



Dipartimento di Impresa e Management Cattedra: Finanza Aziendale

Le strategie di M&A: il caso aziendale api-IP-Total Erg

RELATORE
Prof. Arturo Capasso

CANDIDATO
Andrea Liberatori
Matr.197891

ANNO ACCADEMICO 2017/2018

INDICE

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO I: Le strategie di crescita aziendale: le operazioni di M&A	4
1.1 Cosa si intende per acquisizioni aziendali?.....	4
1.2 Motivazioni e finalità delle M&A.....	5
1.3 Meccanismi di acquisizione e regolamentazione.....	7
1.4 Analisi storica: “le diverse ondate”	10
1.5 Il ruolo del management.....	13
1.6 Il ruolo geografico nelle M&A: i cross-border.....	14
1.7 Mercati reali e finanziari e la creazione di valore economico nelle operazioni di acquisizione.....	15
CAPITOLO II: La storia dell’api nel contesto del mercato petrolifero	18
2.1 Il mercato petrolifero downstream.....	18
2.2 Cenni sulla storia e sullo sviluppo della società api.....	20
CAPITOLO III: Analisi del caso aziendale api-IP-Total Erg	21
3.1 L’acquisizione della IP.....	21
3.2 Descrizione dell’operazione e valutazione preliminare da parte dell’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato.....	22
3.3 Operazione societaria ed effetti conseguenti sulle voci di bilancio.....	25
3.4 L’integrazione del personale delle due società.....	27
3.5 Considerazioni finali sull’operazione e sugli anni successivi.....	28
3.6 L’acquisto del 100% delle azioni della società Total Erg.....	29
CONCLUSIONI	31
BIBLIOGRAFIA	33

INTRODUZIONE

Le acquisizioni rappresentano le diverse modalità attraverso cui è possibile ottenere il controllo di un'azienda, sia esso totale o parziale. Le fusioni e le acquisizioni sono sempre state oggetto di grande interesse da parte del mondo finanziario; in tutti i Paesi industrializzati la dimensione di questo fenomeno è considerevole. Tali operazioni di finanza straordinaria, diffuse con una certa regolarità e frequenza a partire dalla fine dell'Ottocento, hanno assunto un ruolo fondamentale nella crescita aziendale, rappresentando l'approccio alternativo e più affidabile tra quelli esistenti. Le imprese, dovendo infatti scegliere tra una crescita per via interna, basata sullo sfruttamento delle risorse e delle tecnologie preesistenti, ed una crescita per via esterna, formalizzata attraverso accordi, partnership, fusioni ed acquisizioni, hanno trovato più semplice e conveniente il secondo approccio.

Durante i periodi caratterizzati da un'intensa attività di questo tipo, i manager dedicano una parte significativa del loro tempo alla ricerca di imprese da acquisire e a preoccuparsi delle possibili minacce di acquisizione da parte di altre imprese.

Questo fenomeno finanziario ha portato, nel tempo, significativi cambiamenti nel contesto economico ed imprenditoriale mondiale. Con la diffusione delle fusioni e delle acquisizioni, si è passato, in pochissimo tempo, da una situazione di prevalenza delle piccole e medie imprese, al contesto attuale, nel quale vi è un forte dominio delle grandi compagnie societarie. Tuttavia, questa logica operativa, pur diffondendosi in maniera rapida nelle zone anglosassoni, ha trovato molte difficoltà ad espandersi sul suolo europeo, ed in particolar modo, sul territorio italiano, trovando reale applicazione soltanto alla fine del ventesimo secolo.

CAPITOLO I: Le strategie di crescita aziendale: le operazioni di M&A

1.1 Cosa si intende per acquisizioni aziendali?

Le acquisizioni e le fusioni(M&A) sono lo strumento maggiormente utilizzato per conseguire l'obiettivo della crescita in breve tempo, consentendo all'impresa di ottenere nuove risorse, capacità e competenze senza dover effettuare lunghi e dispendiosi investimenti.

“Bersaglio” ideale per tali operazioni sono quelle imprese che, pur essendo eccessivamente indebitate, dispongono ancora di una buona redditività o la cui efficienza gestionale può essere migliorata grazie alle sinergie che possono derivare dall'integrazione con il soggetto acquirente.

Finanziare lo sviluppo e i processi di acquisizioni aziendali solo con il debito risulta sempre più problematico e irrealistico. Occorre quindi parlare di capitale di rischio e il ricorso a capitale di rischio, a seconda delle situazioni specifiche dell'impresa, può avvenire con apporti dei soci esistenti, di nuovi soci finanziatori, di strutture di “private equity” oppure con il ricorso alla borsa.

Inoltre, queste operazioni risultano essere l'unica modalità per entrare in alcuni mercati dove le barriere all'entrata sono molto elevate.

Il grado di sviluppo dei mercati dei capitali ha influito sull'entità e sulle caratteristiche delle operazioni di fusione e acquisizione, in quanto operazioni di natura straordinaria.

Le acquisizioni si dividono in:

- **Orizzontali:** integrazione di due imprese operanti nella stessa linea di business (sono le più frequenti); così che l'impresa acquirente riduce la pressione competitiva a cui era sottoposta e, allo stesso tempo, ottiene una crescita dimensionale.
- **Verticali:** l'acquirente espande il proprio controllo a monte verso le materie prime oppure a valle verso il consumatore finale riducendo così i costi; ciò consente di migliorare l'approvvigionamento di beni o servizi e di potenziare la rete commerciale.

- Conglomerati: coinvolgono aziende che operano in settori non correlati e non sono legate da relazioni del tipo cliente-fornitore; portano ad una diversificazione della produzione e del mercato e alla riduzione dei costi di transazione.

Infine, una particolare categoria è rappresentata dalle acquisizioni in senso stretto in cui si ha il materiale trasferimento di una partecipazione azionaria di controllo da un soggetto ad un altro e nei vari casi, può trattarsi di acquisizione di tutto il pacchetto o del pacchetto di maggioranza; tale operazione si realizza al di fuori del mercato borsistico. Il pagamento è spesso effettuato con denaro e possibilità di esercitare opzioni o revisioni di prezzo.

1.2 Motivazioni e finalità delle M&A

Innanzitutto, i principali obiettivi delle operazioni di M&A sono la razionalizzazione operativa e la razionalizzazione della posizione di competitività, tramite cui procedere alla creazione di maggior valore.

La razionalizzazione operativa si focalizza, in particolar modo, sull'aumento della scala di produzione e sull'incremento del raggio d'azione dell'impresa. Si tratta, in questo caso, dello sfruttamento delle economie di produzione: economia di scala, economia di scopo ed economia di esperienza.

La razionalizzazione della posizione competitiva, invece, si focalizza su tre specifici obiettivi: il rafforzamento della quota di mercato, la diversificazione del rischio e la crescita dimensionale.

Attraverso un'operazione di fusione e acquisizione, un'impresa è in grado di poter rafforzare significativamente la propria quota di mercato andando, di conseguenza, a consolidare il proprio potere contrattuale nei confronti dei fornitori e dei clienti. Inoltre, con questo tipo di operazione, l'impresa è in grado di ridimensionare il livello della concorrenza attraverso una riduzione del numero dei competitors e attraverso la creazione di barriere all'entrata che non permettono a nuovi incumbents la possibilità di entrare in quel mercato.

La diversificazione del rischio fa riferimento alla possibilità, attraverso la fusione o l'acquisizione di un'altra impresa, di poter diversificare rapidamente il proprio business e quindi i prodotti e servizi offerti; questo permette di poter minimizzare al minimo le perdite registrate in un singolo settore.

Infine, attraverso un'operazione di M&A un'impresa può subire una significativa crescita dimensionale. L'espansione territoriale, in questo caso, è frutto dell'entrata dell'impresa in nuove aree geografiche e in nuovi contesti competitivi. Ciò che

generalmente spinge un'impresa a entrare in nuovi mercati riguarda la possibilità di poter ottenere e perseguire elevati e potenziali profitti.

Oltre a questi macro-obiettivi, le acquisizioni sono importanti per:

- Operare un cambio del management;
- Cercare di effettuare un investimento che presenti un'elevata efficacia nel raggiungimento degli obiettivi strategici;
- Motivi di ordine fiscale;
- Ridurre i costi di transazione;
- Trovare nuovi mercati di sbocco per i propri prodotti.

Tra le fonti di valore aggiunto delle acquisizioni ci sono:

- Economie di scala: si hanno quando si registra una diminuzione del costo medio unitario in funzione dell'aumentare della quantità prodotta dall'azienda, data la capacità produttiva della stessa. Rappresentano il naturale obiettivo di molte acquisizioni e derivano dalla condivisione di servizi centrali (gestione del personale, amministrazione, controllo finanziario ecc. ...); si manifestano soprattutto in presenza di acquisizioni orizzontali. Da un punto di vista microeconomico, parliamo di sfruttamento delle economie di scala quando viene rispettata la seguente disequaglianza: costo marginale < costo medio unitario.
- Economie di integrazione verticale: consentono di possedere il massimo controllo possibile sul processo produttivo. Una modalità per ottenere questi risultati è acquisire un fornitore o un cliente. Inoltre, permettono di:
 - ✓ Aumentare il valore aggiunto;
 - ✓ Elevare barriere all'entrata;
 - ✓ Aumentare la forza contrattuale.
- Combinazione di risorse complementari: per esempio si ha quando molte piccole imprese sono acquisite da imprese di maggiori dimensioni che possiedono determinate capacità organizzative e distributive ma sono sprovviste di specifiche risorse in possesso delle piccole imprese;
- Eccesso di fondi: imprese con surplus di liquidità e con limitate opportunità di investimento diventano un obiettivo di acquisizione da parte di altre imprese che vogliono riallocare la liquidità delle acquisite;
- Eliminazione delle inefficienze: in particolare opportunità non sfruttate, costi da tagliare e vendite/utigli da migliorare;
- Consolidamento di settori: in particolare quelli che presentano un eccessivo numero di imprese e una capacità produttiva in esubero;

- Benefici fiscali inutilizzati: si parla di “bare fiscali” quando grandi società, con un notevole quantitativo di perdite fiscali inutilizzate, comprano società prive di qualsiasi residua attività economica in modo da poter compensare gli utili di queste società con le perdite riportate.

Infine, ci sono tre motivi discutibili di queste operazioni:

- DIVERSIFICAZIONE: è più facile ed economica per gli azionisti di quanto lo sia per l'impresa. Nessuno ha dimostrato che gli investitori pagano un premio per le aziende diversificate; in realtà sono gli sconti ad essere comuni. Diversi esempi confermano che la diversificazione non aumenta il valore dell'impresa. In altri termini, si può sostenere che la diversificazione non influenzi il valore in un mercato perfetto, fino a quando le opportunità di diversificazione degli investitori non sono limitate.
- BOOTSTRAP GAME: alcune acquisizioni favoriscono diversi anni di utili per azioni crescenti. In particolare, questo genera una crescita degli utili semplicemente grazie all'acquisto di imprese con un basso tasso di crescita e con bassi rapporti prezzo-utili; se ciò attira gli investitori, si potrebbe ottenere un più alto utile per azione senza subire un declino nel rapporto prezzo-utili (ovviamente non è possibile ripetere ciò all'infinito);
- DIMINUIZIONE DEI COSTI DI FINANZIAMENTO: se da un lato si ottengono finanziamenti a costi inferiori, è pur vero che ogni impresa si fa garante dei debiti dell'altra.

1.3 Meccanismi di acquisizione e regolamentazione

Per prima cosa, una corretta impostazione strategica dell'acquisizione richiede un processo di analisi, normalmente affidato alla figura del consulente, che si concretizza nell'esame del settore di riferimento, nel riconoscimento delle aree di debolezza dell'impresa, nell'identificazione delle possibili sinergie conseguibili e nella verifica della coerenza tra operazione e disegno strategico complessivo.

Fondamentale, per la buona riuscita di tali operazioni è la corretta esecuzione della “due diligence” nei confronti del soggetto target. Si tratta di approfondire i dati e le informazioni relative all'azienda oggetto della trattativa per valutare la convenienza dell'affare, identificarne i rischi e i problemi connessi, negoziare i termini e le condizioni del contratto e predisporre adeguati strumenti di garanzia, di indennizzo o di risarcimento.

Per cominciare, occorre sottolineare che gli elementi cui prestare maggiore attenzione possono differire a seconda degli obiettivi che con l'acquisizione vogliono essere raggiunti. Se per esempio si vuole potenziare la propria capacità produttiva, un'importanza notevole rivestono i beni strumentali della società target in termini di non obsolescenza, stato di manutenzione e livello di avanzamento degli ammortamenti. È di tutta evidenza, infatti, che se tali beni dovessero essere sostituiti poco dopo l'acquisizione, gran parte del valore dell'operazione svanirebbe. Inoltre, notevole importanza riveste la preparazione tecnica e l'esperienza del personale che, specie in imprese in cui la componente artigianale della produzione risulta rilevante, possono essere più importanti del numero e della qualità dei beni strumentali.

Ovviamente, quando l'acquisizione ha per obiettivo un'azienda fortemente indebitata, diviene basilare l'accertamento della reale natura e consistenza dei debiti pregressi. Infatti, parte integrante di tali operazioni sarà la predisposizione di un piano di rientro di tali debiti che, a seconda dei casi, avverrà con operazioni di ristrutturazione o di semplice rateizzazione degli stessi e la cui buona riuscita dipenderà dall'ammontare dei flussi di cassa generabili dall'azienda o dall'incremento degli stessi che potrà derivare dall'operazione.

Le operazioni devono essere notificate all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM), quando la somma dei fatturati nazionali delle imprese coinvolte o di quella acquisita superano determinati valori, che vengono rivalutati ogni anno in funzione del tasso di inflazione.

In seguito, bisogna ricercare la via migliore per effettuarla:

- **Fusione:** è un'operazione di concentrazione aziendale attraverso la quale due o più società si uniscono mettendo in comune i loro patrimoni. L'impresa incorporata perde la propria autonomia giuridica.

Esistono due distinte tipologie di fusioni:

- 1) **Fusione per unione:** una società formalmente nuova prende vita dalle società partecipanti che perdono la propria soggettività giuridica e si estinguono;
 - 2) **Fusione per incorporazione:** una società preesistente assorbe una o più altre società. Non si ha la costituzione di una nuova società e la preesistente mantiene inalterata l'individualità giuridica (è la forma più utilizzata).
- **ACQUISTO DELLE AZIONI DELL'IMPRESA IN VENDITA:** i manager di quest'ultima potrebbero anche non essere coinvolti nelle trattative sebbene si cerchi spesso il loro consenso e la loro cooperazione. In caso di resistenza del management, l'acquirente, una volta acquisita la maggioranza

delle azioni in circolazione, realizzerà la fusione e cambierà il management dell'acquisita.

- **ACQUISTO DELLE ATTIVITÀ DELL'IMPRESA:** è necessario provvedere al trasferimento della proprietà delle diverse attività acquistate e il pagamento è fatto direttamente all'impresa. In questo caso l'acquirente non si fa carico dei debiti dell'acquisita (è la tipologia più costosa).

Inoltre, la fusione non è considerata ai fini fiscali un'operazione di carattere traslativo della proprietà e di conseguenza non comporta la tassazione delle plusvalenze o la deduzione delle minusvalenze (principio della neutralità fiscale).

La fusione porta alla confluenza in capo ad un unico soggetto di patrimoni in precedenza distinti. Il trasferimento contabile deve avvenire a valori contabili.

Il consolidamento dei patrimoni delle società partecipanti alla fusione generalmente comporta l'emergere di poste di pareggio contabile comunemente definite "differenze da fusione" che si dividono in:

- Differenze da concambio: corrispondono alla differenza tra l'aumento di capitale sociale deliberato dall'incorporante e la corrispondente frazione di patrimonio netto contabile dell'incorporata detenuto da soci terzi (avanzo=differenza negativa, disavanzo=differenza positiva);
- Differenze da annullamento: corrisponde alla differenza tra il valore di mercato della partecipazione nelle imprese incorporate e il loro patrimonio contabile; presuppone l'esistenza di due condizioni: la fusione deve avvenire per incorporazione e l'incorporante deve possedere all'atto della fusione una partecipazione nel capitale dell'incorporata.

Le acquisizioni sono soggette ad una normativa di regolamentazione, nota anche come "legge sull'OPA".

La regolamentazione delle acquisizioni si basa sul perseguimento di due obiettivi non sempre conciliabili:

- La protezione degli interessi degli azionisti di minoranza;
- L'efficienza economica nella riallocazione dei diritti di controllo.

La protezione degli interessi degli azionisti di minoranza soddisfa sia il principio giuridico di parità di trattamento di tutti gli azionisti (è necessario riconoscere il premio di controllo a tutti gli azionisti), sia l'obiettivo economico di rendere più attraente l'investimento in azioni da parte dei risparmiatori.

1.4 Analisi storica: "le diverse ondate"

Le acquisizioni sono un fenomeno relativamente recente; in particolare coincidente con la nascita dei mercati finanziari e delle società di capitali. Inoltre, hanno un andamento ciclico (periodi più o meno lunghi ma ben definiti).

LE PRIME FUSIONI E ACQUISIZIONI NEI PAESI ANGLOSASSONI (1896-1903)

Negli USA i principali fattori di sviluppo furono:

- Piccole e medio imprese;
- Ruolo preminente dell'imprenditore;
- Vasto mercato interno (forti tassi di crescita ed elevate barriere tariffarie);
- Produzione capital intensive;
- Ricerca di maggior potere di mercato per limitare la competizione di prezzo;
- Innovazioni tecnologiche;
- Economie di scala;
- Importanza della concorrenza e di un contesto finanziario maturo.

In questa prima ondata, le operazioni riguardavano piccole imprese dello stesso settore (chimica, siderurgia), con un'elevata specializzazione degli impianti, che tendevano a consolidarsi in un unico complesso aziendale.

In Gran Bretagna i fattori chiave furono:

- Progresso tecnologico;
- Aumento della concorrenza internazionale;
- Mancanza della protezione doganale;
- Modelli di proprietà chiusa (nuclei familiari).

A differenza degli USA, i processi di concentrazione riguardarono principalmente le imprese operanti nei settori tradizionali nel tentativo di razionalizzare la produzione e ridurre i costi, sfruttando le possibili economie di scala. Inoltre, le imprese britanniche dimostravano una scarsa propensione ad allargare la propria base azionaria.

LA RECENTE ONDATA DI FUSIONI E ACQUISIZIONI (fino al 1987)

Nei paesi anglosassoni l'attività riprende intorno al 1970 dopo un lungo periodo di crisi causato anche dai rapidi progressi delle imprese europee e giapponesi.

Ci fu un aumento dell'autofinanziamento e della liquidità disponibile per le imprese, che poterono così consolidare le proprie posizioni su un ristretto numero di aree strategiche di affari, acquistando aziende o divisioni di aziende.

Altri importanti fattori riguardavano:

- Deregulation delle banche commerciali;
- Andamento positivo delle principali borse mondiali che ha permesso alle imprese di raccogliere ingenti risorse finanziarie;
- Rafforzamento dei rispettivi core business delle imprese;
- Meno rigida applicazione delle norme antitrust;
- Duplice funzione del mercato mobiliare:
 - Finanziamento delle imprese acquirenti;
 - Controllo delle imprese.

Quindi è cresciuto il numero delle acquisizioni finanziate con l'emissione di obbligazioni ad alto rendimento (*high yield bond*) portate a termine da società create ad hoc da privati investitori (*raiders*). Si è assistito ad una forte correlazione positiva tra il volume delle acquisizioni e le quotazioni del mercato azionario (protagonisti: *raiders* e *investment banks*).

Nell'Europa continentale (Francia e Germania), la differenza principale con i paesi anglosassoni riguarda le dimensioni dei mercati borsistici ancora molto ridotte e il modesto sviluppo dei mercati finanziari europei.

Le obbligazioni *high yield* in Europa rimasero estranee o quasi mai utilizzate (così come i *raiders*).

Le strategie di crescita esterna delle imprese europee, quindi, hanno seguito una logica prevalentemente industriale.

Il mercato mobiliare ha svolto esclusivamente la funzione di finanziamento delle imprese acquirenti.

Come nei paesi anglosassoni, le imprese europee hanno privilegiato l'obiettivo di rinforzarsi nei rispettivi core businesses.

Nei settori maturi (es. alimentare) le acquisizioni hanno rappresentato la principale opportunità di crescita.

All'interno di questo processo, l'Italia rimase indietro e attese fino al 1985 per realizzare le prime operazioni di concentrazione aziendale.

I motivi del ritardo furono:

- Situazione di illiquidità delle imprese (dovuta all'eccessivo indebitamento);
- Mancanza di un mercato borsistico efficiente;
- Crescente potere dei sindacati;

Per quanto riguarda i fattori di sviluppo delle acquisizioni (specialmente orizzontali) vi sono:

- Vivacità imprenditoriale e know-how;
- I fondi comuni di investimento mobiliare hanno rilanciato il mercato azionario;
- Maggiore disponibilità dei flussi di cassa;
- Intensificarsi della concorrenza europea e internazionale;

In generale emerge che i periodi di maggiore attività acquisitiva sono di norma preceduti da rilevanti mutamenti negli scenari competitivi.

Inoltre, nei mercati in rapido sviluppo il ricorso alle acquisizioni è marginale (si cresce per linee interne); la situazione cambia nei mercati ben consolidati. Ciò evidenzia la relazione stabile tra le operazioni di crescita esterna e il ciclo di vita del settore.

Nelle prime ondate di acquisizione la tecnica maggiormente utilizzata è la fusione fra imprese per lo più simili per dimensioni e attività svolta. In seguito, prevalgono le acquisizioni di piccole aziende da parte delle imprese maggiori, sempre all'interno dello stesso settore. Infine, si diffondono le operazioni di integrazione verticale o di diversificazione settoriale.

1.5 Il ruolo del management

Un'importante fonte di valore economico, per le imprese coinvolte in operazioni di crescita esterna, è data dalla possibilità che lo stesso complesso aziendale migliori le proprie prospettive di reddito e aumenti il proprio valore complessivo.

Si possono distinguere due casi:

- ❖ La gestione delle risorse aziendali persegue obiettivi diversi dalla massimizzazione del valore economico dell'impresa (tipico delle società ad azionariato diffuso gestite da un management professionale). In questo modo l'acquisizione di un'impresa di questo tipo può contribuire ad aumentare il valore del complesso aziendale, nella misura in cui la nuova gestione riorienta la strategia dell'impresa nell'ottica della massimizzazione del suo valore economico. (Teoria dell'efficienza assoluta)
- ❖ La modifica del gruppo dirigente apporta, all'impresa acquisita, competenze manageriali qualitativamente superiori rispetto a quelle di cui attualmente dispone. (Teoria dell'efficienza relativa)

La rilevanza dell'aspetto manageriale negli ultimi tempi è stata confermata dal rapido sviluppo dei leverage buyouts (LBO), ossia quelle operazioni con cui un gruppo di investitori o di dirigenti acquisisce il controllo di una società, finanziandone l'acquisto con un elevato indebitamento. In questi casi, poiché l'acquirente non è un'impresa, ma un gruppo di dirigenti, eventuali incrementi di valore non possono attribuirsi al conseguimento di sinergie operative, bensì sono da ascrivere ad una più efficace azione manageriale.

Inoltre, vi sono due modi per modificare il management di un'impresa:

- Proxy fight ("battaglia delle deleghe"): gli azionisti dissidenti cercano di raccogliere sufficienti deleghe per eleggere i propri candidati nel CdA. Una volta ottenuto il controllo del CdA, si può procedere a sostituire il management e a cambiare la politica aziendale. La proxy fight rappresenta quindi una vera e propria lotta per il controllo dell'impresa e spesso, seppur

molto costosa, costituisce il preludio alla fusione di due imprese

- Takeover: fare un'offerta di acquisto direttamente agli azionisti dell'impresa obiettivo per acquisirne il controllo economico. La nuova proprietà sarà poi libera di effettuare qualunque cambiamento della dirigenza

A quanto sembra, durante la fase di acquisizione e nel periodo immediatamente successivo, le aziende devono far fronte a un maggior rischio di fallimento nel mantenere e motivare i talenti che vogliono conservare. Infatti, la comunicazione riveste un ruolo cruciale nel mantenere e sfruttare nel modo migliore le competenze dello staff nel momento in cui si firmano i contratti di acquisizione in particolare laddove vi sia una forte presenza sindacale. I manager, spesso, non riescono a considerare il periodo post-acquisizione come una fase importante dell'intero processo e omettono di ragionare e programmare ciò che avverrà in futuro. Un intervento tempestivo da parte del management è di importanza cruciale; loro devono avere la capacità di fare un bilancio meticoloso delle risorse disponibili del nuovo staff.

1.6 Il ruolo geografico nelle M&A: i cross-border

Trattando il tema delle operazioni di M&A è opportuno soffermarsi su un'ultima importante questione: i *cross-border*. Nonostante ancor oggi la maggior parte delle operazioni di fusione e acquisizione vengano concluse all'interno delle tre aree geografiche più industrializzate (Stati Uniti, Europa e Giappone), a partire dagli inizi del ventunesimo secolo, si è assistito ad un crescente manifestarsi di operazioni focalizzate all'interno dei paesi attualmente in crescita o in via di sviluppo. Affianco ai paesi del Sud America o dell'Europa orientale, si stanno infatti anche affermando diverse potenze asiatiche, come la Cina, la Corea e l'India.

Esistono tre possibili scenari che possono riguardare il cross-border M&A:

- l'impresa acquirente opera nei paesi industrializzati mentre l'impresa target fa parte della seconda categoria;
- l'impresa acquirente opera nei paesi in via di sviluppo mentre l'impresa target fa parte della prima categoria (ciò è dovuto, nella maggior parte dei casi, all'ottenimento di tecnologie particolarmente avanzate);
- sia l'impresa acquirente che l'impresa acquisita operano in paesi attualmente in crescita.

Il fenomeno del cross-border M&A, che si contrappone al fenomeno del domestic M&A (le imprese coinvolte nell'operazioni hanno sede nel medesimo paese d'origine), ha avuto origine durante l'ultima grande ondata, quando il processo di

internazionalizzazione ha avuto una svolta decisiva. Per esempio, il valore complessivo delle operazioni di fusione e acquisizione che si sono portate a termine tra il 1998 ed il 2000, è stato di circa 400 miliardi di dollari (valore decisamente superiore al valore totale degli accordi che si sono conclusi nei trent'anni precedenti). Di questi 400 miliardi, circa il 40% è derivato da operazioni di tipo cross-border M&A, come conseguenza, in particolar modo, della significativa globalizzazione dei mercati che si è sviluppata nel corso di quel periodo.

Le cross-border M&A possono essere definite come quelle “transazioni in cui assets di aziende che appartengono a paesi differenti sono combinate per dar vita ad una nuova entità legale. Essi si configurano come investimenti diretti all'estero in quanto presuppongono l'intenzione dell'investitore di acquisire un significativo livello di influenza sulla gestione dell'impresa.” Le motivazioni che stanno spingendo un'impresa operante in un determinato mercato a realizzare operazioni di M&A in paesi differenti possono essere di natura macroeconomica (la crescita e l'importanza assunta dai paesi in via di sviluppo), di natura microeconomica (il ruolo sempre più attivo dei *private equity* e degli *institutional investors* nel campo economico) e di natura strategica (l'importanza di sfruttare e possedere specifiche conoscenze tecnologiche e informatiche).

Il concetto di cross-border M&A è strettamente correlato con le strategie di internazionalizzazione, in quanto, sfruttare quest'ultimo tipo di strategia, vuol dire beneficiare dei vantaggi e dei benefici ottenibili operando in Paesi terzi.

1.7 Mercati reali e finanziari e la creazione di valore economico nelle operazioni di acquisizione

Per creazione di valore economico si intende la capacità di remunerare, per un periodo di tempo non breve, le risorse impegnate nell'impresa con un rendimento maggiore rispetto a quello che le stesse risorse potrebbero avere se destinate ad altre forme di impiego. Il valore economico di un'impresa è dato dalla somma dei flussi di cassa, attualizzati ad un tasso pari al costo del capitale.

Il criterio del valore è stato recentemente proposto per valutare, anche in forma quantitativa, le scelte strategiche dell'impresa. Infatti, l'impresa crea nuovo valore economico nella misura in cui ottiene dagli investimenti realizzati un rendimento maggiore rispetto al proprio costo del capitale.

I possibili effetti di un'acquisizione sul valore dell'impresa acquirente riguardano:

- Potere di mercato (aumento dei prezzi);
- Sinergie operative (aumento dei volumi e riduzione dei costi);

- Sinergie finanziarie (riduzione del costo del capitale);
- Effetti fiscali (maggiori detrazioni per ammortamenti).

Nel complesso, le acquisizioni portano ad un'effettiva crescita dell'impresa quando, a seguito dell'operazione, si riscontra una reale creazione di valore.

Inoltre, dalle ricerche empiriche emergono due considerazioni fondamentali:

- A beneficiare del valore economico, creato dalle acquisizioni sono soprattutto gli azionisti delle imprese acquisite; infatti, le operazioni di M&A non creano valore (anzi spesso lo riducono) per gli azionisti di chi compra (acquirer); al contrario aumentano il valore delle azioni della società acquistata (target).
- I fattori chiave di successo per una strategia di crescita esterna non sono facilmente individuabili

Tra le fonti di valore economico, potenzialmente presenti nei processi di concentrazione fra imprese, l'incremento del potere di mercato è quella che suscita maggiore interesse. Per potere di mercato si intende la possibilità per un'impresa di esercitare un grado di controllo sui propri mercati di sbocco tale da consentirle di praticare prezzi più elevati di quelli che si formerebbero in un regime di concorrenza perfetta.

La crescita esterna può contribuire ad accrescere il potere di mercato in due casi distinti:

- Per effetto dell'operazione, l'impresa raggiunge una quota di mercato talmente alta da esercitare un potere monopolistico;
- Quando il numero delle imprese operanti nel settore si riduce a poche unità.

In ogni caso la condizione necessaria per aumentare il potere di mercato è che l'impresa acquisita operi nello stesso mercato dell'impresa acquirente.

Non sempre però un aumento della quota di mercato porta ad un aumento del potere di mercato.

D'altronde nel corso degli anni l'elevata dinamicità dei mercati e l'alto tasso di innovazione tecnologica hanno reso le quote di mercato una variabile più instabile rispetto al passato.

L'idea che lo sviluppo esterno possa creare nuovo valore economico, per effetto delle sinergie ottenibili dall'integrazione tra le attività operative delle imprese coinvolte, viene indicata, da sempre, fra le possibili motivazioni delle fusioni e delle acquisizioni. Le sinergie operative sono potenzialmente presenti quando le operazioni coinvolgono imprese appartenenti allo stesso settore e di solito si realizzano nelle acquisizioni di tipo correlato (mono settoriale).

Il loro manifestarsi è riconducibile a tre fondamentali fenomeni economico-aziendali:

- Economie di integrazione
 - Economie di scala
 - Economie di scopo
-
- Le economie di integrazione consistono nell' internalizzazione di attività precedentemente svolte all'esterno (a monte o a valle del processo produttivo) dell'impresa. Comporta un vantaggio in termini di efficienza economica ed inoltre elimina i costi diretti ed indiretti di transazione.
 - Le economie di scala sono la conseguenza di un uso più efficiente delle risorse di cui l'impresa dispone; all'aumentare dei volumi produttivi corrisponde una riduzione del costo unitario medio di produzione. Quindi l'importanza delle economie di scala dipende sia dal settore considerato che dall'evoluzione delle tecniche produttive e gestionali.
 - Le economie di scopo rappresentano l'estensione del concetto di economie di scala alle imprese multi-prodotto; all'aumentare della quantità di beni prodotti (anche diversi fra loro) diminuiscono i costi medi di produzione. In questo caso i processi produttivi possono essere differenti mentre i fattori di produzione spesso sono comuni (esempio di risorsa condivisibile è il know how).

La possibilità di attivare sinergie operative dipende dalle imperfezioni (es: costi di transazione, costi irrecuperabili, barriere all'entrata) presenti nei mercati in cui opera l'impresa, che limitano le possibilità di finanziamento per le imprese di medie dimensioni, rendendo così vantaggiosa la loro acquisizione da parte di gruppi italiani o stranieri.

Le sinergie operative si caratterizzano per una maggiore soggettività, in quanto dipendono fortemente dalla struttura e dalle strategie delle imprese coinvolte nell'operazione.

Sotto il profilo finanziario, affinché un'operazione di fusione o acquisizione risulti conveniente è necessario che il mercato dei capitali si discosti dal modello teorico di riferimento ipotizzato nel CAPM. Quindi anche in assenza di sinergie operative, la

presenza di imposte, costi di insolvenza e costi di agenzia può rendere economicamente convenienti le operazioni di fusione o acquisizione.

La riduzione del rischio di insolvenza, dovuta ad un'acquisizione o ad una fusione, potrebbe contribuire ad accrescere il valore economico delle imprese.

In particolare, secondo il modello OPT, si avrebbe un effetto positivo sul valore dei debiti e un effetto negativo sul valore delle azioni (beneficio per i creditori).

I processi di acquisizione possono portare a dei notevoli vantaggi fiscali tra cui:

- Possibilità per l'impresa acquirente di beneficiare di eventuali crediti di imposta;
- Possibilità di rivalutare i beni delle società coinvolte nell'operazione, ottenendo maggiori detrazioni per gli esercizi futuri.

Capitolo II: la storia dell'api nel contesto del mercato petrolifero

2.1 Il mercato petrolifero downstream

L'industria petrolifera può essere suddivisa tra:

- Attività di upstream: includono la ricerca di nuovi giacimenti mediante studi geologici e rilievi geofisici, la perforazione e la messa in produzione dei pozzi;
- Attività di downstream: si svolgono a valle del ciclo petrolifero dopo l'estrazione del greggio, e comprendono l'approvvigionamento e la raffinazione del greggio nonché la distribuzione e la commercializzazione di prodotti petroliferi.

Il downstream si compone di quattro principali tipologie di attività:

- *Attività di supply e trading:* l'approvvigionamento consiste nell'acquisto dei greggi e dei semilavorati che alimentano il processo di raffinazione e nel loro trasporto fino agli impianti di raffinazione. La qualità dei greggi è determinata dalla densità (leggeri o pesanti) e dal contenuto di zolfo (da basso tenore ad alto tenore di zolfo) degli stessi. Minori sono le densità del contenuto di zolfo, migliore è la qualità del greggio.
- *Attività di raffinazione:* il processo comunemente denominato di raffinazione, ovvero di distillazione frazionata, consente la trasformazione di greggi e semilavorati in specifici prodotti finiti, attraverso la separazione della miscela di idrocarburi contenuta negli stessi. Il ciclo di raffinazione ha inizio con l'eliminazione di sali e impurità, spesso presente nei greggi, per poi procedere al frazionamento per distillazione primaria effettuata tramite impianti di distillazione atmosferica e di distillazione sottovuoto, ottenendo diverse frazioni di idrocarburi in funzione del loro punto di ebollizione. Le frazioni principali sono costituite da GPL, benzina leggera, nafta, kerosene, gasoli e residui.
- *Attività di logistica:* l'attività di logistica consiste nella pianificazione, gestione e ottimizzazione della disponibilità di prodotto sulle basi di consegna (depositi e/o clienti finali) ed include l'insieme di infrastrutture necessarie allo stoccaggio e al successivo trasferimento alla fase di commercializzazione dei prodotti petroliferi.
- *Attività di commercializzazione e vendita di prodotti petroliferi finiti:* la commercializzazione dei prodotti finiti può avvenire:
 - ✓ Al dettaglio, attraverso punti vendita ubicati su rete stradale sia ordinaria che autostradale (Rete), per le società petrolifere che dispongono di una rete di commercializzazione;
 - ✓ Direttamente a clienti finali, rivenditori o a società operanti nel settore dell'industria, dell'agricoltura o della marina (Extra Rete);
 - ✓ In esportazione attraverso vendite via nave o ad altre società petrolifere.

In questo mercato il downstream integrato del gruppo api si articola nell'attività di supply e trading, raffinazione, logistica e commercializzazione.

Negli anni '90 il mercato downstream italiano era presidiato principalmente da società petrolifere integrate a monte nel business della raffinazione. In particolare i player operanti in quegli anni erano:

- Gruppo ENI (con i marchi AGIP ed IP) multinazionale controllata dal Ministero del Tesoro;

- ESSO multinazionale USA;
- Q8 multinazionale del Kuwait;
- SHELL multinazionale anglo-olandese;
- TAMOIL multinazionale libica;
- TOTAL multinazionale francese;
- ERG società petrolifera italiana privata;
- API società petrolifera italiana privata.

2.2 Cenni sulla storia e sullo sviluppo della società api

Le origini delle attività del Gruppo api risalgono al 1933 quando il Cavaliere del Lavoro Ferdinando Peretti rilevò una società attiva nella commercializzazione e distribuzione di prodotti petroliferi nata dall'iniziativa di un piccolo gruppo di imprenditori marchigiani, l'attuale "api" - anonima petroli italiana S.p.A.

Nel 1949 viene completata la costruzione della Raffineria di Falconara, la quale entra in produzione con una capacità di lavorazione autorizzata di 200.000 tonnellate all'anno. Successivamente la Raffineria viene integrata attraverso la realizzazione dell'impianto di *reforming* benzine, dell'impianto di desolforazione catalitica delle benzine e dell'impianto *visbreaking*, allo scopo di aumentare fin da allora le rese di raffinazione in distillati medi.

Negli anni '50 il Gruppo api si espande con acquisizioni e costruzioni di nuovi punti vendita. La presenza sul territorio italiano è di circa 900 punti vendita.

Gli anni '60 e '70 sono caratterizzati da un'accelerazione della crescita delle attività di commercializzazione. Con il boom economico degli anni '60, anche la lavorazione della Raffineria di Falconara aumenta fino a toccare circa 2 milioni di tonnellate l'anno. Nel 1971 viene messo in opera un oleodotto sottomarino lungo 16 km che collega la Raffineria di Falconara ad una piattaforma a "testa rotante", dove possono ormeggiare petroliere di grandi dimensioni. Nel 1972 vengono realizzati i primi punti vendita self-service e si arricchisce la presenza del Gruppo api sulla rete autostradale. A partire dal 1977, il Gruppo api avvia un processo di riorganizzazione della struttura amministrativa e commerciale, funzionale agli obiettivi di crescita dello stesso. Nello stesso anno i punti vendita a marchio "api" raggiungono quota 1740, di cui l'87% di proprietà del Gruppo api e il rimanente 13% di proprietà di terzi e convenzionati al marchio "api".

Nel 1980 nasce api – raffineria di Ancona S.p.A. (“api raffineria”), società controllata dall’Emittente, alla quale viene trasferita la proprietà degli impianti della Raffineria di Falconara e tutte le relative concessioni e autorizzazioni. Nei primi anni ’90 la Raffineria di Falconara avvia un programma di ristrutturazione e ottimizzazione del ciclo produttivo attraverso la realizzazione di nuove unità produttive. Nel 1991 viene varato il progetto “Rese, Qualità, Sicurezza e Ambiente” diretto all’ammodernamento della stessa raffineria nonché, fra l’altro, al rispetto dei limiti fissati dall’Unione Europea in relazione al tenore di zolfo contenuto nei prodotti petroliferi.

Con riferimento all’attività di commercializzazione di prodotti petroliferi attuata attraverso la rete di punti vendita, nel 2003 nasce una nuova direzione *retail*, disegnata per affrontare le sfide di un mercato sempre più competitivo. Attraverso i punti vendita, infatti, vengono commercializzati non solo carburanti, ma anche una serie di servizi e prodotti, oil e non-oil, al servizio dell’automobilista inclusa la ristorazione.

Nel 2005, i punti vendita a marchio “api” formano una rete che costituisce una quota di mercato di poco sotto il 5%.

CAPITOLO III: analisi del caso aziendale api-IP-Total Erg

3.1 L’acquisizione della IP

Proprio nel 2005 la proprietà di api, su suggerimento del proprio management, si interrogava già da qualche anno sul futuro della società, in un mercato che mostrava i primi segni di rallentamento nella crescita dei consumi e soprattutto che andava ormai riducendo sensibilmente la capacità delle società petrolifere di acquisire quote di mercato attraverso lo sviluppo interno.

Un passo indietro. Per anni, a partire dal dopoguerra sino agli anni 90, le società operanti nel settore rete italiano avevano alimentato la crescita del numero dei propri punti vendita attraverso l’organizzazione interna, forte di una capillare struttura sul territorio.

In particolare, gli sviluppatori dipendenti dalle varie società quotidianamente salivano in auto e percorrevano migliaia di chilometri alla ricerca di spazi liberi a ridosso della rete viaria (in costante sviluppo) dove poter richiedere, una volta acquisiti i terreni attraverso l’acquisto o la locazione, le autorizzazioni per costruire stazioni di servizio spesso complete di bar, lavaggi ed altri servizi.

Tale format agli inizi del 2000 si cominciò a rivelare non più adeguato a sostenere la crescita Retail, ritenuta necessaria per la sopravvivenza stessa delle società interessate; ciò per tutta una serie di ragioni sopraggiunte nel corso degli anni. Prima di tutto il rallentamento dei consumi che, riducendo i volumi erogati dai punti vendita, non ne giustificavano più la costruzione di nuovi; poi l'adozione da parte dei Comuni di strumenti urbanistici che limitavano sempre più la presenza di stazioni di servizio a ridosso di aree abitate ed infine la crescente complessità burocratica per ottenere le autorizzazioni che allungavano di molto i tempi di realizzazione di nuovi impianti rendendo spesso gli economics dell'investimento non soddisfacenti .

Nel 2004, api lentamente scesa sotto una quota di mercato del 5% e stretta fra l'azienda di stato e alcune multinazionali, spesso di proprietà di paesi produttori di greggio e/o comunque impegnate nel settore upstream (esplorazione e produzione di petrolio), sentiva la necessità di trovare una strada per consolidare la propria posizione competitiva e lasciare il posto di fanalino di coda del settore.

In particolare il mercato della distribuzione in rete stradale di carburanti vedeva ENI/AGIP di gran lunga il primo operatore, con una quota in volumi venduti (al netto di quella attribuibile a IP) compresa tra il 25% e il 30%; IP e API detenevano entrambe quote comprese tra il 5% e il 10% (con api poco sotto il 5%), altre significative quote erano detenute da ESSO (tra il 15% e il 20%), Q8 (tra il 10% e il 15%), TAMOIL (tra il 5% e il 10%), ERG (tra il 5% e il 10%), SHELL (tra il 5% e il 10%) e TOTAL (tra il 5% e il 10%). Inoltre, andavano considerati, terzi operatori non verticalmente integrati nella raffinazione i quali detenevano una posizione marginale.

L'occasione fu data dalla necessità sancita dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) che l'ENI (allora operante sulla rete con i due marchi AGIP e IP con quota totale ben oltre il 30%) scendesse sotto la quota di mercato del 30% alleggerendo il peso della propria posizione dominante.

In ragione di ciò l'ENI riorganizzò sotto il marchio IP (sul quale peraltro negli anni aveva investito molto in termini di riconoscibilità e fidelizzazione verso un pubblico giovane e sportivo) una quota di mercato di circa il 7% che mise a gara attraverso una rigorosa e competitiva procedura di offerta.

L'api non si fece sfuggire l'occasione e ad inizio del 2005 partecipò alla gara che, nel settembre del 2005 la vide vincitrice con l'acquisizione del pacchetto azionario della IP (inizialmente del 90% e successivamente dell'intero) per 190 milioni di Euro (inclusivi di una posizione finanziaria netta attiva di circa 35 milioni di Euro).

3.2 Descrizione dell'operazione e valutazione preliminare da parte dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato

L'operazione consisteva nell'acquisizione, da parte di api, del 90% del capitale sociale di IP, a mezzo della stipula di un contratto di compravendita di azioni con l'allora controllante ENI. Tale contratto, sospensivamente condizionato all'ottenimento

dell'autorizzazione per l'operazione da parte dell'AGCM, prevedeva altresì un'opzione di vendita in capo a ENI e di acquisto in capo ad api per il restante 10%, esercitabili in via successiva: in particolare, l'opzione di vendita poteva essere esercitata da ENI nel periodo compreso tra il 30 giugno 2010 e il 31 dicembre 2010, mentre api poteva esercitare l'opzione di acquisto tra il 1° gennaio 2011 e il 31 marzo 2011.

A livello statutario, la società incorporante non subì alcuna modifica; inoltre in base all'art.2505 cod. civ. non vi fu la necessità di procedere all'indicazione di alcun rapporto di cambio delle azioni della incorporanda nelle azioni dell'incorporante.

Inoltre, le operazioni della società incorporanda furono imputate, anche ai fini delle imposte sui redditi, al bilancio della società incorporante a decorrere dal primo giorno del primo mese dell'anno in cui si sono prodotti gli effetti reali dell'operazione ai sensi dell'art. 2504-bis comma 2 cod. civ.; gli effetti della fusione si sono realizzati dal giorno successivo all'ultima delle iscrizioni prescritte dall'art.2504, ferma restando la possibilità di stabilire una data successiva in sede di stipulazione dell'atto di fusione.

Infine, non fu previsto nessun particolare vantaggio patrimoniale a favore degli amministratori delle società partecipanti alla fusione.

Si prevedeva che la IP fosse gestita da un Consiglio di Amministrazione composto da sette a undici membri, di cui in ogni caso due designati sempre da ENI e i restanti da api; inoltre che il CdA fosse validamente costituito dalla maggioranza dei consiglieri in carica e deliberasse validamente con la maggioranza assoluta dei presenti. Un'ampia serie di deliberazioni risultava soggetta a diritto di veto da parte del socio di minoranza, attraverso la previsione di una maggioranza qualificata di amministratori (a seconda del numero complessivo, sei su sette, otto su nove, dieci su undici) in relazione, tra l'altro, alle seguenti materie:

- proposte di aumento di capitale;
- approvazione di progetti di fusione, scissione o trasformazione;
- cessioni, risoluzioni o modifiche consensuali di contratti di convenzionamento;
- stipula di atti, anche di durata temporanea, aventi per oggetto o per effetto la cessione della proprietà, del godimento o dell'uso di marchi di cui IP sia titolare.

Anche in sede di assemblea straordinaria veniva richiesta una maggioranza qualificata (più del 90% del capitale sociale) tale da riconoscere un diritto di veto ad ENI per le seguenti decisioni:

- ✓ modifiche delle disposizioni relative all'amministrazione della società, alla nomina e al funzionamento del CdA;
- ✓ rimozione o introduzione di vincoli al trasferimento di azioni di IP;
- ✓ emissione di obbligazioni convertibili, azioni privilegiate o altre categorie di azioni.

Con riferimento ai rapporti tra le parti dell'operazione, l'operazione prevedeva un patto di non concorrenza che impegnava ENI, per un periodo di cinque anni a

decorrere dalla data di esecuzione, a non stipulare contratti di convenzionamento di impianti già colorati IP alla medesima data.

Contestualmente all'acquisizione, IP concludeva con ENI e la sua controllata "Intermode Trasporti Logistica Integrata S.p.A." (ITLI) una serie di accordi volti a definire rapporti di fornitura di prodotti petroliferi e servizi per la durata di cinque anni. In particolare, un contratto prevedeva la fornitura di 'prodotti rete' (benzine, gasoli, GPL) a mezzo del quale IP si vincolava ad acquistare tali prodotti da ENI per assicurare l'approvvigionamento della propria rete di distribuzione stradale in misura non inferiore all'80% del fabbisogno totale.

Infine, un ulteriore contratto da stipularsi tra IP e ITLI riguardava l'affidamento da parte della prima alla seconda dell'autotrasporto dei prodotti petroliferi e dei servizi connessi per la distribuzione alla rete di impianti e il rifornimento integrale delle basi territoriali in cui era organizzato il proprio circuito distributivo.

L'acquisizione del 90% di IP da parte di api costituiva un'operazione che ampliava significativamente le attività di quest'ultima società nel settore petrolifero, dal momento che le quote di mercato detenute da IP in tutti i mercati interessati erano nettamente superiori a quelle di api. L'operazione determinava la necessità per api di garantire ad IP il soddisfacimento del fabbisogno di carburanti e lubrificanti della propria rete, dovendo per ciò necessariamente ricorrere al mercato in quanto la propria raffineria di Falconara non era in grado di produrre una simile quantità di prodotti petroliferi. Gli accordi operativi da stipularsi tra IP ed ENI rispondevano propriamente a tale esigenza: nondimeno, la somma degli effetti di tali contratti, sotto il profilo della dipendenza della prima impresa dalla seconda per le proprie forniture, venne valutata dall'Autorità congiuntamente alla presenza di ENI nel Consiglio di Amministrazione di IP e, dunque, alla conoscenza di informazioni commerciali sensibili di cui la società cedente continuava a disporre.

Inoltre, l'Autorità valutò che l'operazione si verificava all'interno di mercati, quali quelli della distribuzione di prodotti petroliferi che risultavano significativamente oligopolistici, nonché caratterizzati da una elevata trasparenza informativa circa le condizioni di prezzo e dalla tendenza ad un elevato parallelismo delle rispettive condotte commerciali. La compartecipazione in IP di due concorrenti quali ENI ed api, tra i quali non sussistevano collegamenti di sorta, valutata in un simile scenario concorrenziale andava pertanto considerata come un incentivo quantomeno potenziale ad un ulteriore aumento dei parallelismi di condotta e della rispettiva trasparenza informativa, con conseguenti possibili effetti di coordinamento tra tutte le parti interessate dall'operazione. Quindi l'Autorità ritenne che:

- il controllo di api su IP non fosse esclusivo bensì congiunto con ENI;
- l'operazione era in grado di determinare un effetto di coordinamento dell'attività principale svolta dalle imprese presenti nel capitale sociale di IP, considerato che essa operava nei mercati della distribuzione in-rete ed extra rete di carburanti e lubrificanti nei quali erano presenti anche le società api ed ENI.

Il mercato rilevante in cui si esercitavano gli effetti dell'operazione comunicata era in primo luogo quello della distribuzione e vendita nella rete stradale ordinaria di carburanti per autotrazione, dato che IP non era attiva nella vendita di carburanti sulla rete autostradale. L'operazione interessava altresì il mercato della commercializzazione di lubrificanti per autotrazione.

In ragione delle considerazioni sopra esposte l'Autorità Garante della Concorrenza del Mercato deliberò di non avviare l'istruttoria.

3.3 Operazione societaria ed effetti conseguenti sulle voci di bilancio

Può essere utili ai fini della nostra analisi un confronto tra il bilancio dell'api a fine 2006 e a fine 2007 per evidenziare le variazioni nelle voci dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico in seguito all'acquisizione dell'IP.

STATO PATRIMONIALE- api anonima petroli italiana

	31/12/2007	31/12/2006
Immobili, Impianti e Macchinari	217.192.119	207.956.832
Avviamento	94.433.696	29.887.127
Immobilizzazioni Immateriali	126.303.368	3.011.074
Partecipazioni	118.538.162	297.173.684
Altre Attività	22.095.547	15.098.145
Strumenti Derivati	2.295.696	1.944.610
Imposte Anticipate	15.092.896	15.063.739
Attività non Correnti	595.951.484	570.135.211
Rimanenze	337.092.276	245.520.386
Crediti commerciali e altri crediti	646.844.464	457.699.737
Attività Finanziarie Correnti	175.000.000	160.000.000
Altre Attività	14.097.407	11.165.937
Crediti per Imposte	14.090.625	413.775
Disponibilità Liquide e Mezzi Equivalenti	129.146.494	2.193.546
Attività Correnti	1.316.271.266	876.993.381
TOTALE ATTIVO	1.912.222.750	1.447.128.592
Capitale sociale	115.425.000	115.425.000
Riserva Legale	19.295.263	19.273.227
Altre riserve	118.334.832	118.515.624
Utile (perdita) esercizi precedenti	71.082.083	81.632.633
Utile (perdita)di periodo	(9.639.267)	220.359
Totale patrimonio netto	314.497.911	335.066.843

Patrimonio Netto	314.497.911	335.066.843
Finanziamenti a medio lungo termine	486.214.286	375.857.143
Benefici ai dipendenti	8.999.348	9.052.325
Fondo Imposte Differite	116.641.372	71.337.279
Fondi a medio lungo termine	55.563.477	39.392.540
Passività non Correnti	667.418.483	495.639.287
Debiti Commerciali e Vari	414.981.375	215.389.680
Strumenti derivati	1.058.230	
Finanziamenti a breve termine	384.079.708	264.425.702
Altre Passività	20.217.096	20.103.464
Debiti per Imposte	109.969.947	116.503.616
Passività Correnti	930.306.356	616.422.462
TOTALE PASSIVO	1.912.222.750	1.447.128.592

CONTO ECONOMICO- api anonima petroli italiana

	31.12.2007	31.12.2006
Ricavi	2.944.154.490	2.031.806.021
Altri ricavi	39.015.714	31.166.846
Totale	2.983.170.204	2.062.972.867
Costi per Materie prime e materiali di consumo	(2.322.792.831)	(1.619.700.913)
Costi per Servizi	(440.802.060)	(296.135.967)
Costi per Godimento beni di terzi	(18.453.142)	(15.345.545)
Costo del personale	(84.962.868)	(30.224.922)
Ammortamenti e svalutazioni	(36.770.177)	(34.084.027)
Accantonamenti Rischi	(6.038.482)	(7.104.955)
Altri costi operativi	(79.657.812)	(41.352.213)
Totale	(2.989.477.372)	(2.043.948.542)
Risultato Operativo	(6.307.168)	19.024.325
Proventi (oneri) finanziari	(22.301.650)	(13.883.554)
Totale	(22.301.650)	(13.883.554)
Risultato ante imposte	(28.608.818)	5.140.771
Imposte del periodo	18.969.551	(4.920.412)
Risultato del periodo al netto delle imposte	(9.639.267)	220.359
Utile base per azione	-	

Utile diluito per azione	-	
Dividendo	-	-

Dall'analisi di bilancio emerge che, relativamente allo Stato Patrimoniale si è assistito ad un aumento dei debiti e dei crediti commerciali ma è rimasta immutata la voce relativa al capitale sociale (infatti non vi fu alcuna delibera di aumento dello stesso); per quanto concerne il Conto Economico, i ricavi sono aumentati in maniera considerevole nel corso dell'esercizio 2007 così come i costi, in particolare quelli relativi al personale (quasi triplicati) e quelli per le materie prime.

3.4 L'integrazione del personale delle due società

All'atto dell'acquisizione, la IP poteva contare su un organico di circa 100 risorse, di cui la metà nella sede centrale della Società in Piazza della Vittoria a Genova e la restante metà dislocata su tutto il territorio nazionale a presidio delle attività commerciali sulla Rete.

Va precisato che le attività di sede erano essenzialmente di supporto alle attività commerciali (marketing, coordinamento vendite, analisi economiche commerciali, back office ecc.) e non comprendevano le attività di Staff (Risorse Umane, Amministrazione, Finanza e Controllo, Legale e Societario, Auditing, Fiscale, Sistemi Informativi ecc.) assicurate allora dalla stessa ENI attraverso un contratto di servizio Intercompany.

Di contro la sede centrale di api era in Corso d'Italia a Roma, dove erano allocate tutte le Direzioni e Funzioni sia di staff sia di supporto alle attività commerciali e poteva contare su circa 250 risorse.

La prima operazione fu quella di assicurare alla IP tutti servizi di staff, in particolare si rese subito necessario l'integrazione dei sistemi gestionali di fatturazione e controllo costi attraverso la definizione di contratti di servizio tra le due società che consentivano il regolare funzionamento della società acquisita.

Dopo si passò all'integrazione di tutte le funzioni delle due società le quali erano destinate ad una rapida fusione societaria, come descritto meglio in un altro capitolo del presente lavoro.

L'integrazione tenne conto anche della necessità di trasferire tutto il personale dedicato alle attività di staff e centrali in un'unica sede che fu allora individuata nella sede storica di api in Corso d'Italia Roma.

L'operazione fu oggetto di una lunga negoziazione con le Organizzazioni Sindacali di settore e le rappresentanze interne alle due società.

Fu assicurato a tutto il personale la conservazione del posto di lavoro e l'integrazione nelle strutture aziendali ma fu anche concordato con il sindacato il

trattamento da garantire a tutti coloro che rifiutavano il trasferimento a Roma. A tale riguardo si definì una robusta integrazione retributiva all'indennità di mobilità, strumento allora vigente in caso di risoluzione del rapporto di lavoro.

Allora gran parte del personale di Genova optò per la risoluzione del rapporto e le attività furono assorbite dal personale di api di Roma tralasciando un'efficienza in termini organizzativi e di costo del lavoro.

Questo problema non si pose per il personale commerciale operante sul territorio che venne integrato nella struttura di api con mantenimenti di competenze e responsabilità nelle aree di propria competenza.

3.5 Considerazioni finali sull'operazione e sugli anni successivi

Con tale operazione l'api fece un decisivo passo avanti nella strategia di sviluppo e focalizzazione del core business portando la propria quota di mercato a circa il 12%, terza per volumi erogati sulla Rete dopo Eni ed Esso e prima per numero di punti vendita (circa 4600, con Eni seconda con circa 4350).

Gli anni successivi al 2005 hanno visto l'api impegnata in un processo di ottimizzazione del proprio business e di massimizzazione della redditività.

Va precisato che l'acquisto della IP era costituito a larga maggioranza dall'acquisizione di una serie di contratti di fornitura in esclusiva con tanti proprietari singoli di punti vendita ed aventi scadenza a breve e medio termine.

Al riguardo è bene ricordare che in presenza di una stazione di servizio carburante contrassegnata da un certo marchio, la situazione giuridica sottostante può essere di due tipi : a) la licenza dell'esercizio commerciale è di proprietà della compagnia petrolifera che espone il marchio (con terreno su cui insiste il punto vendita, di proprietà o in locazione da terzi); b) la licenza è di proprietà di un soggetto terzo che sottoscrive un contratto con la compagnia petrolifera che provvederà a rifornire il punto vendita ed assicurerà il marchio e la manutenzione all'impianto .

È di immediata evidenza che i punti vendita di proprietà generino una marginalità superiore alla compagnia che non deve negoziare con il proprietario terzo il compenso per l'utilizzo dell'impianto.

In considerazione di quanto detto sopra , negli anni dal 2005 al 2012, l'api ha realizzato un piano di ottimizzazione della redditività della propria rete che ha portato al mancato rinnovo della fornitura di molti punti vendita di proprietà di terzi e la concentrazione su impianti di proprietà o di terzi ma con margini di redditività e volumi di prodotto erogato che ne giustificassero il mantenimento del proprio marchio (nel 2009 unificato con l'abbandono del marchio api e il rebranding di tutta la rete sotto un rinnovato e modernizzato marchio IP).

Dalle indagini di mercato emerse che il marchio IP veniva percepito come un marchio giovane e dinamico mentre il marchio Api rappresentava la tradizione; il

processo creativo ha portato a scegliere l'espressione "Gruppo Api" come identificazione del valore di impresa ed IP come marchio commerciale.

Questo ha inevitabilmente generato una progressiva riduzione degli impianti (scesi dai circa 4600 ad inizio operazione a circa 3760 nel 2012) e la conseguente diminuzione della quota mercato.

Inoltre, tra il 2010 ed il 2015 il mercato della distribuzione petrolifera ha subito una forte contrazione dei margini commerciali e di raffinazione che ha portato tutte le compagnie petrolifere italiane all'adozione di programmi di miglioramento della redditività e di forte contenimento dei costi al fine di non appesantire le proprie posizioni finanziarie.

Inoltre, in quegli anni nel mercato si sono sempre più consolidati operatori privati no logo, le cosiddette "pompe bianche", fortemente aggressive sulla leva del pricing non dovendo sostenere una struttura di costi fissi tipica delle grandi compagnie.

Tornando al mercato italiano, già dal 2013 si iniziavano a percepire i primi cenni di turbolenze strategiche con l'avvio da parte della Esso italiana di cessione di pacchetti territoriali della propria rete (con mantenimento del marchio e della fornitura per un certo numero di anni) ad operatori terzi, fino all'acquisizione da parte della Q8 di tutti gli impianti italiani di proprietà della Shell la quale, nell'occasione, uscì definitivamente dal mercato italiano.

3.6 L'acquisto del 100% delle azioni della società Total Erg

In considerazione di quanto sopra illustrato, anche per api, già dal 2015/2016 si era posta l'esigenza di portare a termine qualche operazione straordinaria anche in conseguenza della focalizzazione delle proprie risorse sul core business petrolifero downstream, avendo avviato e concluso un processo di dismissioni delle attività diversificate nel settore delle energie rinnovabili.

A tale fine si poneva di nuovo la necessità di acquisire quote di mercato avendo completato il riordino e la massimizzazione della redditività della propria rete (scesa nel 2016 a circa 2800 punti vendita per le ragioni sopra descritte).

L'occasione si è manifestata ad inizio 2017 con l'avvio della procedura di vendita della società TotalErg S.p.A., joint venture attiva nel settore downstream italiano; per api l'opportunità di acquisire tale realtà avrebbe significato diventare la compagnia con il più alto numero di punti vendita sul territorio nazionale.

Un risultato di grande prestigio per una società privata il cui controllo resta saldo nelle mani di una famiglia storica di imprenditori italiani (la famiglia Brachetti Peretti), e che, come abbiamo visto nel nostro lavoro, dall'anno della propria fondazione, nel 1933 a Falconara Marittima, ha sempre intrapreso un cammino di lunga e costante crescita.

Ma vediamo nel dettaglio quali sono stati i particolari più significativi di questa operazione che, avviata con accordo preliminare a novembre 2017 e conclusa a gennaio 2018, ha successivamente ottenuto il via libera definitivo dell'Antitrust.

Il primo, e più significativo risultato dell'acquisizione di TotalErg da parte dell'api è, come accennato, sicuramente il cambio al vertice per quanto concerne il numero di distributori sul territorio nazionale. (ci fu il sorpasso ad Eni)

Grazie infatti alla dote di circa 2.600 distributori precedentemente a marchio TotalErg, e a quelli propri pari a circa 2.800, da gennaio in poi il Gruppo api conta su un totale di più di 5.000 punti vendita, un numero non di poco superiore ai circa 4.400 controllati da Eni che in precedenza deteneva il primato. A seguire, più staccate, troviamo la Q8 con circa 3.200 pompe di benzina, e la Esso con 2.500 punti di rifornimento.

Gli altri numeri del nuovo gruppo: i bar e i negozi salgono da 185 a circa 600, il personale da circa 750 unità a circa 1500 ed i volumi di prodotto venduto arrivano a circa 9900 milioni di tonnellate.

Per quanto riguarda i termini dell'operazione:

api in sostanza ha rilevato il 100% della joint venture TotalErg (51% italiana e 49% francese) per oltre 450 milioni di euro, di cui 273 pagati alla sola Erg. In questo modo api, oltre a rilevare le circa 2.600 stazioni di servizio sopra citate, ha ottenuto il controllo del Polo Logistico di Roma e del 25,16% della Raffineria di Trecate (Novara).

L'operazione fu effettuata con un ricorso alla leva finanziaria grazie ad un prestito da 640 milioni di euro (a medio-lungo termine) concesso da un pool di cinque banche: Unicredit, Ubi, Banco Bpm, Banca Popolare di Sondrio e Bper. In particolare, Unicredit è stata financial advisor di api; Ubi e Banco Bpm hanno sostenuto api come joint financial advisor nella definizione della "capital structure" del gruppo e nella strutturazione del finanziamento. Lo studio Bonelli Erede ha assistito api come legal advisor. Il prestito fu necessario ad api a rifinanziare il proprio debito e a fornire le risorse per l'acquisizione.

Tuttavia, il ricorso al finanziamento bancario è stato reso possibile da una serie di fattori: da una parte la riduzione del perimetro di vendita, dopo la cessione della divisione gas "lpg", della energy service company Restiani e anche dopo la decisione di Total di tenersi la divisione lubrificanti. Dall'altra parte, ha influito la redditività del settore che sta andando bene a livello macroeconomico e sta riacquisendo marginalità.

Non di poco conto fu anche il rafforzamento della logistica che, precedentemente all'acquisizione, vedeva il Gruppo api solido sul versante adriatico

(con i Depositi di Barletta e di Marghera e le Raffinerie di Falconara Marittima e Ravenna), ma debole sul versante tirrenico, il quale ora con il polo logistico di Roma ha colmato il gap anche sul fronte occidentale.

Secondo le stime, con questo nuovo assetto, i ricavi totali della società della famiglia Brachetti Peretti, comprensivi delle attività di raffinazione, saliranno a circa 6 miliardi di euro, a fronte dei 2,3 miliardi del 2016.

CONCLUSIONI

Mi piacerebbe concludere questo lavoro con un pensiero rivolto ai protagonisti di questo tipo di operazioni, il management ed i dipendenti delle società coinvolte.

Durante la fase di acquisizione e nel periodo immediatamente successivo, le aziende coinvolte nel merger devono far fronte ad un rischio di fallimento nel mantenere e motivare i talenti ritenuti maggiormente strategici per l'organizzazione ed il successo del business.

Secondo un'indagine annuale sulle integrazioni delle fusioni e acquisizioni condotta dalla società di consulenza PWC e riportata dal Sole 24 ore, nel 2010 nel Regno Unito il 56 % dei manager di più alto grado riteneva di essere riuscito a mantenere i propri dipendenti durante il periodo di transizione della proprietà, proprio quando erano maggiormente necessari. Ultimamente, però, questa stessa percentuale sembrerebbe scesa intorno al 45 %.

Questo porterebbe a pensare, in particolare agli studiosi di consulenza aziendale, che i manager spesso non riescono a considerare il periodo post acquisizione come una fase delicata ed importante dell'intero processo e programmare ciò che avverrà in futuro.

In queste fasi è di vitale importanza non sottovalutare le diverse culture ed il differente stile di approccio al business delle due aziende coinvolte e studiare il

percorso attraverso il quale si attuerà il cambiamento della nuova realtà nata dalla integrazione.

Un intervento tempestivo da parte del management è di importanza cruciale. È risaputo che le società quotate in Borsa devono programmare un processo iniziale di integrazione non superiore ai 100 giorni. In sostanza il mercato è disposto ad attendere massimo tre mesi per vedere un rendimento legato al loro investimento che sia frutto anche delle sinergie e delle ottimizzazioni derivanti dall' integrazione.

Affrontare la criticità di dover gestire un esubero di personale è, per esempio, importante e fondamentale e non farlo nella maniera giusta spesso può portare il personale alla letargia ma soprattutto alla comparsa di persone determinate ad ostacolare il processo di fusione. Tra queste ultime vi sono dipendenti dell'azienda da molti anni, molto esperti in settori che non vorrebbero cambiassero mai.

Superare questa criticità è essenziale per la riuscita dell'integrazione e questo potrebbe avvenire attraverso un piano di comunicazione che illustri a tutto il personale le ragioni che sostengono il cambiamento unitamente all'adozione di una nuova struttura organizzativa che metta bene in chiaro le responsabilità e le mission delle singole unità operative.

Quanto appena illustrato conferma la complessità e la numerosità delle variabili coinvolte in queste operazioni le quali si pongono come le più difficili in materia di finanza straordinaria. Peraltro, la rapida evoluzione dei mercati ha aumentato notevolmente i livelli di rischio ed incertezza finanziaria delle acquisizioni.

Resta però confermato, come anche si è cercato di dimostrare con il presente lavoro, che le acquisizioni restano il mezzo a cui ricorrono frequentemente le PMI per crescere più velocemente a discapito della più lenta crescita per via interna.

Nel caso qui esaminato abbiamo visto come l'api nel 2005 abbia ritenuto necessario rilevare l'Italiana Petroli (IP) per aumentare la propria quota di mercato (dal 5% al 12%) e diventare uno dei più importanti operatori a livello nazionale.

La crescita, però, non è stata solo a livello dimensionale; infatti dall'analisi del Conto Economico dell'api dell'esercizio successivo all'acquisizione dell'IP (2007) si evince come i ricavi siano cresciuti in maniera esponenziale anche grazie all'aumento dei punti vendita (4600 unità in tutto il Paese) e le ottimizzazioni di business e di flussi finanziari attuate nei mesi immediatamente successivi all'operazione. E nei prossimi anni vedremo anche l'esito dell'opzione di acquisire la società TotalErg.

Nel complesso, comunque, sembrerebbe che la scelta da parte del management del gruppo api di intraprendere la via della crescita tramite le acquisizioni si sia rivelata, almeno per ora, una scelta vincente e strategica per ottenere una posizione rilevante all'interno del settore petrolifero downstream.

Per concludere mi sembra doveroso richiamare la notizia proprio di questi giorni dell'accordo fatto tra Michael Kors e Versace. Dopo una serie di indiscrezioni, di recente è arrivata la conferma. Il gruppo americano ha acquisito il marchio della Medusa con un investimento di due miliardi di dollari. La storia si ripete anche con colpi di grande effetto mediatico!

BIBLIOGRAFIA

- Arcangeli-Bianchi-Rizzi, "Come gestire le operazioni di M&A: specifici rischi operativi, due diligence, contrattualistica" Ipsoa 2012
- Brealey-Myers-Allen, "Principi di finanza aziendale" Mc Graw Hill 2015
- Campobasso M., "Diritto Commerciale" Utet 2012
- Capasso A., "Economia e finanza delle acquisizioni aziendali" Cedam 1990
- Daft R., "Organizzazione aziendale" Maggioli 2017
- Fontana-Caroli, "Economia e gestione delle imprese" Mc Graw Hill 2017
- Fiori-Tiscini, "Economia aziendale" Egea 2014
- Kreitner-Kinicki, "Comportamento organizzativo" Maggioli 2015
- Meglio O., "Il processo di integrazione post-acquisizione. Profilo teorico ed esperienze Cedam 2004
- Scognamiglio Pasini C., "Economia Industriale" Luiss 2011
- Sicca L., "Strategia di crescita e comportamento organizzativo" Cedam 2013
- Sobrero-Munari, "Innovazione tecnologica e gestione d'impresa" Il Mulino 2004
- Umbertazzi T., "Il procedimento di acquisizioni di imprese" Wolters 2008
- Verna F., "La grande onda: fusioni e acquisizioni" Lulu 2008
- "Prospetto informativo di Api per offerta pubblica di vendita e sottoscrizione depositato in Consob" Giugno 2006

SITOGRAFIA

<https://www.cuoaspace.it/2012/04/quali-prospettive-per-le-acquisizioni-aziendali.html>
<https://www.ilsole24ore.com/art/management/2017-12-01/fusioni-e-acquisizioni-segreto-successo-e-non-avere-segreti-094516.shtml?uuid=AEExpybLD>
www.largoconsumo.info/percorso_lettura?titolo=Fusioni-e-acquisizioni&taxonomyId=667
<https://www.adviseonly.com/blog/investire/guida-al-risparmio/fusioni-acquisizioni-impatto-su-risparmiatori/>
<https://www.money.it/MeA-2017-fusioni-e-acquisizioni>
www.lastampa.it/2017/12/29/economia/fusioni-e-acquisizioni-litalia-vale-miliardi-75B58GKkFYKDmnPasi2fMJ/premium.html
www.agcm.it/component/joomdoc/relazioni-annuali/Cap%20A.1.pdf/download.html
www.consorziocesit.it/media/0/13427746703500/consiglio2.pdf
<https://www.datocms-assets.com/45/1459519385-GuidaMAComevalutareacquistarecedereazienda.pdf?ixlib=rb-1.1.0>
<https://www.scribd.com/presentation/88119778/Bootstrap-Game>
<https://books.google.it/books?id=ORXcCgAAQBAJ&pg=PA8&lpg=PA8&dq>
https://www.eniday.com/it/education_it/upstream-midstream-downstream-robinson
<https://www.oilnonoil.it/dowstream-petrolifero/>
<http://www.unione petrolifera.it/wp-content/uploads/2016/06/Relazione-UP-2016.pdf>
<https://www.gruppoapi.com/chi-siamo/le-nostre-attivita/supply-a-trading>
<https://www.toptrade.it/news/47641/il-ruolo-della-supply-chain-per-garantire-la-migliore-customer-experience/#.W6i9zvZul2w>
<https://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2017-11-03/api-acquista-100-cento-rete-distributori-total-erg-183735.shtml?uuid=AE0FC92C>
<https://www.google.it/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&cad=rjauact=8&ved=2ahUKEwjS1aOhudPdAhUpzYUKHbtPCa4QFjABegQICRAB&url=http%3A%2F%2Fwww.affaritaliani.it%2Feconomia%2Fapi-acquista-il-100-delle-azioni-di-totalerg-518521.html&usq=AOvVaw3OCNaCl7Uyzll0q5tTNMXY>
<https://www.google.it/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=3&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwjS1aOhudPdAhUpzYUKHbtPCa4QFjACegQICBAB&url=http%3A%2F%2Fwww.mvnonews.com%2F2018%2F01%2F16%2Ftotalerg->

[diventa-italiana-petroli-nessuna-variazione-per-erg-mobile-almeno-per-ora%2F&usg=AOvVaw1rudklgrpWiF22iPUtrv2J](#)
[https://www.google.it/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=4&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwjS1aOhudPdAhUpzYUKHbtPCa4QFjADegQIBxAB&url=https%3A%2F%2Fwww.panorama.it%2Feconomia%2Faziende%2Fapi-compra-totalerg-cosa-cambia-nel-mercato-della-benzina%2F&usg=AOvVaw2jAnu5Kz9UTuVAJJeSUHZF](#)
[https://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2017-11-03/api-acquista-100-cento-rete-distributori-total-erg-183735.shtml?uuid=AE0FC92C](#)
[https://www.corriere.it/economia/17_novembre_03/api-ip-rete-made-italy-compra-tutte-stazioni-total-erg-d21a9dec-c0e3-11e7-8b75-0df914d10fe2.shtml](#)