l'approvazione degli organi stessi.

Difatti, l'analisi sulla relazione fra corporate governance e le operazioni di M&A fa emergere come l'importanza di un'ottima composizione del board, sia fondamentale per una buona riuscita di tali operazioni. Questo perché è proprio il consiglio di amministrazione l'organo responsabile delle decisioni inerenti le operazioni di M&A. Caratteristica del board che influenza l'efficacia delle scelte strategiche aziendali, come le operazioni di M&A è il numero dei componenti del consiglio.

Un numero elevato di amministratori, può concedere alla società di avere un board con esperienza in diversi campi ed una maggiore esperienza, che può certamente aiutare nelle scelte strategiche, e la probabilità di scelte virate su strategie di investimento sbagliate risulta essere minore. Inoltre si ritiene che un'elevata presenza di amministratori indipendenti possa portare valore aggiunto all'impresa in quanto costoro agiscono senza conflitti di interessi ed agendo per quello che sono incaricati,

cioè lavorando mantenendo oggettività ed rimanendo in linea con gli obiettivi ed interessi degli shareholders.

La Corporate Governance inoltre attiene a tutti gli attori del sistema di controllo interno, quindi principalmente al Collegio Sindacale, Comitato controllo e rischi e la funzione di Internal Audit.

Avendo riferimento a ciò, il Sistema di controllo interno sull'informativa finanziaria, che consiste in una gestione e verifica dell'accuratezza e l'affidabilità del financial reporting, si è ritenuto che grazie alle sue caratteristiche possa essere di rilevante supporto nell'analisi delle società target con conseguenza di supportare gli organi strategici nella scelta finale, segnalando il proprio giudizio in materia.

Il Sistema di Controllo Interno è un processo, che si sviluppa secondo una serie concatenata di fasi e non si tratta di un evento isolato, ma di un processo trasversale che può riguardare vari livelli organizzativi ed attività.

Esso non svolge solo una funzione strumentale a servizio del Consiglio di Amministrazione e del Management in generale, ma contribuisce sulla qualità delle strategie, delle politiche e degli obiettivi, affiancandosi anche al Management stesso.

Gli obiettivi del sistema di controllo interno sono principalmente tre e consistono nella:

- Efficacia ed efficienza delle attività operative;
- Attendibilità delle informazioni di bilancio;
- Conformità con le normative in vigore.

Vengono inoltre individuate cinque componenti del Sistema di controllo interno che si intrinsecano con i tre obiettivi. Tali 5 componenti sono:

6. L'ambiente di controllo;
7. Il processo per la valutazione del rischio adottato dall'impresa;

8. Il sistema informativo ed i processi di gestione correlati, rilevanti per l'informativa economico-finanziaria e la comunicazione;
9. Le attività di controllo;
10. Il monitoraggio dei controlli.

Come menzionato precedentemente, gli organi di controllo principali sono il Collegio Sindacale, il Comitato controllo e rischi e la funzione di Internal Audit.

Il Collegio Sindacale ha come compito principale quello di vigilare sull'osservanza della legge, statuto, principi di corretta amministrazione ed in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società sul suo concreto funzionamento.

Riguardo il comitato controllo e rischi, il Codice di Autodisciplina raccomanda la costituzione dello stesso, composto da un numero adeguato di amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti.

Tale organo svolge funzioni consultive e propositive nei confronti del Cda coadiuvandolo nell'espletamento dei suoi compiti. Internal Auditor svolge un'attività indipendente di assurance e consulenza, finalizzata al miglioramento dell'efficacia e dell'efficienza dell'organizzazione.

Supporta ed assiste l'organizzazione nel perseguimento dei propri obiettivi tramite un approccio professionale sistematico, che genera valore aggiunto in quanto finalizzato a valutare e migliorare i processi di controllo, di gestione dei rischi e di Corporate Governance. Anche se le differenze nei vari contesti possono influire sullo svolgimento dell'internal audit, la conformità agli Standard internazionali per la pratica professionale dell'IIA è essenziale per lo svolgimento di tale attività.

Regolarmente, il processo di internal audit si compone di diverse fasi, le quali sono di pianificazione dell'attività, di un'indagine preliminare, dell'esecuzione dell'incarico, del reporting ed infine del follow up.

Uno dei motivi per cui viene costituita la figura dell'internal audit corrisponde proprio con la mission dello stesso, cioè vale a dire ottenere un miglioramento dell'efficacia e

dell'efficienza dell'organizzazione, tramite la valutazione e miglioramento dei processi di controllo, di gestione dei rischi e di Corporate Governance.

La funzione di Internal Audit crea valore aggiunto per l'azienda e si realizza non solo in una serie di controlli di conformità, ma in un vero e proprio affiancamento ai vertici, e un supporto nel perseguimento delle migliori strategie in termini di gestione dei rischi.

Avendo quindi nozione delle competenze e compiti svolti da quest'ultimo, relativamente alle M&A, considerato il loro elevato tasso di rischio, queste ultime comportano per le aziende interessate al conseguimento ottimale delle operazioni, la necessità di una valutazione accurata, la quale è di fondamentale importanza.

Proprio per questo, si ritiene come la funzione di internal audit ricopra un ruolo importante nelle strategie aziendali in quanto può migliorare la qualità del risk management nel processo di M&A, avendo la possibilità di creare ulteriore valore aggiunto per la società.

All'interno dell'operazione di M&A, le fasi principali dove può agire l'internal audit sono quella preliminare dove l'internal audit ha il compito di esaminare il piano strategico elaborato dal top management valutando i rischi che l'impresa può affrontare e valutare i processi dell'operazione.

Nel processo di Due diligence, viene effettuata un'analisi investigativa sulla società target per poter effettuare una valutazione più completa ed accurata ai fini dell'esecuzione dell'operazione di M&A.

L'obiettivo è quindi quello di accertare, attraverso una raccolta mirata di informazioni, se vi siano le effettive condizioni di fattibilità e per dare seguito all'operazione straordinaria. L'integrazione post-operazione è una fase molto delicata e di estrema importanza per la buon riuscita dell'operazione di M&A messa in atto dalla società. L'internal audit, avrà quindi il compito di fare da advisor e lavorare come link fra le varie funzioni aziendali che devono essere implementate dalla vecchia alla società finale. Date le sue competenze, l'audit avrà inoltre l'onere di supportare le altre aree aziendali come quella finanziaria, quella informatica e delle risorse umane,

cercando di evitare e superare gli eventuali problemi che possono sorgere a seguito del processo di integrazione. Infine, il processo di audit post operazione è l'ultimo step di coinvolgimento dell'audit a seguito di un'operazione M&A.

Il compito principale consiste in quello di riportare al management eventuali problemi nel controllo principale. Infatti, a seguito dell'integrazione, viene effettuata una verifica per la valutazione di eventuali punti di debolezza del sistema di controllo, facendo particolare attenzione all'ambiente di controllo, alle policy ed alle linee di comunicazione delle informazioni all'interno della società acquisita.

Vengono inoltre fatte verifiche sulle varie business units della società acquisita, dai comitati controllo e rischi ed anche nei confronti del Cda.

Si può dunque evincere come l'alto rischio di successo relativo alle operazioni di M&A, possa necessitare l'intervento dell'internal audit nel processo, in quanto sono proprio le sue competenze che potrebbero portare valore aggiunto, mitigando il rischio ed supportando il management nella scelta ottimale delle società target, oltre che nel supporto fondamentale che possono apportare nella fase di integrazione post fusione. Attualmente però, si riscontra come il supporto dell'internal audit in tali operazioni è ancora assai limitato, in quanto essendo coinvolta più nelle fasi post operazione. Di fatto, l'analisi della Fusione inversa di Pirelli ChemChina (tramite la controllata CNRC) ha mostrato come la figura dell'internal audit non sia stata molto coinvolta nell'operazione.

L'operazione ha rappresentato una delle operazioni straordinarie più importanti a livello italiano-cinese.

Tale operazione, ha mostrato comunque la differenza fra i Modelli di Governance di due paesi completamente diversi. In Cina viene adottato un modello molto simile al modello tradizionale adottato in Italia. Infatti, i compiti dell'organo direttivo si rispecchiano in quelli di un Consiglio di Amministrazione italiano, come anche per il Supervisory Board, il quale effettua un lavoro pressoché di verifica e controllo del rispetto della normativa e dello stato non tralasciando la parte contabile, come tra l'altro effettua il Collegio Sindacale.

Una particolare differenza fuoriesce dal numero degli amministratori. Infatti come si può evincere dal numero dei componenti del Cda di CNRC, il numero risulta essere molto ristretto (4), al contrario del range di numeri previsti dalle best practise italiane, come anche visto nel Cda di Pirelli.

Tale situazione può portare vantaggi come svantaggi, sia a livello strategico che organizzativo. Vantaggi come per esempio la snellità delle operazioni, maggiore velocità di movimento delle informazioni, e scelte strategiche più rapide, dato il potere contenuto nelle mani di pochi amministratori. Ciò però può comportare un cumulo di competenze limitato, visto il numero ridotto degli amministratori. Va evidenziato però come la società sia totalmente controllata da ChemChina, il che potrebbe giustificare il numero ridotto di amministratori, in quanto le linee strategiche possono essere definite dalla controllante stessa, configurando quindi il Cda di CNRC come meri esecutori.

Si può oltretutto notare come il Cda della società risultante dalla fusione sia l'espressione dei membri delle due, dove però si è visto saggiamente lasciare i ruoli esecutivi agli amministratori precedenti, già esperti del mercato e della società, senza quindi stravolgere la governance societaria. Si può riscontrare però come i ruoli di controllo sono prettamente guidati da membri cinesi, i quali avranno il compito di controllare l'operato e la soddisfazione degli interessi degli stakeholders.

Tale scelta si può ritenere molto astuta e strategica, in quanto si potrà ottenere la massimizzazione degli interessi degli shareholders vista la guida degli organi di controllo cinese, senza perdere il vantaggio strategico e le competenze possedute dal management di Pirelli dati i ruoli esecutivi conservati dagli amministratori italiani.

A seguito del compimento dell'operazione, la nuova governance formatasi risulta essere espressione delle due società precedentemente esistenti, disciplinate comunque da patti parasociali che dividevano gli slot per ogni soggetto appartenente all'operazione.

Il nuovo Cda risulta essere composto da 14 membri, dove in questo caso, in assenza di una situazione di CEO Duality in quanto il presidente differisce dal CEO, non è stato nominato il Lead independent Director.

In linea con quanto richiesto dal Codice di Autodisciplina vi è presente il numero adeguato di amministratori, ed ha costituito i comitati al proprio interno, con compiti istruttori, propositivi e/o consultivi a beneficio dello stesso organo amministrativo in relazione alle materie rispetto cui è particolarmente avvertita l'esigenza di approfondimento, in modo da garantire che, anche su tali materie, si possa avere un confronto di opinioni efficace ed informato.

Nello specifico, il Consiglio di Amministrazione della Società ha istituito il Comitato Strategie, il Comitato Nomine e Successioni, il Comitato Controllo, Rischi, Sostenibilità e Corporate Governance, il Comitato per la Remunerazione e il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate.

Il sistema di controllo interno e gestione dei rischi di Pirelli continua a seguire gli standard previsti, ed è volto a contribuire, attraverso un processo di identificazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi nell'ambito della Società, a una conduzione dell'impresa sana, corretta e coerente con gli obiettivi prefissati dal Consiglio di Amministrazione.

Il sistema consente l'identificazione, la misurazione, la gestione e il monitoraggio dei principali rischi nonché l'attendibilità, l'accuratezza, l'affidabilità e la tempestività dell'informativa finanziaria.

La responsabilità dell'adozione di un adeguato sistema di controllo interno e gestione dei rischi compete al Consiglio di Amministrazione che, avvalendosi del Comitato Controllo, Rischi, Sostenibilità e Corporate Governance, svolge i compiti allo stesso attribuiti dal Codice di Autodisciplina. Lo stesso Collegio Sindacale ha rilasciato l'attestazione relativa al sistema amministrativo e contabile delle controllate rilevanti di Pirelli volto ad assicurare che i dati economici patrimoniali e finanziari per la redazione del bilancio consolidato pervengano regolarmente alla direzione e al revisore di Pirelli.

Al riguardo, è stato elaborato ed approvato dal Cda il nuovo modello per la gestione dei rischi, il quale risulta in linea con le best practices internazionali.

Il modello ERM Pirelli si basa sul framework Enterprise Risk Management Integrating Strategy with Performance aggiornato nel corso del 2017 dal Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission (COSO).

La Società è dotata di una funzione internal audit, cui sono state attribuite funzioni sostanzialmente standardizzate.

In particolare, ha il compito di valutare adeguatezza e funzionalità dei processi di controllo, di gestione dei rischi e di Corporate Governance, tramite un'attività indipendente e obiettiva di assurance e consulenza.

Dall'analisi svolta all'interno dell'elaborato si può dunque evincere come le operazioni di M&A risultano di elevata complessità, coinvolgendo molto spesso anche professionisti esterni esperti in diverse aree, non solo strategiche ma anche finanziarie, fiscali, legali ed organizzative ed possedendo diversi driver che portano all'adozione di tali tipi di scelte d'investimento.

Ruolo di fondamentale importanza la ricopre la Governance societaria attraverso i suoi componenti, i quali hanno il potere di intraprendere tali tipi di operazioni di crescita ad elevato rischio. Data proprio la natura di tali operazioni, è necessario il controllo di determinati organi affinché tali operazioni siano consoni con gli obiettivi aziendali e sostenibili, portando benefici agli stakeholders non solo nel breve periodo, ma anche nel lungo.

Come organo di controllo con competenze che possono esser sfruttate anche a livello strategico come nelle operazioni di M&A, quello dell'internal audit, è stato poco considerato e coinvolto.

In passato infatti, il suo ruolo era visto come mero controllore contabile, possedendo però un'elevata capacità di analisi dei dati. Considerato ciò, viste anche le elevate competenze ed il valore aggiunto che possono apportare all'impresa visti anche i loro compiti di mitigazione del rischio e di migliorare l'efficacia ed efficienza dei processi aziendali, si è ritenuto come anche in casi di operazioni di M&A essi possano far crescere l'outcome positivo derivante da queste operazioni.

Infatti, si può infine evincere come tali operazioni ad alto rischio abbiano un basso tasso di successo, il che può essere migliorato proprio grazie al supporto e l'utilizzo delle avanzate competenze dell'audit, che può esserci sin dalla fase preliminare di scelta delle società target, fino al supportare l'azienda nell'ultimo step di post operazione nella fase di integrazione. L'elaborato ha quindi mostrato l'importanza dei ruoli della Corporate Governance e dell'Internal Audit, con l'illustrazione dei potenziali compiti e vantaggi che ne può trarre anche in tasks strategiche, riesibendo l'importanza della composizione dei board e del ruolo degli amministratori indipendenti soprattutto in caso di operazioni strategico ed ad alto rischio e come essi hanno un potenziale molto elevato per l'apporto di valore aggiunto alla società, che oggi giorno ancora non è completamente sfruttato a pieno.