



DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT

CATTEDRA: PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI

**Le Business Combination: acquisizioni strategiche e finanziarie  
i casi Enel e Berkshire Hathaway**

RELATORE:

Chiar.mo prof. Fabrizio Di Lazzaro

CORRELATORE:

Chiar.ma prof. Francesca Di Donato

CANDIDATO:

Adriano Vernuccio

695551

Anno Accademico

2018-2019

*“Sapere aude semper”*

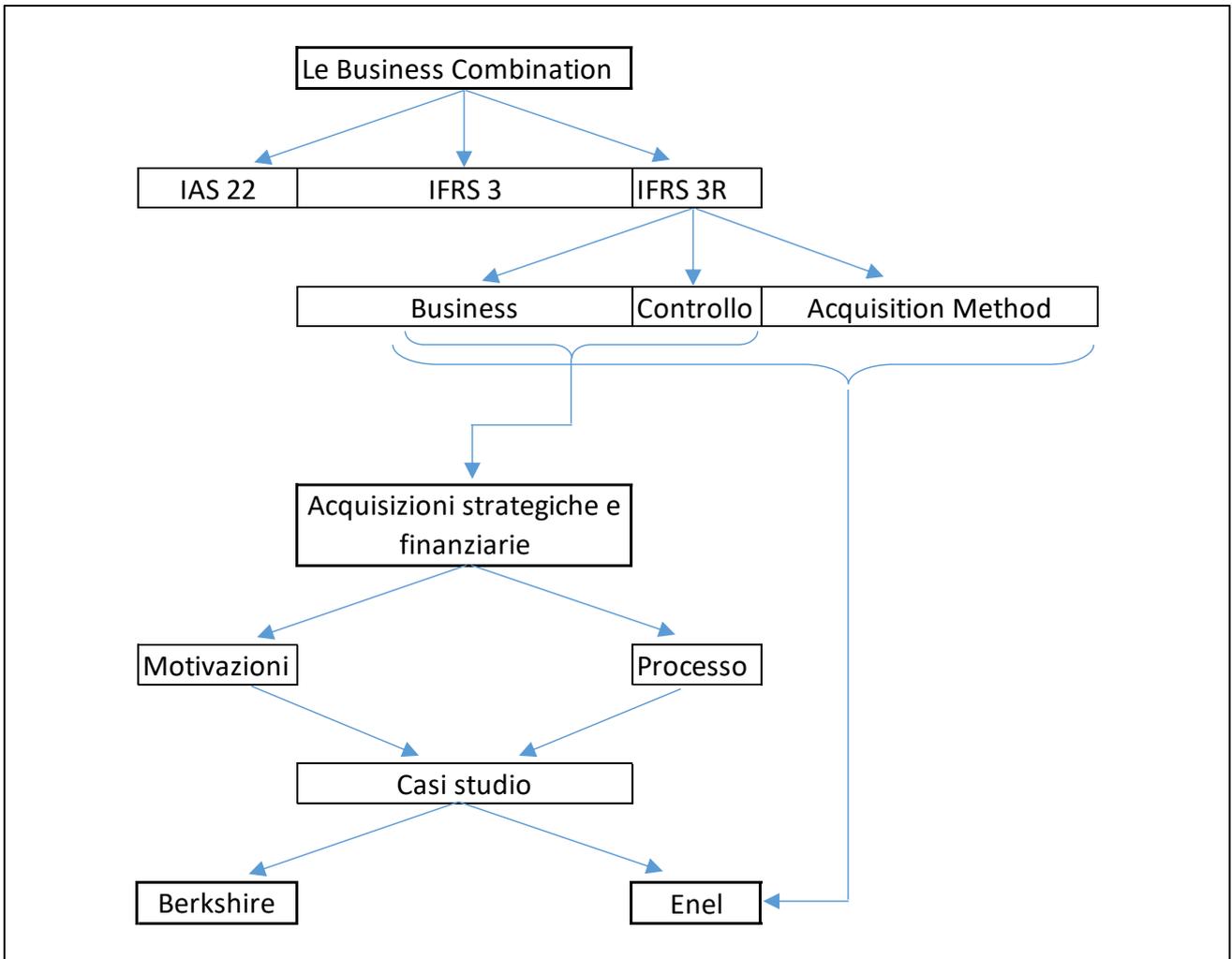
Orazio (Epistole, I, 2, 40)

# SOMMARIO

<b>INTRODUZIONE</b>	<b>4</b>
<b>L'IFRS 3 E LE BUSINESS COMBINATION: ANALISI DELLA DISCIPLINA</b>	<b>7</b>
<b>1. EVOLUZIONE STORICA DEL PRINCIPIO-IAS 22</b>	<b>8</b>
1.1. Progetto di modifica della disciplina	14
<b>2. IFRS 3R</b>	<b>16</b>
2.1. Identificare l'acquirente	21
2.1.1. Disciplina del controllo - IFRS 10	22
2.1.2. REVERSE ACQUISITION	27
2.2. Data di acquisizione	28
2.3. Rilevazione e valutazione delle attività e passività identificabili, acquisite ed assunte, e degli interessi di minoranza	29
2.3.1. IFRS 13-Stima del fair value	31
2.4. Rilevazione e valutazione del Goodwill o del Bargain purchase	32
<b>3. TRATTAMENTO DEL GOODWILL POST-ISCRIZIONE-IAS 36</b>	<b>35</b>
<b>APPENDICE</b>	<b>37</b>
<b>LE ACQUISIZIONI: MOTIVAZIONI E PROCESSO</b>	<b>39</b>
<b>1. PERCHÉ ACQUISIRE UN'IMPRESA: MOTIVAZIONI ALLE ACQUISIZIONI</b>	<b>40</b>
1.1. Le acquisizioni finanziarie	45
<b>2. IL PROCESSO DI ACQUISIZIONE E LE SUE FASI</b>	<b>49</b>
2.1. Analisi e valutazione strategica dell'operazione	51
2.2. La fase di negoziazione	54
2.2.1. Studio del profilo economico-finanziario dell'operazione	56
2.2.2. Lettera d'intenti e Due diligence: il closing dell'operazione	67
<b>3. L'INTEGRAZIONE: MODELLI E RISCHI</b>	<b>71</b>
<b>4. FATTORI CRITICI DI SUCCESSO: RILEVANZE EMPIRICHE</b>	<b>76</b>
<b>APPROFONDIMENTI CAPITOLO</b>	<b>80</b>
<b>APPENDICE</b>	<b>89</b>
<b>ACQUISIZIONE STRATEGICA: IL CASO ENEL ED ELETROPAULO</b>	<b>95</b>
<b>1. ENEL: PASSATO ED OBIETTIVI ODIERNI</b>	<b>96</b>
<b>2. LA SOCIETÀ ACQUISITA: ELETROPAULO</b>	<b>99</b>
<b>3. LE FASI DELLA TRATTATIVA</b>	<b>102</b>
<b>4. APPLICAZIONE DELL'IFRS 3: ANALISI CONTABILE DELL'OPERAZIONE</b>	<b>109</b>

<b>BERKSHIRE HEATHWAY: LE ACQUISIZIONI DI WARREN BUFFETT</b>	<b>116</b>
1. STORIA DI UN CONGLOMERATO FINANZIARIO	118
2. IL METODO WARREN BUFFETT PER LE ACQUISIZIONI	122
2.1. Criteri di Business	123
2.2. Criteri di Management	124
2.3. Criteri finanziari	125
2.4. Criteri di mercato	127
3. L'INTERPRETAZIONE DEI BILANCI SECONDO BUFFETT	130
3.1. Il Conto Economico	130
3.2. Lo Stato Patrimoniale	133
3.3. Il Rendiconto Finanziario	139
4. LE ACQUISIZIONI DI BERKSHIRE: BARSHEIMS E GEICO	141
4.1. L'acquisizione di Barsheims	141
4.2. L'acquisizione di GEICO	143
APPROFONDIMENTI CAPITOLO	147
APPENDICE	150
CONCLUSIONE	153
BIBLIOGRAFIA	157
SITOGRAFIA	163

# INTRODUZIONE



Tesi in grafico.

In un contesto in continua trasformazione, l'emergere di nuovi paesi nello scacchiere internazionale, la necessità di elevare barriere protettive e l'esigenza di incrementare il patrimonio cognitivo per l'acquisizione del miglior posizionamento competitivo hanno spinto le imprese ad effettuare in misura crescente operazioni di *Mergers and Acquisitions* (M&A). La storia insegna che i processi di acquisizione avvengono ad ondate: crescite e pause si susseguono inevitabilmente con ritmi asincroni.

Nonostante la crisi del 2007 abbia ridotto il trasferimento di aziende e di partecipazioni in società con maggiore frequenza, ultimamente l'attenzione verso questa modalità di crescita sembra essersi ristabilita ad alti livelli.

L'idea di fondo è che senza un'adeguata crescita l'impresa non ha futuro, “crescere per competere meglio” questo è il paradigma manageriale del successo che, se non ben gestito, può portare a situazioni di difficoltà. Infatti, tali operazioni straordinarie con le quali si va a modificare in modo rilevante la proprietà di una determinata attività imprenditoriale, sono diventate sempre più complesse.

Per questo, alcuni punti del processo vengono definiti particolarmente critici:

la valutazione della società target, la quantificazione dei benefici attendibili dall'integrazione, il livello di prezzo proponibile, il comportamento da tenere durante la negoziazione, l'architettura dell'operazione, le conseguenze finanziarie e fiscali e l'individuazione delle *way out* nelle acquisizioni finanziarie.

Alla luce di quanto detto sopra, l'obiettivo del Lavoro è quello di offrire una presentazione e visione soddisfacente delle motivazioni, dei processi e della contabilizzazione delle acquisizioni, sottolineando, allo stesso tempo, le differenze e i punti in comune che intercorrono tra le acquisizioni strategiche e le acquisizioni finanziarie e dimostrando la capacità di entrambe di produrre valore per le società coinvolte.

Lo scritto tenterà di raggiungere tale obiettivo suddividendosi in quattro capitoli legati da un unico filo conduttore che, partendo dalla disciplina internazionale delle Business Combination, si concentrerà sull'approfondimento dei processi e delle motivazioni delle acquisizioni sostenendo il tutto attraverso la trattazione di due casi studio per tipologia di acquisizione.

Nello specifico il lavoro viene strutturato come segue:

- Capitolo uno: Al fine di circoscrivere il tema centrale della tesi, il primo capitolo verrà dedicato alla disciplina ed evoluzione del principio contabile internazionale dell'IFRS 3R sulle *Business Combination*.

Tale disciplina inizia nel 1981 con i lavori per l'elaborazione dello IAS 22 che, dopo diverse modifiche e revisioni, nel 2008 porta all'emanazione dell'ultima forma dell'IFRS 3Re all'introduzione di un nuovo concetto di business e controllo nel quale rientrano le acquisizioni e la loro regolamentazione internazionale.

La regolamentazione, inoltre, viene modificata nella metodologia di registrazione contabile passando dal *purchase method* all'*acquisition method*.

Tutti questi elementi saranno di fondamentale importanza per capire quando siamo di fronte ad un'operazione di acquisizione e, dunque, come procedere alla sua registrazione contabile.

- Capitolo due: Dopo aver definito il concetto di *Business combination*, lo scritto si concentrerà su un tipo particolare di esse, ovvero, sulle acquisizioni.

La loro trattazione sarà divisa tra le motivazioni e le varie fasi che caratterizzano il processo di acquisizione fino al loro completamento, cercando di evidenziare le differenze presenti tra le acquisizioni strategiche e quelle finanziarie.

Inoltre, sarà interessante notare le complessità da affrontare per la realizzazione di tali operazioni per ogni fase del processo e per le diverse variabili che entrano in gioco.

Tali informazioni saranno importanti per definire ed esaminare i due casi studio presenti rispettivamente nei capitoli tre e quattro con l'obiettivo di rappresentare aspetti contabili, strategici, finanziari e processuali delle acquisizioni.

- Capitolo tre: nel terzo capitolo, con l'ottica di richiamare quanto esposto nel primo e nel secondo capitolo e di sottolineare il tutto con esperienze empiriche, verrà trattata l'acquisizione di Eletropaulo, società di distribuzione energetica in Brasile, all'interno del gruppo Enel.

L'acquisizione rappresenta l'implementazione della *corporate strategy* annunciata nel 2017 dall'amministratore delegato di Enel, Francesco Starace, il quale affermava l'intento del Gruppo di voler ampliare le proprie dimensioni nel mercato del Sud America, portando esperienza, know-how e innovazione.

Il capitolo riporterà, inoltre, l'applicazione passo-passo *dell'IFRS 3R*, con annessa registrazione contabile dell'operazione e rilevazione del *goodwill*.

- Capitolo quarto: in conclusione, al fine di confermare e marcare in maniera più precisa e definita le differenze tra i tipi di acquisizioni già citati più volte, il quarto capitolo analizzerà alcune delle acquisizioni finanziarie realizzate da uno dei più grandi investitori della storia, Warren Buffett.

In aggiunta, il capitolo si focalizzerà, oltre che sui due casi pratici di acquisizione, sul modello applicato da Buffett per individuare e valutare la società target rispetto a quanto visto nel secondo capitolo, mettendone in luce le differenze e le principali caratteristiche.

# L'IFRS 3 e le *Business Combination*: analisi della disciplina

L'*International Accounting Standards Board* (IASB) è un gruppo indipendente di esperti con l'intenzione di emanare dei principi contabili comuni al fine di armonizzare la disciplina contabile nei vari paesi e facilitare così la comparazione dei bilanci aziendali per gli investitori. La disciplina delle *Business combination* inizia nel lontano 1981 con l'*exposure draft E22 accounting of Business Combination* che porta nel 1985 all'emanazione del principio contabile internazionale IAS 22.

Negli anni seguenti lo IASB, con l'obiettivo di rafforzare la veridicità, correttezza e comparabilità dei bilanci, decide di dare inizio ad un progetto di modifica della disciplina che porterà alla soppressione dello IAS 22 nel 2004, sostituito dal nuovo principio IFRS 3, il quale a sua volta verrà rivisto e modificato con l'emanazione del principio finale nel 2008 dell'IFRS 3 revised.

Le principali modifiche apportate dall'IFRS 3R riguardano il metodo di contabilizzazione dell'operazione, passando dal *purchase method* all'*acquisition method*, e una nuova concezione di business e controllo che stanno alla base di tutta la nuova disciplina. Le modifiche hanno il fine di avvicinare quelli che sono i principi IAS/IFRS ai principi contabili US GAAP con il fine di ridurre il gap tra le due discipline ed utilizzare una gamma di principi simili che possano offrire all'investitore la migliore informativa possibile sui documenti di bilancio per elaborare valutazioni e decisioni consapevoli.

Accanto al tema delle *Business Combination* verranno trattati anche i principi IAS/IFRS che sono collegati alla disciplina dell'IFRS 3 per offrire una visione completa ed esaustiva dell'argomento in esame. I principi interessati saranno:

- IAS 22
- IFRS 10
- IFRS 13
- IAS 36

Il fine del capitolo è quello di dare una prima definizione di quello che sono le acquisizioni e del loro trattamento contabile a livello internazionale, per poi passare all'argomento core dello scritto che si svilupperà nel secondo capitolo.

# 1. Evoluzione storica del principio-IAS 22

Il primo principio contabile a trattare del tema delle *Business combination* è stato lo IAS 22. La disciplina riguardava la contabilizzazione di aggregazioni d'impresa ovvero unione d'impresе distinte in un'unica entità, derivante o dall'unione tra le due oppure con l'ottenimento del controllo di una sull'altra. Dalla definizione dunque distinguiamo due tipi di gruppi:

1. *Acquisizioni*: Aggregazione d'impresе dove una ottiene il controllo sull'attivo e sulla gestione delle altre/a in cambio di un corrispettivo<sup>1</sup>.
2. *Pooling of interest*: aggregazione d'impresе in cui i rispettivi soci congiungono il controllo su tutti i loro beni ed attività con la finalità di realizzare una condivisione dei benefici e rischi. Nessuno viene identificato come acquirente.

Indipendentemente dalla modalità con cui avveniva l'aggregazione, il principio era applicato a tutti quei casi che rispettavano le definizioni suddette. Casi particolari in cui il principio non era applicato erano aggregazioni tra impresе sotto comune controllo e joint venture<sup>2</sup>; in queste due circostanze l'elemento mancante per l'applicazione della disciplina era la base sostanziale, ovvero la mancanza di un reale cambiamento della proprietà delle partecipazioni.

Concentriamoci ora su i due gruppi indicati dal principio iniziando da quello delle acquisizioni. Un'acquisizione si ha nel momento in cui nell'operazione di aggregazione è possibile individuare una parte acquirente che ottiene il controllo sull'acquisita.

L'ottenimento del controllo si ha quando: o l'impresa riesce a conseguire più della metà dei diritti di voto dell'altra impresa o, non avendo la maggioranza dei voti, riesce comunque ad ottenere:

- a) Il potere sulla metà dei diritti di voto grazie ad altri accordi;
- b) Il potere di determinare le scelte amministrative o di nominare o rimuovere la maggioranza dei componenti del CdA.

Inoltre, sono indicative dell'esistenza di un'acquirente e dunque di un potenziale controllore i casi in cui il *Fair Value* (FV) di un'impresa è significativamente superiore di quello dell'altra

---

<sup>1</sup> Il corrispettivo può assumere diverse connotazioni, può trattarsi di un trasferimento di beni, del sostenimento di passività, emissione di capitale e/o corrispettivo in denaro.

<sup>2</sup> Le joint venture son un tipo di contratto con il quale due o più impresе si accordano per dar vita ad una nuova società sotto comune controllo per il raggiungimento di un determinato scopo o progetto.

e quando l'aggregazione avviene tramite uno scambio tra contanti contro azioni, l'impresa che cede i contanti è l'acquirente.

Sulla contabilizzazione il vecchio IAS 22 indica due metodi differenti in base al tipo di aggregazione: per l'acquisizione il metodo indicato era il *Purchase Method* basato sul costo, analogamente all'acquisto di altri beni. Al fine dell'applicazione era necessario analizzare i seguenti elementi:

1. **Data di acquisizione:** rappresenta la data in cui si ha l'effettivo passaggio del controllo all'acquirente e la nascita di due obblighi per quest'ultimo:
  - a. includere nel conto economico i risultati della gestione dell'impresa acquisita;
  - b. rilevazione attività e passività identificabili acquisite con eventuali differenze di consolidamento.
2. **Costo di acquisizione:** l'acquisizione viene rilevata al costo che può essere rappresentato da diverse forme di corrispettivo, quali: denaro, altri mezzi di pagamento ed emissione di azioni. Il valore del corrispettivo deve essere stimato al FV alla data di acquisizione, caso più semplice per la stima è rappresentato quando il corrispettivo è corrisposto in denaro<sup>3</sup>.
3. **Rilevazione attività e passività identificabili:** le attività e passività identificabili vengono rilevate alla data di acquisizione se rispettano due condizioni:
  - a. Rispettare definizione di attività e passività data dal Framework<sup>4</sup>;
  - b. È disponibile una valutazione attendibile del loro FV e costo.

La parte del costo di acquisizione che supera il valore del patrimonio netto (PN) rilevato dall'acquisita, dopo aver verificato la correttezza dell'identificazione ed il valore di attività e passività, viene imputata ad avviamento. Se vi è un'eccedenza essa è iscritta tra le attività, mentre se vi è una differenza negativa essa è rilevata tra le passività.

4. **Ripartizione costo di acquisizione:** il valore delle attività e passività identificate deve essere determinato al FV alla data di acquisizione e in base all'eventuale parte di pertinenza degli interessi di minoranza.

Per la valutazione di tali interessi lo IAS 22 individuava due metodi:

---

<sup>3</sup> Nel caso in cui il corrispettivo fosse corrisposto da azioni di nuova emissione per calcolare il FV o viene utilizzato il prezzo delle azioni alla data dello scambio o se non attendibile si prende in considerazione un range temporale più ampio per ottenere una stima più veritiera ed affidabile. Se non esistessero quotazioni il FV del corrispettivo è calcolato in base alla partecipazione proporzionale al FV dell'acquirente o dell'acquisita.

<sup>4</sup> Per la definizione si veda la nota 54.

- a. Trattamento contabile di riferimento: gli interessi di minoranza erano valutati al costo sulla base dei valori ante acquisizione
- b. Trattamento contabile consentito: la valutazione degli interessi di minoranza avveniva al FV<sup>5</sup>.

## 5. Determinazione Fair Value:

“Il *fair value* delle attività e delle passività acquisite deve essere determinato applicando i criteri più opportuni ad ogni tipo di attività e passività. In particolare:

- a) i titoli negoziabili devono essere valutati ai loro valori di mercato correnti;
- b) i titoli non negoziabili devono essere valutati a valori stimati che prendano in considerazione indici quali il rapporto prezzo / utile, i rendimenti del dividendo e i tassi di crescita attesi comparabili di imprese con caratteristiche analoghe;
- c) i crediti devono essere valutati ai valori attuali degli ammontari da riscuotere, calcolati ad un tasso di interesse corrente appropriato, dedotti gli eventuali accantonamenti per perdite su crediti e costi di incasso. L’attualizzazione non è obbligatoria per i crediti a breve termine quando la differenza tra il valore nominale del credito e il suo valore attuale non è rilevante;
- d) rimanenze:
  - i prodotti finiti e le merci devono essere valutati al prezzo di vendita al netto dei costi di vendita e di un ragionevole margine attribuibile all’acquirente;
  - i prodotti in corso di lavorazione devono essere valutati al prezzo di vendita dei prodotti finiti al netto dei costi di completamento, dei costi di vendita e di un ragionevole margine attribuibile al completamento e alla vendita;
  - le materie prime devono essere valutate al costo corrente di sostituzione;
- e) i terreni e i fabbricati devono essere valutati la loro valore di mercato;
- f) gli impianti e i macchinari devono essere valutati al loro valore di mercato, generalmente determinato da una perizia. Quando il valore di mercato non è disponibile a causa della natura degli impianti e dei macchinari, o perché essi sono raramente oggetto di vendita, eccetto quando sono parte di un’azienda in esercizio, essi si devono valutare al costo di sostituzione al netto dell’ammortamento;
- g) attività immateriali (IAS 38), devono essere valutate al *fair value* determinato:
  - con riferimento ad un mercato attivo come definito dallo IAS 38;

---

<sup>5</sup> Vedremo nel paragrafo 2 dedicato all’IFRS 3R come l’elemento degli interessi di minoranza assume un ruolo rilevante nella nuova disciplina per la stima del Full Goodwill.

- se non esiste alcun mercato attivo, stimando quanto si sarebbe pagato per l'acquisto di attività simili da terzi indipendenti, consapevoli e interessati. Tale importo non deve creare o incrementare l'avviamento negativo che origina dall'acquisizione;

h) le attività o passività nette per piani pensione si valutano al valore attuale delle pensioni dovute dedotto il *fair value* di eventuali attività del piano;

i) le attività e passività fiscali devono essere valutate nella prospettiva dell'entità risultante dall'acquisizione. La valutazione deve essere effettuata dopo aver considerato gli effetti fiscali della rideterminazione delle attività e passività identificabili al *fair value* e senza attualizzare i 18 risultati. L'impresa deve rilevare qualsiasi attività o passività fiscale differita risultante dall'acquisizione come attività o passività identificabili al momento dell'acquisizione; conseguentemente, quelle attività e passività fiscali differite influiscono sull'avviamento o sull'avviamento negativo (IAS 12 "Imposte sul reddito");

j) le altre passività si valutano al valore attuale che deve essere corrisposto per estinguere la passività sulla base di tassi di interesse correnti appropriati. L'attualizzazione non è richiesta per passività a breve quando la differenza tra valore nominale e valore attuale non è rilevante;

k) i contratti onerosi e le altre passività identificabili si valutano al valore attuale che deve essere corrisposto per estinguere l'impegno assunto a tassi di interesse correnti appropriati;

l) accantonamenti per la cessazione o per la riduzione delle attività dell'acquisita che sono rilevate secondo quanto previsto dal paragrafo 31, per un ammontare determinato secondo lo schema degli accantonamenti, passività e attività potenziali dello IAS 37.

Quando le indicazioni fornite non fanno espresso riferimento all'uso dell'attualizzazione, essa può essere utilizzata o meno per determinare i *fair value* delle attività e delle passività identificabili" <sup>6</sup>.

6. **Avviamento:** per quanto riguarda l'avviamento l'analisi è suddivisa in tre punti principali:

- Rilevazione e valutazione: qualsiasi eccedenza del costo dell'acquisizione rispetto al FV della quota di PN detenuta dall'acquirente deve essere esposta come avviamento e iscritta come attività. Di solito rappresenta il maggior valore riconosciuto all'azienda in previsione di futuri benefici economici derivanti da sinergie o dai beni che non possono essere rilevati distintamente.
- Iscrizione: iscritto al netto di qualsiasi fondo di ammortamento o perdita durevole di valore.

---

<sup>6</sup> Cfr., IAS 22 "Aggregazione d'impresa" pag. 17

- Ammortamento: l'avviamento deve essere ammortizzato sistematicamente nell'arco della sua vita utile, uguale alla migliore stima del periodo in cui l'impresa percepirà benefici economici futuri<sup>7</sup>. Il metodo di ammortamento è a quote costanti a meno che non vi siano evidenze che portino a pensare che un altro metodo sia più appropriato. Oltre all'ammortamento viene applicato anche l'impairment test<sup>8</sup> solamente al verificarsi di fatti che possano far ipotizzare la nascita di una perdita durevole di valore<sup>9</sup>.

Nel caso in cui il corrispettivo dovesse essere inferiore alla quota di PN controllata l'avviamento è negativo. Il valore dovrà essere iscritto tra le passività e può indicare o che le attività siano state sovrastimate o passività omesse o sottostimate.

#### 7. **Identificazioni successive o variazione del valore delle attività e passività**

**identificate:** se successivamente all'acquisto emergono informazioni che prima non erano disponibili e che possano avere effetti sulla stima del valore dei beni, o che rendano valutabili attività o/e passività che non lo erano per mancanza di requisiti, l'acquirente deve rettificare tali attività e/o passività modificando il costo di acquisizione ed includendo nella rettifica, insieme al cambiamento del FV, l'effetto sull'ammortamento e degli altri cambiamenti che si sarebbero verificati se i FV fossero stati applicati fin dalla data di acquisizione. Anche il valore dell'avviamento può essere rettificato rispettando tali condizioni:

- a. La rettifica non aumenta il valore contabile dell'avviamento oltre il valore di realizzo;
- b. La rettifica deve essere effettuata entro la fine del primo esercizio successivo alla data di acquisizione.

Se le rettifiche sono rilevate dopo il tempo stabilito esse devono essere iscritte a conto economico.

---

<sup>7</sup> Lo IAS 22 prevedeva una disciplina per l'avviamento simile a quella nazionale. Se non si era in grado di stimare la vita utile dell'avviamento (max 20 anni per la disciplina interna) il valore che veniva attribuito in default era 10 anni.

<sup>8</sup> Analizzeremo il tema dell'impairment alla fine di questo capitolo la cui applicazione nel nuovo IFRS 3 è cambiata rispetto al vecchio IAS 22.

<sup>9</sup> Se la stima della vita utile era maggiore di 20 anni, l'impairment test doveva essere svolto ogni anno alla fine dell'esercizio.

Il secondo gruppo di aggregazione d'impreses che ritroviamo nello IAS 22 è l'unione d'impreses. Sono operazioni che avvengono in casi specifici nel momento in cui non è possibile identificare un'acquirente nell'aggregazione. È un'operazione in cui gli azionisti di entrambe le società si associano per assumere congiuntamente il controllo sul totale delle attività condividendone benefici e rischi. Una situazione del genere si realizza se:

- a. Il totale delle azioni ordinarie con diritto di voto è messo in comune;
- b. Il valore economico delle due società si equivale;
- c. Ogni socio deve mantenere gli stessi diritti di voto e partecipazione che possedeva prima dell'operazione.

Se una delle condizioni viene a mancare è probabile che un'acquirente che esercita il controllo possa essere individuato.

Per quanto concerne il metodo di contabilizzazione dell'operazione, quello indicato è *il pooling of interest method*<sup>10</sup> secondo il quale le voci di bilancio delle imprese partecipanti nell'esercizio in cui è avvenuta l'operazione e le eventuali comparative indicate, devono essere incluse nel bilancio d'esercizio delle imprese aggregate come se l'aggregazione fosse avvenuta all'inizio del primo esercizio presentato.

La differenza risultante dal confronto tra l'aumento del capitale sociale e il valore della quota di PN detenuta nella società risultante è imputata a PN. Con tale metodo lo IASB puntava a conservare e rappresentare quelle che sono le caratteristiche peculiari di tale tipo di operazioni ovvero l'assenza di un'acquisizione e la condivisione di rischi e benefici.

---

<sup>10</sup> Si rimanda al paragrafo 2 per l'analisi del cambiamento subito dalla presente disciplina.

## 1.1. Progetto di modifica della disciplina

A partire dal 2001 lo IASB ha deciso di intraprendere un progetto di modifica riguardante la disciplina sulle *Business Combination* al fine di migliorare quella che era la qualità dell'informativa offerta sulla contabilizzazione delle aggregazioni d'impresa e ottenere una convergenza tra IAS/IFRS e US GAAP<sup>11</sup>.

La modifica della disciplina si caratterizza per due fasi con finalità differenti.

La prima fase si concluse nel marzo del 2004 con: l'emanazione dell'IFRS 3, l'eliminazione del *pooling interest method*<sup>12</sup> presente nello IAS 22 e l'introduzione dell'impairment test per l'avviamento in sostituzione della procedura di ammortamento indicata nella vecchia disciplina.

La previsione da parte dello IAS 22 di due metodi di contabilizzazione per le aggregazioni d'impresa lasciava un'ampia discrezionalità ai redattori di bilancio, ostacolando la comparazione degli effetti derivanti da una stessa operazione economica. Per questa ragione nella prima versione dell'IFRS 3 troviamo un unico criterio di contabilizzazione coincidente con il *purchase method of accounting*, evitando arbitraggi tra comportamenti contabili e difficoltà nella comparazione dei bilanci di diverse imprese<sup>13</sup>.

La seconda fase del *Business Combination project* inizia dall'emanazione dell'IFRS 3 e dall'analisi di alcune specifiche problematiche volutamente trascurate nella prima fase del progetto: contabilizzazione *joint venture*, *business combination under common control* e *combination achieved by contract alone*<sup>14</sup>.

La risoluzione di tali problematiche più la volontà di ridurre le difformità tra IAS/IFRS e FAS 141<sup>15</sup> porta nel 2008 all'emanazione dell'IFRS 3R (revised). La più grande novità è quella di considerare tutti i tipi di aggregazione alla stregua di acquisizioni aziendali e di estendere in

---

<sup>11</sup> Rappresenta le *Generally Accepted Accounting Practices*, ovvero i principi contabili USA con il fine di ridurre la disparità delle informazioni finanziarie presentate dalle aziende per permettere un confronto preciso dei dati finanziari tra le imprese. Si applica principalmente alle aziende pubbliche soggette alle regole del SEC (*Securities and Exchange commission*) in modo che gli investitori, gli stakeholder esterni e il pubblico interessato possano confrontare e valutare le informazioni finanziarie di un'azienda.

<sup>12</sup> L'eliminazione del metodo è stata causata dal volere dalla parte dello IASB di evitare che ai redattori di bilancio fosse data la discrezionalità di scegliere tra più metodi, ostacolando così la funzione della comparazione dei bilanci e degli effetti derivanti da una stessa operazione.

<sup>13</sup> Cfr. Perrotta. *Le operazioni di gestione straordinaria – L'applicazione dei principi internazionali alle Business Combination*. P.60, Giuffrè, Milano, 2009.

<sup>14</sup> Cfr. Tartaglia Polcini, *Il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS – Regole e applicazioni*, p.494, Giappichelli Editore, Torino, 2013.

<sup>15</sup> Il FAS 141 è il principio contabile USA che disciplina le *business combination*.

questo modo, l'unico principio di contabilizzazione indicato dalla nuova disciplina a tutte le forme di acquisizione e aggregazioni d'azienda, *l'acquisition method*<sup>16</sup>.

Il metodo si basa sul presupposto che in tutte le operazioni in cui è configurabile un'acquisizione<sup>17</sup> vi è un soggetto che ottiene il controllo su un'azienda o su un ramo d'azienda; per tale assunzione in tutte le *business combination* è possibile riconoscere l'esistenza di un soggetto acquirente, di un business acquisito e di un soggetto cedente<sup>18</sup>.

Essendo questa la sostanza dell'operazione deduciamo che per il principio *della substance over form*<sup>19</sup> a prescindere da quale sia la natura giuridica e formale data dall'operazione, questa debba esser contabilizzata mediante un unico metodo, *l'acquisition method*.<sup>20</sup>

All'introduzione di un unico metodo di contabilizzazione, l'IFRS 3R aggiunge altre 4 novità rispetto alla vecchia disciplina:

1. Definizione *Business Combination* da utilizzare per l'applicazione della disciplina;
2. Valori da assumere in riferimento per l'iscrizione in bilancio della *business Combination*;
3. *Full-Goodwill approach*;
4. Criteri per la contabilizzazione delle *Business Combination* realizzate in più stadi<sup>21</sup>;

Oggetto del prossimo paragrafo sarà un'analisi dettagliata della nuova disciplina introdotta dallo IASB sottolineando le differenze con quella precedente e le novità del nuovo principio.

---

<sup>16</sup> Si rimanda al prossimo paragrafo per l'analisi dettagliata *dell'acquisition method*

<sup>17</sup> Compresa operazione quali scissione, conferimento o cessione d'azienda o rami d'azienda, o di partecipazioni di controllo della società ecc...

<sup>18</sup> Cfr. Cavalieri, Di Carlo, Potito, La rappresentazione in bilancio delle *business combination*. Problematiche relative ai non *controlling interests*, p. 28.

<sup>19</sup> Uno dei principi esaltati dal Framework è quello della sostanza sulla forma. Il framework afferma che il bilancio deve evidenziare quella che è la sostanza economica dell'operazione la quale per essere individuata ha bisogno della considerazione delle clausole contrattuali sostanziali e *dell'unit of account*.

<sup>20</sup> Cfr. Potito, Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese, p. 137.

<sup>21</sup> Tutti i punti eccetto il quarto verranno trattati nel dettaglio nel prossimo paragrafo.

## 2. IFRS 3R

L'obiettivo primario dell'IFRS 3R è quello di migliorare la rilevanza, affidabilità e comparabilità delle informazioni su una *business combination* riportata nel bilancio dell'azienda. Tutto ciò avviene attraverso l'identificazione di principi e requisiti su come l'acquirente riconosce e misura assets e passività identificabili assunte e gli interessi delle minoranze dell'acquisita, dai quali dipende la stima del *Goodwill* o del *gain from Bargain Purchase*<sup>22</sup>.

Elemento essenziale che lo IASB ha voluto sottolineare nella nuova disciplina è la differenza tra business ed asset. Per capire in fondo quale sia la differenza partiamo da quella che è la definizione data di *business combination* dal nuovo principio: “una transazione o altro evento in cui un acquirente ottiene il controllo di uno o più business”. A differenza della precedente versione qui lo IASB tende ad evidenziare la causa sostanziale dell'operazione piuttosto che l'effetto contabile ed aggregativo<sup>23</sup>. Concentriamoci dunque sull'analisi di due elementi centrali per l'applicazione della disciplina che ritroviamo nella definizione sopra: controllo + business.

1. **Controllo:** sono molteplici le modalità con cui un'acquirente può acquisire il controllo di un business, l'IFRS 3R individua le seguenti<sup>24</sup>:
  - Trasferimento disponibilità liquide, mezzi equivalenti o altre attività;
  - Assumendo passività;
  - Emettendo interessenze;
  - Fornendo più tipi di corrispettivi;
  - Acquisizioni tramite contratto, nello specifico l'IFRS 3R individua tre casi nei quali il controllo si trasferisce senza la corresponsione di alcun corrispettivo esplicito:
    - a. L'acquisita riacquista un numero di azioni proprie sufficienti affinché un investitore già esistente ne ottenga il controllo;
    - b. Il venir meno di diritti di voto minoritari che danno la possibilità all'acquirente di ottenere il controllo;

---

<sup>22</sup> Si rimanda al paragrafo 2.4 per la spiegazione della stima del goodwill e del bargain purchase.

<sup>23</sup> Il vecchio IFRS 3 in riferimento alle Business combination recitava: “unione di entità o attività aziendali distinte in un'unica entità tenuta alla redazione del bilancio.

<sup>24</sup> Si rimanda al paragrafo 2.1.1 sull'IFRS 10 per la trattazione del tema del controllo.

- c. L'acquirente e l'acquisita aggregano le proprie attività attraverso accordo contrattuale.

2. **Business:** nell'appendice A dell'IFRS 3R troviamo la nuova definizione di business:

*“An integrated set of activities and assets that is capable of being conducted and managed for the purpose of providing a return in the form of dividends, lower costs or other economic benefits directly to investors or other owners, members or participants”*<sup>25</sup>

a differenza della versione del 2004<sup>26</sup> in quest'ultima non è più richiesto che gli input sommati ai processi diano dei benefici economici, ma bensì, che abbiano l'astratta idoneità a produrli → esaltazione del piano potenziale, la produzione di output non è più un elemento rilevante per la definizione<sup>27</sup>.

In generale gli elementi che di solito compongono un business sono:

- Input: risorsa economica che crei o sia in grado di creare produzione quando le vengono applicati uno o più processi.
- Processi produttivi: qualsiasi sistema, standard, protocollo ecc... che se applicato ai fattori produttivi crei o sia in grado di creare produzione.
- Output: sono dei fattori di produzione e processi applicati ad essi che forniscono o sono in grado di fornire benefici economici agli investitori.

Non sempre è facile riconoscere e distinguere un asset da un business, proprio per questo lo standard setter ha elaborato un framework per permettere ad un'entità di individuare agevolmente un'acquisizione avente come oggetto un business, l'entità deve:

- a. Identificare gli elementi che costituiscono il gruppo acquisito;
- b. Valutare la capacità potenziale del gruppo di produrre output o se è necessario e se è possibile acquistare elementi utili per tale fine;

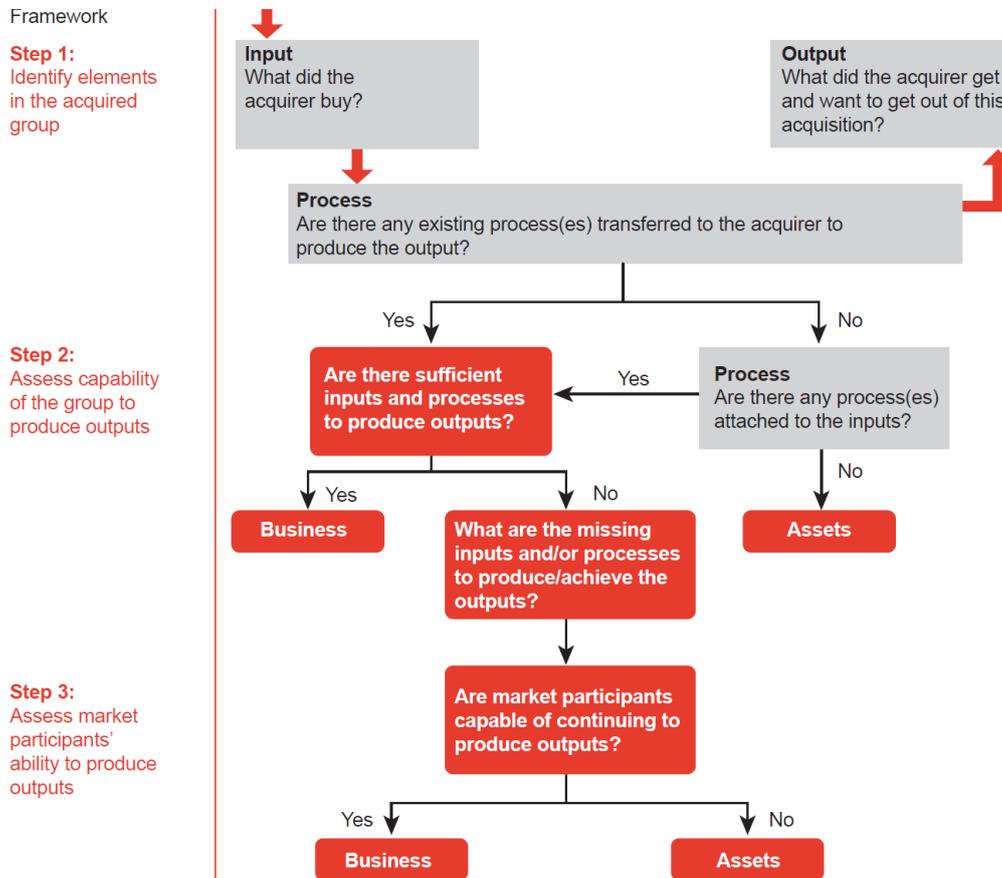
---

<sup>25</sup>IFRS 3R- EC staff consolidated version as of 18 February 2011 FOR INFORMATION PURPOSES ONLY.

<sup>26</sup> Secondo la precedente definizione fornita dall'appendice A dell'IFRS 3, un *business* è “*an integrated set of activities and assets conducted and managed for the purpose of providing: a) a return to investors; or b) lower costs and other economic benefits directly proportionately to policyholders or participants. A business generally consists of inputs, process applied to those inputs, and resulting outputs that are, or will be, used to generate revenues*”.

<sup>27</sup> Anche se non più rilevante ai fini della definizione, comunque la presenza di output può caratterizzare la presenza di un business.

- c. Valutare l'impatto che ogni elemento mancante ha sulla capacità degli operatori di mercato di produrre output assieme al gruppo acquisito.<sup>28</sup>



Step da seguire per valutare se l'acquisizione ha ad oggetto un business<sup>29</sup>.

Dopo aver esaminato gli elementi del controllo e del *business* siamo pronti per andare a definire quelli che sono gli ambiti di applicazione dell'IFRS 3R.

Indipendentemente dalla veste giuridica data dall'operazione e dalla forma contrattuale utilizzata, privilegiando dunque, la sostanza dell'operazione piuttosto che la forma, L'IFRS 3R si applica a tutte le operazioni in cui è riscontrabile un passaggio di controllo dei complessi aziendali tra soggetti economici indipendenti e distinti<sup>30</sup>.

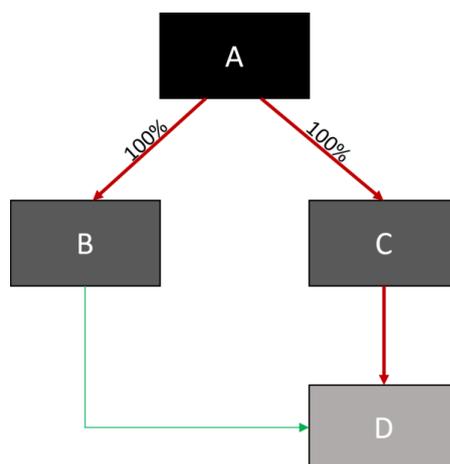
<sup>28</sup> Car. PricewaterhouseCoopers, *Business Combination and Noncontrolling Interests – Application of the U.S. GAAP and IFRS Standards*, Global Second edition 2016

<sup>29</sup> Fonte: PricewaterhouseCoopers, *Business Combination and Noncontrolling Interests – Application of the U.S. GAAP and IFRS Standards*, Global Second edition 2016

<sup>30</sup> A differenza di quanto accade nell'ambito domestico, dove le operazioni straordinarie di riorganizzazione aziendale vengono disciplinate sulla base della loro natura giuridica e senza operare alcuna distinzione tra formazione o meno di una posizione di controllo, nel contesto internazionale si prevede che la rappresentazione contabile delle operazioni riconducibili alle *business combination* non possa mutare per il semplice fatto che operazioni della stessa natura economica hanno vita o vengono inquadrate in strutture giuridiche diverse.

Alla luce di ciò è possibile stilare una lista di operazioni che non vengono qualificate tra le *Business Combination*, esse sono:

- Fusione per incorporazione in cui l'incorporante sia già titolare di una partecipazione di controllo nell'incorporata. → non vi è alcun passaggio del controllo
- Conferimento d'azienda o scissione a favore di società di nuova costituzione. Entrambe le operazioni danno vita a nuove entità economiche → mancanza di una vera e propria acquisizione<sup>31</sup>.
- Joint Venture: disciplinate dall'IFRS 11 che le definisce come un accordo di controllo congiunto tra le parti, esercitato sulle attività nette dell'accordo. Il controllo congiunto fa sì che le decisioni sulle attività rilevanti vengano prese con consenso unanime delle parti che condividono il controllo. Dunque, ai sensi dell'IFRS 3R notiamo la mancanza dell'esercizio di controllo da parte di un unico soggetto rispetto agli altri contitolari dell'iniziativa → non è possibile identificare un'acquirente.
- Aggregazione tra entità sotto comune controllo: siamo di fronte ad un caso di controllo non transitorio → non vi è un reale trasferimento del controllo in quanto le entità partecipanti sono già soggette al controllo di una stessa parte.



**B e C sono interamente controllate da A.**

**A** trasferisce la sua partecipazione in **B** alla controllata **C**. In cambio **C** emette ed assegna azioni ad **A**.

La capogruppo **A** in tal modo continua a mantenere il controllo (diretto) di **C**, e conserva il controllo (indiretto) su **B**, mentre **C** acquisisce il controllo diretto di **B** → **D**

Questa transazione si qualifica come un'operazione tra entità sotto comune controllo, essendo **B** e **C** sotto il comune controllo di **A**.

Illustrazione di Business combination under common control

<sup>31</sup> Il problema per il quale tali operazioni non possono essere classificate come Business Combination è che non vi è un passaggio dell'azienda conferita ad un altro complesso aziendale già esistente che ne acquisisce il controllo.

- Acquisizione di asset o gruppi di assets: se tali assets oggetto dell'acquisizione non rispecchiano quella che è la definizione di business avanzata dal principio, la loro contabilizzazione verrà effettuata secondo *l'asset acquisition method*.<sup>32</sup>

In riferimento al metodo di contabilizzazione, l'unico usato dalla disciplina è *l'acquisition method*. L'abbandono del *purchase method* e l'adozione dell'*acquisition method* è pienamente in linea con la nuova nozione di *business combination*, ed inoltre, sottolinea il fatto che il passaggio del controllo non debba per forza avvenire attraverso una transazione di acquisto (*purchase*)<sup>33</sup> ma anche tramite altro evento<sup>34</sup>.

Il metodo della nuova disciplina si compone di diversi step: identificare l'acquirente, determinare la data di acquisizione, individuare assets e passività identificabili e interessi di minoranza, misurazione *goodwill* o del *gain from bargain purchase*. Tutti questi elementi che compongono l'applicazione del *acquisition method* verranno spiegati ed esposti uno ad uno nei prossimi paragrafi.

---

<sup>32</sup> Secondo tale metodologia l'acquirente deve identificare e rilevare le singole attività identificabili acquisite, imputando il costo d'acquisto sostenuto ai singoli elementi patrimoniali identificabili oggetto di acquisizione, in ragione dei rispettivi fair value alla data di acquisto. L'applicazione del metodo non può, pertanto, condurre in alcun modo alla rilevazione di un avviamento, dovendosi imputare a conto economico qualsiasi eccedenza del costo sostenuto dall'acquirente rispetto ai fair values degli elementi patrimoniali ricevuti.

<sup>33</sup> Infatti, alla parola *purchase* viene sostituita *acquisition* indicando una più ampia gamma di operazioni che possono causare un trasferimento del controllo.

<sup>34</sup> Modalità alternative all'acquisto per il trasferimento del controllo sono già state elencate all'inizio di codesto paragrafo.

## 2.1. Identificare l'acquirente

All'interno dell'operazione di *business combination* una delle società partecipanti dovrebbe essere identificata come acquirente. Di solito l'acquirente coincide con la società che trasferisce cash, assets o sostiene delle passività. Nel caso in cui la contropartita dovesse essere equity, allora usualmente chi emette equity è l'acquirente.

In questo ultimo caso, per essere sicuri che l'acquirente sia la società emittente di interessenze dovremmo andare a considerare i seguenti fattori:

- Distribuzione dei diritti di voto dopo l'acquisizione → l'acquirente dovrebbe essere colui che ne detiene la maggioranza;
- La composizione del CdA, in questo caso l'acquirente dovrebbe essere la società in grado di eleggere, nominare e rimuovere la maggioranza dei membri del consiglio;
- La composizione del management;
- I valori economici delle società partecipanti all'operazione. La società con il valore maggiore spesso è indicata come acquirente.

L'identificazione dell'acquirente è strettamente legata al concetto di controllo. Il controllo è oggetto della trattazione del principio contabile internazionale IFRS 10 il quale venne emanato dallo IASB al fine di regolare e disciplinare la presentazione del bilancio consolidato<sup>35</sup>.

---

<sup>35</sup> Il bilancio consolidato rappresenta un documento consuntivo di esercizio che inquadra quella che è la situazione finanziaria economica e patrimoniale di un gruppo di imprese. La redazione di tale documento è di responsabilità della Capogruppo. Gli elementi caratteristici del documento sono fondamentalmente tre:

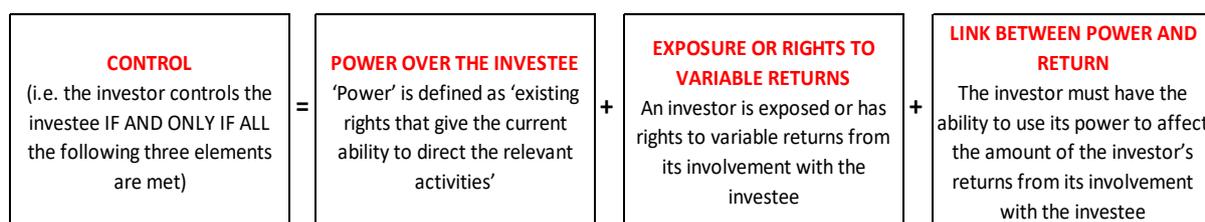
1. Le partecipazioni infragruppo vengono eliminate ed iscritte in contropartita il valore del PN posseduto.
2. Essendo il bilancio del gruppo le operazioni tra le facenti parte del gruppo non devono essere rappresentate, in quanto, nell'ottica di gruppo, rappresenterebbero operazioni opposte.
3. Dai punti sopra indicati possiamo dedurre che il risultato economico del gruppo sarà differente dalla somma dei singoli risultati delle imprese del gruppo stesso.

## 2.1.1. Disciplina del controllo - IFRS 10

L'IFRS 10 concentra il proprio interesse su quelli che sono i bilanci consolidati. Lo scopo è quello di guidare alla presentazione e preparazione di tali bilanci quando un'entità ne controlla altre. Tra i vari passaggi per l'applicazione del principio, per l'argomento che stiamo trattando, quelli su cui ci concentreremo sono due: la definizione del principio di controllo + l'applicazione del principio al fine di identificare la veridicità del rapporto di controllo.

Per verificare la presenza di un controllo il principio individua diversi step che devono essere rispettati:

1. Identificare *purpose* e *design* dell'*investee*<sup>36</sup>;
2. Identificare le sue attività rilevanti (core);
3. Identificare come le decisioni sulle attività core vengono prese;
4. Valutare se l'*investor* controlla *investee*;



The control model<sup>37</sup>

**Identificare *purpose* e *design* dell'*investee*:** quando valutiamo il controllo sull'*investee* la considerazione e l'individuazione dei *purposes* e *design* di esso assumono un ruolo centrale per l'identificazione delle sue attività rilevanti, di come le decisioni vengono assunte, di chi dirige tali attività e chi ne percepisce un ritorno.<sup>38</sup>

Nei casi più semplici il controllo deriva dalla detenzione della maggioranza dei diritti di voto e dalla conseguente capacità di esercitare tali diritti per la determinazione delle politiche operative e finanziarie dell'*investee*. Nel caso in cui i diritti di voto non dovessero rappresentare

<sup>36</sup> L'*investee* sarebbe l'acquisita mentre l'*investor* rappresenta l'ipotetico acquirente.

<sup>37</sup> Fonte: PKF, Summary IFRS 10 consolidated financial statements.

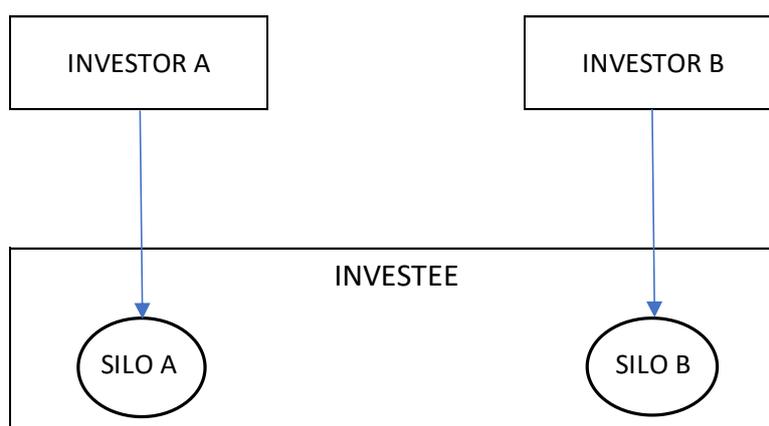
<sup>38</sup> Tutti questi elementi rappresentano la base che deve essere studiata per accertare la presenza o meno di un controllo reale.

il fattore determinante del controllo<sup>39</sup>, gli elementi che dovrebbero esser valutati nella considerazione dei *purposes* e *design* dell'*investee* sono:

- Rischi ai quali l'*investee* è esposto;
- Rischi condivisi con le altre parti;
- Rischi ai quali l'*investor* è esposto.

Se i rischi ai quali l'*investee* è esposto sono elevati e parte di questi rischi influenzano anche l'attività dell'*investor*, allora è probabile che l'*investee* sia sotto il controllo dell'*investor*.

Altro elemento per l'identificazione del controllo, evidenziato anche nella disciplina dell'IFRS 3R, è quello di identificare e sapere distinguere quando si controlla un business o una specifica parte di esso. Questo accade quando le attività controllate fanno riferimento a specifiche passività come se si trattasse di un patrimonio distinto → attività passività e l'equity di quella parte vengono considerate come *separate entity* rispetto all'intero *investee*. Spesso tali entità vengono chiamate silo<sup>40</sup>.



Diagrammatic representation of a 'silo' (deemed separate entity). The assets, liabilities and equity of each of the above 'silo's' are ring fenced from the overall investee and each other<sup>41</sup>.

Se l'*investor* controlla la *Separate Entity*, nel bilancio dovranno essere riportate solamente le informazioni relative a tale entità, le restanti parte dell'*investee* vengono escluse dalla valutazione del controllo e dal consolidamento.

**Identificare le attività rilevanti:** le attività rilevanti vengono definite come quelle attività che più delle altre influenzano il ritorno dell'*investee*<sup>42</sup>.

<sup>39</sup> Esempio presenza di accordi tra altre parti che possono alterare ed ostacolare il potere di controllo dell'*investor*.

<sup>40</sup> Cfr. IFRS 10 B77

<sup>41</sup> Fonte: PKF, Summary IFRS 10 consolidated financial statements.

<sup>42</sup> Esempi di tali attività, ma non limitanti, indicate dal principio sono:

**Identificare come le decisioni vengono assunte:** una volta individuate le attività core bisogna valutare se *l'investor* ha la capacità e possibilità di dirigere tali attività. Dunque, risulta significativo andare a comprendere come le decisioni sulle principali attività vengono prese, al fine di capire se *l'investor* ne gestisce il processo decisionale.

Caso particolare può presentarsi nel momento in cui vi sono due o più investitori che hanno l'abilità di dirigere delle attività rilevanti che nel processo industriale avvengono in due momenti distinti. Per capire chi realmente detiene il controllo dovremmo valutare quale tra gli *investors* dirige l'attività che, più delle altre, influenza il rendimento dell'*investee*.

**Valutare se l'investor controlla l'investee:** Nella gran parte dei casi il controllo deriva dal potere e il potere dai diritti che danno all'*investor* l'abilità di dirigere le attività rilevanti.

L' IFRS 10 tra questi diritti individua:

- a. Diritti di voto e potenziali diritti di voto;
- b. Potere di nominare o rimuovere elementi chiave del management dell'*investee* o di altri organi capaci di dirigere le attività rilevanti;
- c. Potere di dirigere l'*investee* nello svolgere transazioni o cambiarle per i benefici dell'*investor* che dà la capacità a quest'ultimo di influenzare le attività rilevanti dell'*investee* anche se il diritto di dirigerle non è ancora formalmente esercitato<sup>43</sup>.

I diritti che dobbiamo considerare per valutare la presenza del controllo sono del tipo “*substantive rights*”, ovvero diritti che danno la concreta possibilità all'holder di esercitare il potere derivante dal diritto. Per capire se un diritto può essere definito *substantive* gli elementi da studiare sono:

- Esistenza di barriere che influenzano l'esercizio del diritto;
- Meccanismi che facilitano l'esercizio collettivo dei diritti di più parti<sup>44</sup>;
- La parte detenente i diritti beneficerebbe dell'esercizio di essi;

- 
- a. *Selling and purchasing of goods or services;*
  - b. *Managing financial assets during their life;*
  - c. *Selecting, acquiring and disposing of assets;*
  - d. *Researching and developing new products or processes;*
  - e. *Determining a funding structure or obtaining funding;*

<sup>43</sup> anche qui come in altri casi visti fino ad ora ritroviamo l'utilizzo da parte dello IASB del principio della *substance over form*, che in questo specifico caso va a sottolineare come l'elemento rilevante per definire il controllo sia la capacità pratica, ancor prima di quella formale, di poter dirigere le attività dell'*investee*.

<sup>44</sup> Vi possono essere casi in cui l'esercizio dei diritti presuppone un accordo tra più parti. Se manca un meccanismo capace di fornire alle parti la possibilità di esercitare insieme i loro diritti, probabilmente i diritti non sono sostanziali. Maggiore è il numero delle parti richieste per esercitare il diritto più probabile è che essi non siano sostanziali.

- Il diritto è esercitabile quando decisioni sulle attività rilevanti devono essere prese;

di fronte ai *substantive rights* troviamo i *protective rights*. Essi sono definiti come quei diritti utilizzati per proteggere gli interessi dell'*holder* senza dare però potere sull'*investee*, dunque, un *protective holder* non ha nessun potere di controllo sull'*investee*. Esempi di *protective rights* sono<sup>45</sup>:

- “*A lender’s right to restrict a borrower from undertaking activities that could significantly change the credit risk of the borrower to the detriment of the lender*”;
- “*The right of a party holding a non-controlling interest in an investee to approve capital expenditure greater than that required in the ordinary course of business, or to approve the issue of equity or debt instruments*”;
- “*The right of a lender to seize the assets of a borrower if the borrower fails to meet specified loan repayment conditions*”.

Da quanto detto fino ad ora si può notare che il potere di controllo ha diverse sfaccettature che possono andare al di là della semplice detenzione dei diritti di voto. Il controllo che interessa definire allo IASB è un tipo di controllo sostanziale e proprio per questo che in certi casi esso può non coincidere con la detenzione della maggioranza dei diritti di voto in assemblea.

Dunque, possiamo individuare dei casi in cui anche se l'*investor* non possiede la maggioranza dei voti controlla l'*investee* attraverso:

- Accordi contrattuali con altri investitori che permettono all'*investor* di dirigere i loro voti e influenzare così le attività rilevanti dell'*investee*;
- Diritti derivanti da altre tipologie di accordi contrattuali<sup>46</sup>;
- Diritti di voti che non rappresentano la maggioranza dopo aver valutato:
  - a. Dispersione e size dei diritti di voto degli altri azionisti e la propria quantità posseduta<sup>47</sup>;

---

<sup>45</sup> Cfr. IFRS 10 B28.

<sup>46</sup> Esempio riportato dal principio è: “*Voting rights in combination with other decision making rights, can give an investor the current ability to direct the relevant activities of the investee*”

<sup>47</sup> Tenendo in considerazione che più diritti di voto l'*investor* detiene più probabilità ci sono che egli possa dirigere le attività rilevanti, più è grande la differenza tra i diritti di voto posseduti dall'*investor* e gli altri holders maggiore è la probabilità che l'*investor* possa influenzare le attività core. Maggiore è la quantità necessaria delle altre parti che devono agire insieme per contrastare l'*investor* maggiore è la probabilità che egli abbia il controllo delle attività dell'*investee*.

Infatti, nel momento in cui la gestione dipende da chi detiene la maggioranza dei voti e l'*investor* ne possiede una quantità significativa rispetto agli altri *shareholdings* che sono ampiamente dispersi, dopo aver considerato gli aspetti sopra citati, è probabile che l'*investor* controlli l'*investee*.

- b. Detenzione di diritti di voto potenziali<sup>48</sup>;
- c. Diritti derivanti da accordi contrattuali;
- d. Altri fattori o circostanze.

Dopo aver approfondito la tematica del controllo nell'IFRS 10 e prima di passare alla continuazione dell'analisi sull'IFRS 3R, vi è ancora un'altra componente dell'IFRS 10 che merita di essere segnalata data la sua rilevanza nel trattamento contabile degli interessi di minoranza (i quali avranno un ruolo centrale nella determinazione del *full goodwill* nel nuovo IFRS 3). L'IFRS 10 nella sua disciplina identifica tre tipi di controllo che si differenziano l'uno dall'altro per la trattazione degli interessi di minoranza:

1. Teoria della proprietà: si basa esclusivamente sulla detenzione della partecipazione. In base alla percentuale detenuta nel bilancio consolidato rappresenterò solamente la parte di PN corrispondente alla partecipazione. → Consolidamento parziale.
2. Teoria dell'entità: in questo caso il gruppo viene identificato come unica entità, dunque, oltre agli interessi della capogruppo verranno rappresentati, in PN, anche quelli della minoranza formando così un tutt'uno. → Consolidamento integrale.
3. Teoria della capogruppo: come nel caso della teoria dell'entità, il consolidamento anche qui avviene in maniera integrale. In bilancio ritroviamo anche gli interessi di minoranza. La differenza con la teoria precedente è che gli interessi di minoranza non vengono iscritti a PN con quelli della capogruppo ma tra le passività.

Sia la seconda che la terza teoria si basano sul controllo, infatti, anche se non si detiene la totalità dell'investee, nel bilancio si rappresenta comunque il suo intero PN poiché sostanzialmente ne possiedo il controllo.

Tra le tre teorie l'IFRS 10 indica come metodo preferenziale una via di mezzo tra la seconda e la terza, gli interessi di minoranza vengono rappresentati a PN ma distinti da quelli di maggioranza.

---

<sup>48</sup> Potenziali voti sostanziali da soli o considerati insieme agli altri diritti di voto posseduti, possono dare all'*investor* la legittimità di gestire le attività rilevanti. Un esempio è quando un *investor* che detiene il 40% dei voti può raggiungere la maggioranza grazie a dei diritti di voto sostanziali derivanti da opzioni, la cui conversione fa acquisire all'*investor* un più 20% dei diritti di voto.

## 2.1.2. REVERSE ACQUISITION

I criteri osservati fino ad ora assumono un ruolo ancora più decisivo quando si cerca di individuare un'acquirente in quelle situazioni dove capire chi assume il controllo tra i partecipanti alla *Business Combination* può risultare complesso.

Se in alcune situazioni utilizzassimo i criteri dell'IFRS 10 potremmo identificare un soggetto acquirente che non coincide con il controllore sostanziale, ma bensì, con quello formale. Come abbiamo detto più volte, il principio della *substance over form* ci impone di individuare l'acquirente sostanziale, ovvero colui che detiene realmente il controllo.

Di solito situazioni in cui il controllore formale è diverso da quello sostanziale si hanno in quelle combinazioni aziendali realizzate tramite l'emissione di interessenze partecipative del capitale sociale di una delle due società coinvolte nell'operazione di *combination*.

Diversamente da quanto indicato nell'IFRS 10 il soggetto che emette le azioni non sempre può essere identificato come acquirente, poiché non detiene il controllo di fatto. Tale situazione si verifica nelle *Reverse Acquisition*<sup>49</sup>.

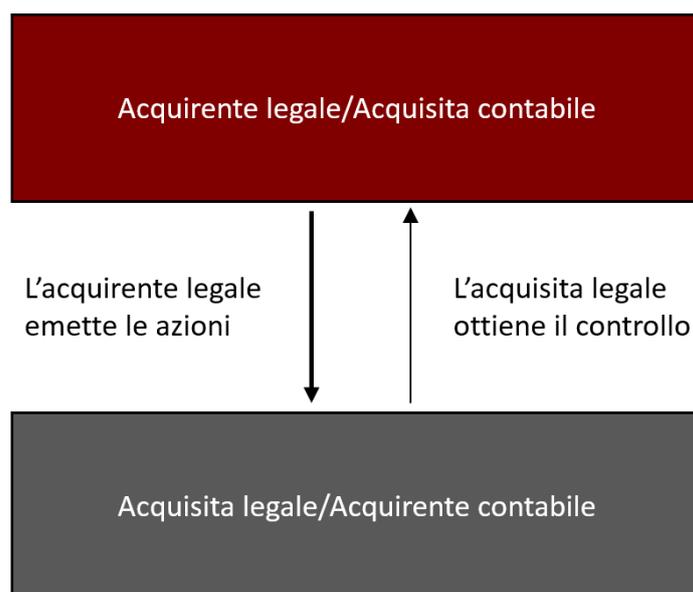
Esempio di *reverse acquisition* si può avere quando un'azienda viene incorporata da un'altra di dimensioni minori e nel quadro delle operazioni si prevede che i dirigenti di quest'ultima siano sostituiti da quelli dell'incorporata. Da qui è evidente come l'acquirente reale non può coincidere con l'incorporante (acquirente formale) che non ha nessun controllo, ma andrà a coincidere con l'incorporata (acquirente sostanziale) che di fatto è la società che assume il controllo sull'entità risultante dalla fusione.

In tali fattispecie i fattori che vengono presi in considerazione per l'identificazione dell'acquirente sono:

- a. Diritti di voto nell'entità risultante dopo la business Combination;
- b. Composizione dell'organo di governo dell'entità risultante;
- c. Composizione del management;
- d. Valori economici delle società partecipanti all'operazione.

---

<sup>49</sup> Cfr. IAS, IFRS 3 Business Combination (revised 2008) - illustrative example.



Rappresentazione grafica *Reverse Acquisition*.

## 2.2. Data di acquisizione

È identificata come la data in cui l'acquirente ottiene il controllo effettivo sull'*acquiree* (acquisita). Di solito tale data coincide con il giorno in cui l'acquirente trasferisce il corrispettivo, riceve assets e assume le passività dell'*acquiree* → *Closing date*<sup>50</sup>.

Tuttavia, il controllo potrebbe anche essere acquisito prima o dopo il *closing date* con, ad esempio, un *written agreement*. In tali casi è opportuno andare a considerare tutti i fattori e le circostanze pertinenti al fine di stabilire con assoluta certezza la data di acquisizione, ovvero, il momento in cui l'acquirente ottiene effettivamente il controllo dell'entità derivante dalla *Business Combination*.

Le maggiori difficoltà per l'individuazione della data sorgono quando siamo di fronte ad un'acquisizione realizzata in più fasi, le così dette *step acquisition*<sup>51</sup> e quando l'acquisizione del controllo avviene senza la corresponsione di alcun corrispettivo. L'aspetto centrale da

<sup>50</sup> La *closing date* solitamente indica la data in cui una transazione di vendita o di acquisto è stata completata. Generalmente il *closing date* coincide con l'*effective date*, ovvero, il giorno effettivo in cui la transazione è stata completata. Questa coincidenza però non si verifica sempre, vi possono essere casi in cui la transazione può verificarsi prima del *closing date*, facendo così discordare le due date.

<sup>51</sup> Operazioni nelle quali il perfezionamento dell'operazione di *business combination* si ha attraverso l'acquisto graduale e successivo di interessenze partecipative nell'*acquiree* ad opera dell'*acquirer*

valutare, come negli altri casi, è il momento nel quale si ha il trasferimento infra-soggettivo del controllo del *business*, con il quale coinciderà la data di acquisizione.

### **2.3. Rilevazione e valutazione delle attività e passività identificabili, acquisite ed assunte e degli interessi di minoranza**

La prima cosa da fare dopo il closing date è andare a rilevare quelle che sono le attività e passività identificabili. A differenza del vecchio IFRS 3 che imponeva la rilevazione in base al costo di acquisizione, la nuova versione introduce l'obbligo di rilevare l'intero FV di tutte le risorse entrate nelle disponibilità dell'acquirente. Si ha così il passaggio dall'orientamento *cost based* a *fair value based*.

Nell'*acquisition method* a differenza che nel *purchase* oggetto di valorizzazione diviene l'acquisita nella sua totalità e non più i singoli assets e liabilities il cui valore era calcolato in riferimento al costo d'acquisto<sup>52</sup>.

Il passaggio al *fair value based* trova spiegazione in tre punti principali:

1. È un tipo di valutazione che più delle altre fornisce delle informazioni complete ai fruitori del bilancio;
2. Il suo utilizzo fa sì che i bilanci tra loro siano più facilmente comparabili;
3. Consente di rappresentare in maniera fedele e puntuale il valore del capitale economico dell'entità oggetto dell'investimento.

L'intento dello *Standard Setter* è quello di voler riconoscere come valore dell'acquisizione un valore quanto più prossimo al valore economico dell'entità acquisita e non al costo di acquisizione sostenuto<sup>53</sup>. A tal punto è necessario illustrare come le attività e le passività identificabili vengono valutate.

---

<sup>52</sup> Nel metodo del *cost based* quello che veniva fatto era: prendere come punto di riferimento il costo di acquisto dell'*acquiree* e distribuire tale valore tra le attività e passività identificate. Nel caso in cui dovesse risultare una differenza tra il valore del costo d'acquisto ed il PN, bisognava capire da dove derivasse: imputare la differenza ad elementi attivi e passivi della controllata, beni intangibili non contabilizzati, fondi rischi ed oneri. Se dopo tale meccanismo risultava esserci ancora una differenza essa veniva attribuita all'avviamento.

<sup>53</sup> Cfr. Della Bella. Le valutazioni per il bilancio-La stima del *full goodwill*. P.56, Egea, Milano, 2010

Prima di tutto per essere rilevate contabilmente, le attività e le passività devono soddisfare, alla data di acquisizione, la descrizione di assets e liabilities che ritroviamo nel Framework<sup>54</sup>, ed inoltre, devono risultare dall'acquisizione: le attività e passività identificate devono essere oggetto dell'operazione.

I rapporti tra le parti precedenti all'operazione non vengono considerati e sono dunque separati da quella che è l'operazione di *business combination*; Esempi di tali rapporti sono:

- Transazioni derivanti da relazioni preesistenti tra acquirente ed *acquiree*;
- Transazioni di rimborso verso l'*acquiree* per aver sostenuto i costi dell'acquirente legati all'acquisizione.

Per quanto concerne la valutazione, L'IFRS 3R richiede di determinare il FV complessivo del *business* di cui si ottiene il controllo alla data di acquisizione poiché lo IASB presuppone che, trattandosi di operazioni che vedono coinvolte parti consapevoli e disponibili, il FV del *business* si distacchi leggermente da quello che è il valore della *consideration transferred*.

Alla luce di ciò, considerando che la misura del FV del corrispettivo risulta solitamente più agevole e attendibile di quello dell'acquisita, lo IASB deduce che esso possa rappresentare il punto di riferimento per il calcolo del FV dell'*acquiree*, pur non costituendone necessariamente l'ammontare<sup>55</sup>. Tale riferimento però non sempre può essere valido per il calcolo del FV dell'acquisita, in questi casi è necessaria una stima puntuale e precisa del FV indipendentemente dal corrispettivo<sup>56</sup>.

---

<sup>54</sup> Definizione *Framework* di attività e passività:

- Attività: entità controllata dall'ente come risultato di eventi passati, da cui sono attesi in futuro potenziali benefici economici. Il controllo implica la possibilità, oltre che all'utilizzo, la trasformazione e di escludere i terzi dall'utilizzo.
- Passività: obbligazione attuale che dell'entità derivante da eventi passati, la cui estinzione è attesa risultare in una potenziale uscita di risorse dall'entità. Le obbligazioni derivano da un accordo giuridico e *constructive obligation*.

<sup>55</sup> Cfr. Perrotta. Le operazioni di gestione straordinaria - l'applicazione dei principi contabili internazionali alle *Business combination*. P.60, Giuffrè, Milano, 2009.

<sup>56</sup> Si pensi ad esempio al caso in cui l'acquirente non trasferisca alcun valore alla data di acquisizione ma ottenga comunque il controllo dell'altra entità a seguito del riacquisto di azioni proprie ad opera di quest'ultima, oppure alla situazione in cui l'operazione di *business combination* abbia luogo sotto coercizione o il cedente sia costretto ad accettare il prezzo dell'operazione perché è in stato di necessità. Una transazione che sicuramente non può costituire una base significativa per la determinazione del valore equo del business acquisito si ha anche nell'ipotesi di acquisto di una quota minima nel capitale dell'acquisita, per esempio del 5%, grazie alla quale però l'acquirente ottiene il controllo dell'entità di cui già possedeva una partecipazione di minoranza qualificata. Può accadere anche che semplicemente la misurazione del controvalore delle attività trasferite per l'acquisizione del controllo sia di più difficile stima del *fair value* dell'acquisita.

Al fine di comprendere al meglio quale sia il significato di FV e come esso venga determinato secondo i principi contabili internazionali, apriamo una piccola parentesi su quello che è l'IFRS 13.

### **2.3.1. IFRS 13-Stima del fair value**

Publicato nel 2011 dallo IASB rappresenta un quadro di riferimento per la valutazione del *Fair value*.

Il *Fair value* viene definito dalla disciplina come “il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un'attività, ovvero, che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione di mercato alla data di valutazione”<sup>57</sup>.

Lo IASB vuole che si rispetti una precisa e rigida gerarchia per la selezione degli input da utilizzare nella determinazione del FV. La gerarchia si fonda su tre livelli di input:

1. Il FV viene valutato prendendo in considerazione gli input rappresentati dai prezzi del mercato dell'azienda oggetto della valutazione. È l'input più affidabile poiché prevede che la stima si basi su prezzi quotati su un mercato attivo per attività e passività disponibili all'azienda alla data di misurazione.
2. Il FV viene determinato prendendo in considerazione gli input che riflettono prezzi di imprese comparabili. Tale secondo livello è utilizzato solo se manca la disponibilità degli input di primo. Le informazioni che potranno essere assunte in questo caso sono: prezzi quotati sul mercato non attivo per attività e passività identiche, tasi d'interesse, curve dei rendimenti, spread creditizio ed input corroborati dal mercato<sup>58</sup>.
3. Il FV è determinato ricorrendo ad input non osservabili sul mercato. Vengono prese in considerazione le assunzioni che i partecipanti di un ipotetico mercato farebbero nel definire il prezzo per un'attività e/o passività.

Indipendentemente dall'uso degli input la determinazione del FV può avvenire secondo tre principali tecniche valutative:

---

<sup>57</sup> IASB, IFRS 13.

<sup>58</sup> Cfr. IASB, IFRS 13, Fair value Measurement, paragraph 82.

1. Income Approach: il valore economico dell'entità oggetto dell'acquisizione dipende dai flussi reddituali potenziali che l'azienda è capace di generare in futuro → attualizzazione dei flussi attesi futuri<sup>59</sup>.
2. Market Approach: in questo caso il valore economico deriva dal confronto con aziende comparabili mediante informazioni sui prezzi del mercato o di transazioni effettivamente avvenute per tali imprese comparabili. Per tale approccio il metodo utilizzato per la maggiore è quello dei multipli<sup>60</sup>.
3. Cost Approach: considera l'ammontare necessario richiesto per andare a sostituire le capacità di servizio di un'attività equivalente a quella da valutare → costo di sostituzione corrente.

## 2.4. Rilevazione e valutazione del Goodwill o del Bargain purchase

La metodologia prevista per la quantificazione dell'avviamento (*goodwill*) è uno degli elementi che più distingue l'IFRS 3R dalla sua vecchia versione.

Nel *purchase method* l'acquisizione veniva percepita come una normale operazione d'acquisto dove veniva rilevato il costo di essa e poi allocato tra le attività e passività acquisite. Se dopo l'allocation fosse emersa una differenza di valore, essa doveva essere imputata all'avviamento → avviamento come funzione del prezzo corrisposto.

COSTO AGGREGAZIONE AZIENDALE	-	PARTECIPAZIONE AL FAIR VALUE NETTO DELLE ATTIVITA' NETTE IDENTIFICABILI DELL'ACQUISITA	=	GOODWILL OR NEGATIVE GOODWILL
---------------------------------	---	---	---	----------------------------------

*Calcolo Goodwill nel purchase method.*

<sup>59</sup> Tale tipo di approccio nella disciplina di valutazione d'azienda fa parte della famiglia dei metodi indiretti di valutazione. I metodi indiretti a loro volta si dividono in metodi stock e di flusso, tra quest'ultimi troviamo il metodo reddituale e quello finanziario. Entrambi si basano sulla previsione attraverso varie analisi dei flussi futuri attesi che poi dovranno essere attualizzati secondo il sistema mi consono ai fini della valutazione.

<sup>60</sup> Tale approccio fa parte della famiglia dei metodi diretti di valutazione d'azienda. Tra questi metodi ritroviamo proprio il metodo dei multipli che basa la valutazione della azienda attraverso l'individuazione di aziende comparabili e l'utilizzo di multipli formati da grandezze significative dell'azienda.

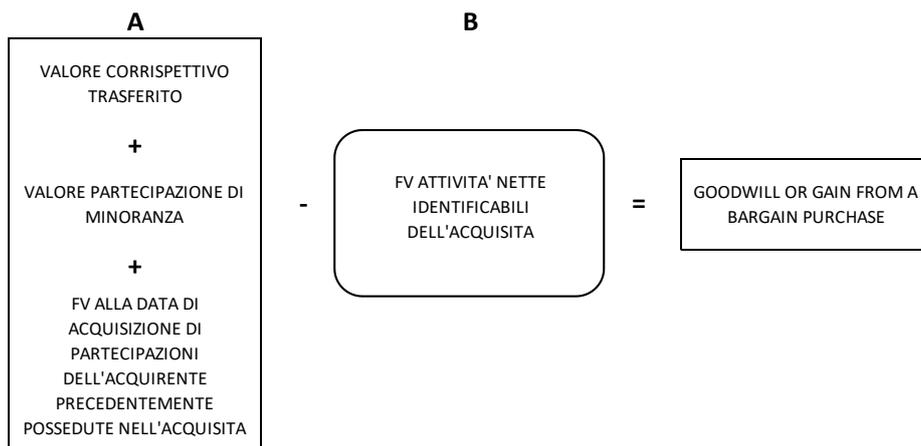
È da sottolineare che nel *purchase method* veniva utilizzata la teoria della capogruppo per la redazione del bilancio consolidato.<sup>61</sup> con tale teoria nel bilancio consolidato il *goodwill* che viene iscritto dopo una *business combination*, faceva riferimento solamente a quella porzione appartenente alla quota di controllo, senza andare a considerare quote di avviamento riferibili ai soci di minoranza.

L'attuale versione dell'IFRS 3 introduce un approccio differente il *full goodwill*. Esso richiede l'iscrizione in bilancio consolidato, non solo della parte di *goodwill* imputabile al soggetto che detiene il controllo, ma anche di quella di pertinenza delle minoranze.

Il *goodwill* viene considerato come un asset autonomo e come tale deve essere iscritto al suo intero ammontare a prescindere dalla partecipazione nel capitale dell'acquisita. La finalità è quella di far emergere l'intero *goodwill* dell'*acquiree* e non solamente quello dato dalla differenza tra corrispettivo e FV dei net assets, spostando così l'attenzione della disciplina dal prezzo del corrispettivo all'acquisizione del controllo di un business → dalla teoria della proprietà si passa a quella dell'entità<sup>62</sup>.

Da questo ragionamento deriva un nuovo calcolo<sup>63</sup> per il *goodwill* che comprende la sommatoria di diverse componenti confrontata con il FV dei net assets. Nello specifico il paragrafo 32 del principio illustra come il *goodwill* sia uguale ad A-B:

- A. Somma tra il corrispettivo trasferito + partecipazioni precedentemente possedute + valore interessi di minoranza.
- B. Il valore del patrimonio netto dato dalla differenza tra assets e liabilities identificate.



Calcolo del *goodwill* nell'*acquisition method*.

<sup>61</sup> Si rimanda al paragrafo 2.1.1 sul principio contabile IFRS 10 per la spiegazione della teoria.

<sup>62</sup> Si rimanda al paragrafo 2.1.1 sul principio contabile IFRS 10 per la spiegazione della teoria.

<sup>63</sup> Cfr. Deloitte, *Business combination and changes in ownerships interests. A guide to the revised IFRS 3 and IAS 27*.

Se  $A > B$  siamo in presenza di un *goodwill* che dovrà essere rilevato nell'attivo dello stato patrimoniale dell'acquirente. Nel calcolo del valore risulta cruciale il come si valutano gli interessi di minoranza. Il principio indica due strade da poter percorrere:

1. Gli interessi di minoranza vengono calcolati secondo il FV della parte di PN non acquisita → *Partial goodwill approach*;
2. Gli interessi di minoranza sono calcolati al loro FV → *Full goodwill approach*.

È con l'utilizzo del secondo metodo che viene ad essere esposto in bilancio consolidato il valore del *goodwill* nella sua interezza, ovvero, una parte riferita alla quota di controllo e un'altra riferita ai non *controlling interests*.

In questo modo il FV dei non *controlling interests* può risultare maggiore della relativa quota di PN riferita alle minoranze, rilevando così un *goodwill* delle partecipazioni di minoranza.

Nonostante la modifica della disciplina appena descitta, questo approccio non è riuscito ad ottenere un consenso tale a far sì che prevalesse sul *partial goodwill approach* <sup>64</sup>

Nel caso in cui dovesse essere B ad essere maggiore di A saremmo di fronte ad un *gain from bargain purchase* ed il valore dovrà essere iscritto nella sezione di conto economico di *profit and loss*. A differenza della disciplina domestica<sup>65</sup> lo IASB disconosce la possibilità che l'avviamento negativo possa rappresentare la previsione di perdite future. Spesso, comunque, la presenza di un avviamento negativo non è dovuta ad un buon affare, ma da errori nella quantificazione dei FV alla data di acquisizione. Proprio per questo prima di iscrivere tale risultato, bisogna accertarsi di aver identificato tutti gli assets e passività e che non siano presenti elementi aggiuntivi ai quali potrebbe essere attribuita la differenza di valore emersa dall'operazione di *business combination*. Dunque, è necessario una revisione delle procedure di misurazione descritte dal principio riguardanti:

- Assets;
- Passività;
- Interessi di minoranza;

---

<sup>64</sup> Per l'illustrazione grafica del *full goodwill approach* e *partial goodwill approach* si veda l'appendice del capitolo.

<sup>65</sup> Nella disciplina nazionale l'emersione di un avviamento negativo viene ricondotta a due distinte ragioni: a) prospettive di reddito sotto-normali; b) conclusione di un buon affare. Nel primo caso si contabilizza in un apposito Fondo di consolidamento per rischi e oneri futuri, tra le passività patrimoniali consolidate, che sarà utilizzato negli esercizi futuri in modo da riflettere le ipotesi assunte in sede di sua stima alla data di acquisizione, quindi, a prescindere dall'effettiva manifestazione delle perdite attese, rilevando l'utilizzo con separata evidenza nei proventi straordinari; mentre nel secondo caso si contabilizza per intero come riserva di consolidamento. Sul punto si veda SOSTERO, Bilancio Consolidato, p.237.

- Corrispettivo trasferito.

Il fine è di assicurarsi che la valutazione rispecchi tutti i dati disponibili al momento della *acquisition date*.

Una volta verificato che non vi siano stati errori nel processo di stima dei FV, si potrà procedere con la rilevazione in bilancio dell'effettivo *gain from bargain purchase*<sup>66</sup>.

### 3. Trattamento del *goodwill* post-iscrizione- IAS 36

Abbiamo visto come quando l'aggregato A sia maggiore di B e la valutazione degli elementi sia avvenuta in maniera corretta seguendo gli step della disciplina dell'IFRS 3R, la differenza viene imputata all'avviamento o *goodwill*.

L'avviamento è considerato come un elemento residuale, esso non può essere identificato fin da subito in quanto non controllabile, per questo, la sua scrittura in bilancio rappresenta un'eccezione per l'IFRS 3R.

La sua vita utile è indefinita poiché difficile da determinare, infatti, per i principi contabili internazionali non è soggetto ad ammortamento ma alla procedura annuale di impairment.

La procedura di impairment è disciplinata dallo IAS 36. È una procedura con la quale si valuta la svalutazione o perdita durevole di valore degli assets, paragonando il valore contabile con il maggior valore tra il FV e il valore d'uso dell'asset.

Vi sono circostanze in cui la procedura diventa obbligatoria e viene svolta alla fine di ogni anno. Tali circostanze fanno riferimento a quei beni con vita utile illimitata come l'avviamento nell'ottica internazionale<sup>67</sup>.

Lo IASB identifica sei componenti dell'avviamento:

1. Eccedenza: differenza tra il valore contabile e il FV di attività acquisite e passività assunte.

---

<sup>66</sup> il quale potrà trovare manifestazione quando, come previsto dallo stesso IFRS 3R, il cedente si trovi in stato di necessità di liquidità o di squilibrio finanziario per cui è costretto ad accettare il prezzo dell'operazione. Di solito è raro assistere ad una business combination in cui risulti un *gain from bargain purchase* proprio per l'assunzione da parte dello IASB di soggetti disponibili e razionali.

<sup>67</sup> Per quanto riguarda la disciplina interna l'avviamento iscritto in bilancio viene ammortizzato a quote costanti lungo la sua vita utile. Il periodo può essere stimato massimo entro i 20 anni, se non si è in grado di effettuare una stima il valore assunto in default è 10 anni.

2. La presenza del FV di attività che non erano state precedentemente contabilizzate.
3. FV dell'elemento di continuità aziendale, ovvero la plusvalenza che genera la gestione del business.
4. FV delle sinergie che nascono per la correlazione tra i due business.
5. Sopravvalutazione del corrispettivo
6. Overpayment: il corrispettivo è stato stimato in maniera adeguata, ma ha un valore comunque troppo elevato rispetto al business acquisito.

Si osserva che le prime due componenti e le ultime due non possono essere considerate secondo una nozione economica di *goodwill*, in quanto non derivano dalla capacità futura dell'impresa oggetto dell'investimento di creare reddito. Solo la terza e la quarta componente rappresentano il "*core goodwill*" ovvero le componenti effettive del *goodwill* dell'acquisita.

Quanto detto fin ora fa riferimento a quello che è l'avviamento acquistato in seguito ad un'operazione. Come sappiamo il *goodwill* generato internamente non può essere iscritto in bilancio, ma se l'avviamento acquistato iscritto in bilancio nel tempo non perde valore e non viene ammortizzato ciò può portare indirettamente all'iscrizione di un *goodwill* generato internamente.

L'avviamento come gli altri assets è destinato a consumarsi nel tempo<sup>68</sup>. Se l'impairment test mostra che il valore recuperabile<sup>69</sup> è maggiore del valore contabile in bilancio scriverò sempre lo stesso valore. La parte di avviamento consumata nel tempo sarà stata rimpiazzata dal *goodwill* generato internamente → *shielding school*<sup>70</sup>.

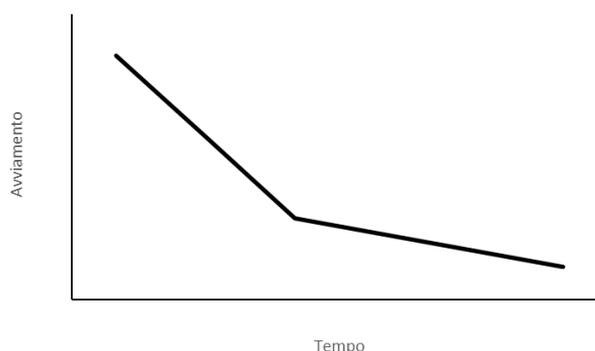


Figura 9. Relazione avviamento-tempo

<sup>68</sup> Vedi figura 9.

<sup>69</sup> Il valore recuperabile è maggior valore tra il FV e il valore d'uso dell'asset

<sup>70</sup> *Shielding school* è il nome del fenomeno che si verifica quando il valore dell'avviamento acquisito dopo un'operazione nel tempo non perde il suo valore poiché la parte persa viene rimpiazzata dall'avviamento interno dell'azienda.

## APPENDICE

Con riferimento alla nota 64 si illustra un confronto tra *full goodwill approach* e *partial goodwill approach*<sup>71</sup>.

Supponiamo che la società A acquisisca il 60% della società B per un corrispettivo in cash uguale a 1000.

- Nello stato patrimoniale della società A troveremo tale partecipazione iscritta in bilancio.

BALANCE SHEET OF A (POST ACQUISITION INTEREST B)	
PLANTS AND EQUIPMENTS 850	LIABILITIES 2500
EQUITY INTEREST IN B 1000	
LOANS & RECEIVABLES 2000	EQUITY 1350

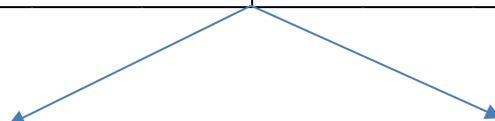
- Alla data di acquisizione valuteremo il FV dei net assets identificati di B:

<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th colspan="2">BALANCE SHEET OF B (BEFORE ACQUISITION)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td style="width: 50%;">INTANGIBLE ASSETS 300</td> <td style="width: 50%;">LIABILITIES 300</td> </tr> <tr> <td>LOANS &amp; RECEIVABLES 250</td> <td></td> </tr> <tr> <td>INVENTORY 40</td> <td>EQUITY 350</td> </tr> <tr> <td>CASH 60</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	BALANCE SHEET OF B (BEFORE ACQUISITION)		INTANGIBLE ASSETS 300	LIABILITIES 300	LOANS & RECEIVABLES 250		INVENTORY 40	EQUITY 350	CASH 60			<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th colspan="2">BALANCE SHEET B (FAIR VALUE NET ASSETS AT ACQUISITION DATE)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td style="width: 50%;">INTANGIBLE ASSETS 400</td> <td style="width: 50%;">LIABILITIES 300</td> </tr> <tr> <td>LOANS &amp; RECEIVABLES 250</td> <td>DEFERRED TAX LIABILITY 50</td> </tr> <tr> <td>INVENTORY 40</td> <td>EQUITY 400</td> </tr> <tr> <td>CASH 60</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	BALANCE SHEET B (FAIR VALUE NET ASSETS AT ACQUISITION DATE)		INTANGIBLE ASSETS 400	LIABILITIES 300	LOANS & RECEIVABLES 250	DEFERRED TAX LIABILITY 50	INVENTORY 40	EQUITY 400	CASH 60	
BALANCE SHEET OF B (BEFORE ACQUISITION)																						
INTANGIBLE ASSETS 300	LIABILITIES 300																					
LOANS & RECEIVABLES 250																						
INVENTORY 40	EQUITY 350																					
CASH 60																						
BALANCE SHEET B (FAIR VALUE NET ASSETS AT ACQUISITION DATE)																						
INTANGIBLE ASSETS 400	LIABILITIES 300																					
LOANS & RECEIVABLES 250	DEFERRED TAX LIABILITY 50																					
INVENTORY 40	EQUITY 400																					
CASH 60																						

- Adesso iscriviamo i net asset identificati di B nel bilancio di A al loro FV:

<sup>71</sup> Fonte: E. Pinto, slide di Valutazione ed Operazioni straordinarie, Acquisizioni.

BALANCE SHEET A (AFTER BUSINESS COMBINATION)	
PLANTS AND EQUIPMENTS 850	LIABILITIES 2800
INTANGIBLE ASSETS 400	
LOANS & RECEIVABLES 2250	
INVENTORY 40	DEFERED TAX LIABILITY 50
CASH 60	EQUITY
GOODWILL OR FULL GOODWILL	



BALANCE SHEET A (AFTER BUSINESS COMBINATION)	
PLANTS AND EQUIPMENTS 850	LIABILITIES 2800
INTANGIBLE ASSETS 400	
LOANS & RECEIVABLES 2250	
INVENTORY 40	DEFERED TAX LIABILITY 50
CASH 60	EQUITY 1510
GOODWILL 760	

**PARTIAL GOODWILL APPROACH**

BALANCE SHEET A (AFTER BUSINESS COMBINATION)	
PLANTS AND EQUIPMENTS 850	LIABILITIES 2800
INTANGIBLE ASSETS 400	
LOANS & RECEIVABLES 2250	
INVENTORY 40	DEFERED TAX LIABILITY 50
CASH 60	EQUITY 1550
FULL GOODWILL 800	

**FULL GOODWILL APPROACH**

La differenza tra i due approcci è che nel *partial goodwill* gli interessi di minoranza sono stati valutati al FV della quota di PN (B) restante  $\rightarrow (1 - 60\%) * 400 = 160$

Mentre nel *full goodwill approach* la quota degli interessi di minoranza è stata calcolata al loro FV  $\rightarrow 200$ .

Dal primo approccio nasce un *goodwill* di 760, mentre dal secondo un *full goodwill* di 800

- Partial goodwill:  $1000 + 160 - 400 = 760$
- Full goodwill:  $1000 + 200 - 400 = 800$

$\rightarrow 200 - 160 = 800 - 760 = 40$ . Differenza derivante dal diverso approccio e, dunque, dalla valutazione degli interessi di minoranza.

# Le acquisizioni: motivazioni e processo

Dopo aver spiegato la definizione di *Business Combination* per i principi contabili internazionali, ed aver così circoscritto il campo d'interesse di questo documento, in questo secondo capitolo da una trattazione prettamente teorico-contabile si passa all'analisi delle motivazioni e del procedimento pratico che caratterizzano le acquisizioni con il fine di offrire una visione a 360 gradi di tali operazioni.

Considerate le condizioni di mercato odierne caratterizzate da una forte globalizzazione e competitività, diversi operatori economici hanno individuato nel trinomio crescita-diversificazione-investimento in risorse umane l'imperativo strategico per competere in tale sistema. Tuttavia, non tutte le imprese hanno la possibilità di disporre di ingenti risorse finanziarie per intraprendere un percorso di crescita interna, dunque, l'alternativa più valida è una crescita per linee esterne tramite operazioni di *Merger and Acquisition* (M&A). la scelta tra crescita interna ed esterna equivale ad un *make or buy* dove è essenziale valutare vantaggi e svantaggi che le alternative presentano.

L'articolo di M. Snichelotto e A. Pegoraro (2009) definisce le acquisizioni come un'integrazione totale o parziale delle funzioni gestionali delle imprese coinvolte in un'unica struttura, che per questo motivo può essere in grado di generare delle sinergie economiche o, nel caso delle acquisizioni finanziarie, capital gains derivanti dallo sfruttamento di opportunità sul mercato.

Le acquisizioni si dividono in tre tipi: orizzontali, verticali e conglomerali; ognuna di queste, punta a raggiungere dei benefici differenti come benefici operativi che riguardano principalmente il lato produttivo dell'impresa o benefici finanziari che sono legati alle possibilità dell'impresa di reperire capitale a buon costo. Il loro approfondimento sarà oggetto del seguente capitolo che, oltre a spiegare le principali motivazioni e quindi benefici delle acquisizioni, si concentrerà sulla trattazione delle tre macro-fasi del processo di acquisizione con esempi e approfondimenti relativi.

Le informazioni ricavate da questa parte del documento saranno importanti per andare a definire ed esaminare i due casi studi oggetto dei capitoli due e tre che punteranno a rappresentare empiricamente aspetti contabili, strategici e processuali dell'operazione di acquisizione.

# 1. Perché acquisire un'impresa: motivazioni alle acquisizioni

È noto come le imprese siano delle organizzazioni orientate alla crescita. Tale inclinazione può essere spiegata da due punti di vista:

- Soggettiva: la crescita è un fattore insito nel DNA dell'impresa e del management alimentato dal desiderio di raggiungere posizioni di successo;
- Oggettiva: la crescita è necessaria per rispondere alla competitività e alle ragioni del mercato. Tale tipo di crescita deriva da analisi strategiche basate su elementi esclusivamente razionali.

Spesso la spinta alla crescita è correlata al mutamento dello scenario economico di riferimento, diventa dunque centrale la capacità di sapersi muovere in coerenza con il dinamismo del mercato e il saper allocare le risorse secondo nuovi schemi e direzioni<sup>72</sup>.

L'obiettivo principale di questo processo è quello di creare valore per l'impresa, tema che diventa centrale quando parliamo di crescita. Negli anni sono stati dati diversi contributi a questo argomento, tra questi è importante ricordare il pentagono ideato dalla società statunitense di consulenza Mckinsey che per prima ha posto l'enfasi sul concetto differenziale progressivo di valore. Il differenziale consiste nella capacità dell'azienda di percepire l'esistenza di spazi di miglioramento e di intervenire di conseguenza con particolari iniziative di ristrutturazione (vedere figura sotto).

Il passaggio da una fase all'altra del modello evidenzia l'attività dell'azienda nel ricercare i gap di valore da colmare attraverso interventi di riassetto operativo, riassetto di portafoglio e riassetto finanziario<sup>73</sup>. Attraverso lo studio del modello di Mckinsey ed altri di cui non parleremo in questo scritto<sup>74</sup>, possiamo raccogliere le modalità di creazione di valore in cinque aree principali:

---

<sup>72</sup> La capacità di un'impresa di sapersi muovere in coerenza con il mercato è chiamato orientamento proattivo. L'impresa è capace di anticipare i cambiamenti del mercato e di riorganizzarsi internamente al fine di sfruttare le nuove tendenze.

<sup>73</sup> Cfr., V. Conca, *“Le acquisizioni, Valutare e gestire i processi di crescita”*, Egea spa, Milano, 2010.

<sup>74</sup> Per l'approfondimento degli altri modelli si rimanda a Conca V., *“Le acquisizioni, Valutare e gestire i processi di crescita”* pag. 11.

1. Ristrutturazione attivo: miglioramento della struttura operativa incidendo esclusivamente sull'attivo dello stato patrimoniale dell'azienda;
2. Ristrutturazione finanziaria: modifica delle politiche finanziarie per ottenere miglioramento dei flussi di cassa;
3. Ristrutturazione societaria: ridisegno delle strutture societarie attraverso attività di delocalizzazione e/o strutturazione di società all'estero<sup>75</sup>;
4. Operazioni sul mercato finanziario: utilizzare strumenti del mercato di capitali per sostenere lo sviluppo dell'azienda;
5. Operazioni di M&A (*Merger and Acquisition*): rappresentano l'opzione su cui si concentrerà il lavoro in esame.

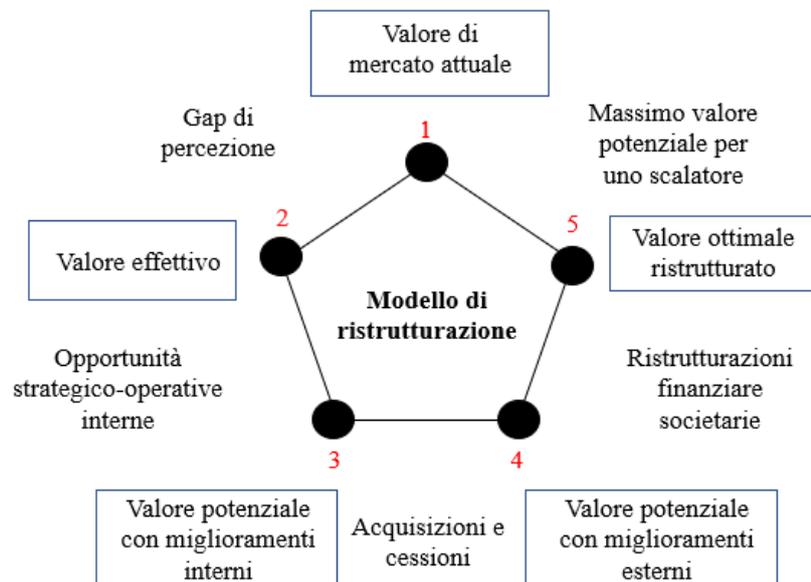


Figura 1: Il modello di McKinsey per la valutazione delle opportunità di creare valore<sup>76</sup>.

Alla decisione di intraprendere un percorso di crescita attraverso un'operazione di M&A si contrappone la possibilità di investimento interna, ovvero di crescita interna, con cui la crescita esterna deve essere confrontata per valutarne convenienza e fattibilità → decisione *Make or Buy*<sup>77</sup>; la grande mole di variabili da tenere in considerazione rende l'analisi difficile e complessa.

<sup>75</sup> Si intende la creazione di holding di partecipazione e di holding finanziarie.

<sup>76</sup> Fonte: T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, "Valuation. Measuring and Managing the value of Companies", New York, Wiley, 1990, pag. 35.

<sup>77</sup> Tale confronto segue i principi della classica analisi costi-benefici: la decisione finale non può prescindere da una valutazione che metta a confronto i pro e i contro di entrambe le alternative.

In generale, si può affermare che la crescita interna goda di una maggiore flessibilità ed è maggiormente sentita e condivisa dal complesso societario rispetto all'alternativa esterna, che dal punto di vista finanziario e tecnologico, sembra essere più rigida vincolando la possibilità di manovra del management<sup>78</sup>.

Tali considerazioni sembrano portare ad un giudizio di preferenza per la crescita interna, ma allora perché ormai le imprese considerano come sempre più attrattive le possibilità di soluzioni esterne?

Lo sviluppo interno presenta una serie di limiti riconducibili innanzitutto all'elemento temporale. I tempi lunghi possono ostacolare un'azienda che ha bisogno di acquisire velocemente delle risorse per poter rimanere al passo dei competitors. Altri limiti che possono essere riscontrati sono il reperimento di risorse specifiche, barriere all'entrata di un determinato settore o limiti di ampliare la propria quota in mercati saturi.

Dunque, è probabile che gli effetti indotti dalla crescita esterna<sup>79</sup> superino di gran lunga quelli che sono i suoi aspetti negativi → vantaggi > svantaggi<sup>80</sup>.

Vantaggi come la dimensione temporale e la rapidità di accesso a fattori di mercato e a competenze scarse appaiono sicuramente come le motivazioni principali di attrazione, oltre alla possibilità di ottenere effetti sinergici vari<sup>81</sup> e di investire in settori caratterizzati dalla forte innovazione<sup>82</sup>.

Le acquisizioni insieme alle fusioni possono avvenire principalmente in due modi:

- Amichevoli/concordate: presenza di un consenso sostanziale e formale tra le parti che porterà alla convergenza degli obiettivi con benefici da ambedue le parti.

---

<sup>78</sup> È importante sottolineare che in alcuni casi, pressioni dell'ambiente esterno possono spingere l'impresa ad optare per un'alleanza piuttosto che per una M&A nella realizzazione degli obiettivi di crescita per via esterna. Ad esempio, in settori molto concentrati le imprese possono coordinare le loro attività soprattutto in termini di pricing o per proseguire obiettivi di *economizing*.

La principale differenza tra M&A e alleanze sta nella proprietà, le prime implicano una partecipazione di controllo o di maggioranza.

<sup>79</sup> Per crescita esterna in senso stretto si intendono le operazioni realizzate mediante l'acquisizione di quote azionarie o di attività di altre imprese, il cui controllo passa ad un altro ente ovvero l'acquirente.

<sup>80</sup> Almeno sotto il profilo teorico, non vi è dubbio che la portata dei benefici potenziali della crescita esterna è assai rilevante, e questo motivo la rende particolarmente interessante e attrattiva, anche se maggiormente esposta al rischio.

<sup>81</sup> Per lo più si tratta di economie di costo, sinergie commerciali e distributive.

<sup>82</sup> Tale tipo di investimento viene denominato con il termine di apertura di "finestre tecnologiche". Si rimanda alla sezione di approfondimento di questo capitolo per la trattazione delle acquisizioni tecnologiche.

- Ostili: non vi è un consenso condiviso, a volte vengono realizzate con scalate graduali rappresentando un vero e proprio attacco agli azionisti e una minaccia al management della target.

Entrambe le possibilità possono rappresentare o una strategia aggressiva della società data dal raggiungimento dell'efficienza dimensionale, oppure difensiva come risposta a fattori esogeni<sup>83</sup>. Appare evidente come quest'ultima sia fortemente influenzata dall'agire dei concorrenti al contrario delle acquisizioni aggressive che nascono da una precisa e razionale volontà del management, indipendentemente dal comportamento altrui.

Le acquisizioni devono stimolare l'acquirente ad ottenere una maggiore visibilità sul fronte dell'evoluzione tecnologica, a migliorare il processo di sviluppo interno, ad acquisire licenze di produzione e know-how e a sfruttare le competenze trasferibili dall'impresa acquisita. L'acquirente industriale è, infatti, motivato da ragioni strategiche ad ampliare o rafforzare il proprio business attraverso operazioni di M&A, le quali rappresentano modalità di implementazione delle stesse strategie che, modificando struttura e sistema aziendale, sono finalizzate a rafforzare o a preservare il proprio vantaggio competitivo<sup>84</sup>.

Esempio di questa filosofia è la *resource based view*. Secondo tale ottica le imprese che desiderano conquistare un vantaggio competitivo devono identificare le fonti delle risorse di valore, acquisire tali risorse e combinarle in modo unico e inimitabile al fine di generare un valore superiore al costo sostenuto per entrarne in possesso. Le operazioni di M&A, incrementando il potere sulle altre organizzazioni, consentono di accedere a risorse critiche riducendo l'incertezza competitiva e rendendo possibile il conseguimento di vantaggi legati alle sinergie tra risorse complementari oppure all'accesso a risorse non disponibili a costi inferiori. Quando le risorse acquisite consistono in conoscenze e know-how si parla di *knowledge based view*.

Altra motivazione alle acquisizioni può essere l'esigenza di estendere verticalmente oppure orizzontalmente la catena del valore per raggiungere economie di scala, ottimi investimenti in R&D o economie di scopo. Alle motivazioni di *economizing* si aggiungono quelle legate all'intenzione dell'impresa di entrare in un nuovo business o di sviluppare un nuovo settore.

---

<sup>83</sup> La strategia difensiva spesso è utilizzata dal management in risposta ad:

- Aumento dimensionale dei concorrenti;
- Reazioni di stampo monopolistico volte al controllo dei prezzi e dei margini;
- Sottrazioni di opportunità ai concorrenti;
- Minaccia di diventare una target contendibile.

<sup>84</sup> Cfr. R. Caiazza., *"Cross Border M&A, determinanti e fattori critici di successo"*, Giappichelli, Torino, 2011.

Infatti, la combinazione tra imprese di diversi settori può portare alla nascita di nuovi prodotti o servizi che possono dare il via alla definizione dei caratteri di un nuovo settore. Il livello di rischio in questo caso aumenta in base alla possibilità di accettazione di un nuovo prodotto da parte della clientela finale.

Dunque, in conclusione, le *Business combination* rappresentano una scelta che consente di far fronte alle pressioni competitive e, soprattutto, di acquisire in tempi contenuti quelle conoscenze che possono permettere all'impresa di operare con successo anche in mercati distanti da quelli più familiari. Solo in questo modo esse possono contribuire ad accrescere il valore dell'impresa.

Di tutt'altro intento, rispetto a ciò che è stato detto fin ora, sono gli operatori finanziari.

Essi puntano a catturare il valore attraverso acquisizioni che rappresentano investimenti di portafoglio, riconducibili a semplici partecipazioni finanziarie che non nutrono un grande interesse nella gestione della target per la creazione di sinergie. Lo scopo è di trarre un rendimento dal capitale investito al momento dell'acquisto e del disinvestimento previsto in futuro<sup>85</sup>.

---

<sup>85</sup> Un partner di tipo finanziario è indicato nei casi in cui sono stati studiati progetti di sviluppo aziendale che richiedono un apporto di capitale dall'esterno (*expansion capital*), nei casi in cui la proprietà desideri rimanere in azienda con ampio ruolo operativo anche dopo la cessione (*leveraged buy out*), quando l'azienda passa ai managers operativi (*management buy out*) o a nuovi managers individuati dal fondo (*management buy in*).

## 1.1. Le acquisizioni finanziarie

Nelle acquisizioni finanziarie l'ottica vista fin ora si sposta non di poco, al profilo industriale si sostituisce quello finanziario teso a concepire l'acquisizione come mero strumento di valorizzazione finanziaria dell'investimento.

Tuttavia, in entrambi i casi, il minimo comun denominatore è la massimizzazione del valore, la differenza sta nel modo in cui si raggiunge tale obiettivo.

Il private equity è l'attività d'investimento effettuata da investitori specializzati nel capitale di rischio di società con interessanti prospettive di crescita al fine di valorizzare l'investimento e realizzare nel tempo<sup>86</sup> un capital gain attraverso una dismissione di esso. Le principali caratteristiche di queste operazioni sono:

- Ingresso nella governance delle società;
- Obiettivo di rendimento;
- Orizzonte medio-lungo di investimento;
- Definizione delle modalità di way-out<sup>87</sup>.

Tra i maggiori benefici che spiccano per l'impresa target si ha la tendenza ad una gestione più manageriale, orientata alla pianificazione strategica, basata su efficaci sistemi di reporting e di controllo finanziario; tale tendenza rappresenta il tipico passaggio da *family business* a *managerial business*.

Per quanto riguarda gli attori che agiscono nel *private equity* ritroviamo fondi chiusi, banche d'investimento, banche commerciali e assicurazioni. I fondi chiusi raccolgono le risorse finanziarie necessarie per gli investimenti dei cosiddetti *Limited Partners*<sup>88</sup>. Le risorse sono raccolte a titolo di *commitment*, il prestatore non versa direttamente la somma ma si dichiara

---

<sup>86</sup> Il fattore del tempo viene concepito in maniera differente rispetto al tipo di investitore finanziario che effettua l'operazione. Nella maggior parte dei casi l'investimento assume in media la durata di 2/3 anni. Nel capitolo quattro vedremo come all'ottica diffusa dei fondi d'investimento si contrappone quella di alcuni investitori che negli anni passati sono riusciti, attraverso le loro performance di acquisizioni, a battere sistematicamente il mercato, detenendo una stessa posizione d'investimento per molti più anni.

<sup>87</sup> Le possibilità di way-out verranno analizzate più avanti.

<sup>88</sup> Di solito consistono in banche, fondi pensione, fondi di fondi, investitori industriali, compagnie assicurative, family office e privati, agenzie governative. Si tratta di investitori istituzionali che nell'ambito della diversificazione del portafoglio scelgono *asset class* alternative come investimento a rischio elevato, ma anche con elevati rendimenti.

formalmente impegnato a contribuire con un determinato livello di capitale (ticket) che verrà richiamato quando si procede all'investimento nella target.

La dimensione del fondo influisce sulla scelta del mercato target che varia in base ai livelli di *enterprise value* (EV) delle target:

Small market	→	EV > 50 mln
Lower mid market	→	10 < EV < 50 mln
Mid market	→	50 < EV < 250 mln
Upper mid market	→	250 < EV < 500 mln
Large market	→	500 < EV < 1000 mln
Big market	→	EV > 1000 mln

Oltre le dimensioni del fondo, gli altri fattori chiave nella sua gestione sono:

- Periodo d'investimento: lasso di tempo dalla data di avvio del fondo dedicato all'investimento oltre il quale non possono essere richiamati i capitali dai *Limited Partners*;
- Termine del fondo;
- Politica di investimento: identifica la tipologia d'industria, aree geografiche, tipologia d'investimento, quote di partecipazione, atteggiamento nella gestione del portafoglio;
- Scopo dell'investimento: numero di operazioni che si intende realizzare;
- Limitazione d'investimento: ammontare percentuale massimo del commitment allocabile nel singolo investimento;
- Investimenti preclusi: industrie, assets, transazioni, paesi, società in cui il fondo non può investire.

La gestione di questi elementi e la pianificazione della strategia d'investimento spetta al General Partner spesso consigliato dalla figura dell'*advisor* per avere una visione più ampia e completa dell'investimento. Il processo di investimento è composto da cinque fasi principali che per certi aspetti sono simili alle fasi del processo di acquisizione che vedremo per gli acquirenti industriali. Le fasi che compongono il processo sono le seguenti:

1. *Deal flow* e prima selezione: fase di organizzazione con cui si cerca di generare contatti che le imprese potenzialmente interessanti con una relativa continuità per evitare sia periodi morti che di *overworking*. In questa fase due sono gli elementi di vantaggio per un fondo, il suo *network* e il *track record*, ovvero il numero di operazioni già concluse.

Con i primi contatti si avvia il processo di analisi e di valutazione per la selezione dell'impresa target. In media solo il 10/15% supera la prima fase di screening<sup>89</sup>.

2. Valutazione società target: la valutazione riveste un'importanza centrale nel *deal*, da essa dipende il passaggio alla fase di strutturazione dell'operazione ma soprattutto il range di prezzo da proporre nell'eventuale offerta. Di solito le attività che compongono le valutazioni sono:

- Valutazione Business Model;
- Valutazione del management;
- Analisi posizionamento strategico della target;
- Reality check del Business Plan;
- Analisi di tutta la due diligence;
- Individuazione di una potenziale way-out.

3. Strutturazione operazione: fase in cui devono essere assunte decisioni sulla struttura dell'operazione che riguardano:

- Oggetto dell'acquisizione → quote, aziende, rami;
- Prezzo → range dell'offerta;
- Percentuale da acquisire → maggioranza, minoranza, controllo totale;
- Ruolo del management → meccanismi di incentivazione, *turnover*;
- Ruolo degli altri finanziatori → se interessati ad un *club deal*<sup>90</sup>;
- Ruolo del venditore;
- Clausole contrattuali.

4. Definizione strategia e gestione della partecipazione: insieme al top management aziendale vengono analizzate, condivise e definite le strategie di breve e medio-lungo periodo. Una volta che il fondo entra a far parte della compagnia societaria inizia la fase di gestione della partecipazione, che in media ha una durata di 2/3 anni. Essa è finalizzata a realizzare gli obiettivi precedentemente prefissati dalla strategia e ad accrescere il valore della partecipata in preparazione alla successiva fase di dismissione.

---

<sup>89</sup> Cfr. V. Conca, *“Le acquisizioni, Valutare e gestire i processi di crescita”*, Egea spa, Milano, 2010.

<sup>90</sup> Sono dei veri e propri sindacati d'investimento. Enti o individui che si riuniscono in gruppi per effettuare investimenti in imprese al fine di sostenere lo sviluppo e l'internazionalizzazione, realizzando al contempo un guadagno che vada ad incrementare il proprio patrimonio e remunerare il rischio. Si parla di un particolare tipo di *private equity* in cui si cerca di superare alcune limitazioni di quest'ultimo.

Estrema importanza in questa fase assume l'attività di reporting attraverso la quale il fondo può controllare l'andamento aziendale secondo i parametri economico-finanziari previsti.

5. Dismissione partecipazione: le way-out possono essere diverse, si va dalla quotazione in borsa, alla cessione ad un operatore industriale o finanziario, passando per la possibilità di riacquisto dai vecchi azionisti. L'uscita può essere sia totale che parziale. Nel capitolo 4 vedremo come non sempre la way out viene considerata essenziale in un investimento finanziario, tale concezione dipende anche dal tipo di investitore che effettua l'acquisizione.

Dalle fasi di cui sopra e dal confronto con quelle che sono le fasi del processo di acquisizione industriale, che vedremo nel prossimo paragrafo, notiamo che la principale differenza, nelle acquisizioni finanziarie, risiede nella mancanza del momento di integrazione tra le due entità; questo perché, anche se i due tipi di acquisizione hanno il medesimo obiettivo di ottenere un surplus di valore, esso viene ottenuto con due filosofie differenti, una che punta alla realizzazione di sinergie (acquisizione industriale/strategica) l'altra attraverso lo sfruttamento di opportunità sul mercato.

Alla fine di questa tesi sarà interessante mostrare come un investitore che ha trasformato la sua impresa in un vero e proprio conglomerato, a seguito di varie acquisizioni finanziarie, sia riuscito per molti anni a battere i principali indici di mercato e i principali fondi d'investimento di quel tempo, mettendo in dubbio da un lato la filosofia odierna di investimento dei fondi, basata principalmente nella realizzazione di capital gain nel brevissimo periodo tramite giochetti di mercato, dall'altro che solamente tramite lo sviluppo di sinergie esiste la possibilità di creare enormi potenzialità di valore.

## 2. Il processo di acquisizione e le sue fasi

Le operazioni di crescita esterna denotano caratteristiche peculiari che le rendono particolarmente delicate. La complessità di tali operazioni è generalmente presente nella fase di impostazione e nelle successive fasi di negoziazione e di gestione, con una netta prevalenza per quest'ultime due. La complessità è legata a numerosi fattori quali:

- Difficoltà della valutazione dell'opzione nel piano strategico complessivo dell'impresa;
- Delicatezza delle fasi;
- Problemi di negoziazione con le controparti;
- Difficoltà gestione post acquisizione;
- Altri fattori esogeni tal volte imprevedibili.

Il management può trovarsi nella situazione di dover affrontare problematiche che toccano aspetti nuovi e spesso sconosciuti, proprio per questo la scelta dell'acquisizione impone un accurato processo di analisi, che consente di soppesare gli aspetti critici e di valutarne l'effettiva percorribilità<sup>91</sup>.

Le acquisizioni possono essere valutate e considerate secondo due ottiche:

1. Ottica strategica: l'acquisizione rientra in un progetto strategico più ampio e articolato che punta alla realizzazione della crescita dell'impresa.
2. Ottica finanziaria: l'acquisizione è valutata dal punto di vista opportunistico, non rientra in una strategia definita ma deriva da un'opportunità di mercato → *immediate change opportunity*. L'obiettivo in questo caso è la realizzazione di un capital gain, l'operazione assume la veste di un investimento finanziario.

Le differenze nel processo derivanti dalle due ottiche, si concentrano nel fatto che in presenza di acquisizioni finanziarie non è presente la fase di integrazione post acquisizione, fondamentale, invece, per quanto riguarda le acquisizioni strategiche. Da ciò si può dedurre che le acquisizioni strategiche risultino più complesse e difficili nella realizzazione e valutazione, proprio per questo, un'accurata pianificazione delle fasi consente al management di valutare l'esistenza di aspetti particolarmente critici che meritano un'attenzione speciale.

---

<sup>91</sup>Cfr., Conca V., "Le acquisizioni, Valutare e gestire i processi di crescita", Egea spa, Milano, 2010.

Molto spesso data la peculiarità delle operazioni, l'intervento di consulenti o di operatori finanziari durante le fasi del processo assume un ruolo determinante per la buona realizzazione delle stesse; essi coordinano il processo in modo da imporre ritmi e tempi adeguati per ogni tipo di operazione, così da garantire l'efficienza del processo<sup>92</sup>.

Le fasi che compongono il processo di acquisizione hanno una relazione sequenziale che non esclude però passaggi circolari, in quanto, con il reperimento di nuove informazioni o l'accadimento di nuovi eventi, il processo potrebbe ritornare alla fase precedente per una rivalutazione della situazione. Le macro-fasi sono essenzialmente tre:

1. Analisi e valutazione strategica;
2. Negoziazione e conclusione trattativa;
3. Integrazione tra le società.

Dalla prima fase deve venire fuori la giustificazione ad intraprendere un'operazione di acquisizione, rilevando quelli che sono i benefici potenziali e come tali benefici, e l'operazione nella sua totalità, risultano essere un investimento idoneo e fattibile nel contesto più ampio della strategia aziendale. L'imprevedibilità degli scenari di settore più la molteplicità dei fattori di cambiamento rendono l'analisi strategica particolarmente delicata<sup>93</sup>.

La seconda fase riguarda la gestione della negoziazione fino al closing, si passa così da una prima fase strategica ad una strettamente operativa che porta alla formalizzazione dell'accordo; anche qui ruolo centrale possono avere consulenti e professionisti esterni grazie ad esperienze maturate nel tempo.

Nella terza fase l'obiettivo è cercare di combinare le strutture organizzative delle società per attivare quelle che sono le sinergie conseguibili e superare i problemi di cultura aziendale prevalente. È proprio in quest'ultima fase dove parte la creazione del valore: l'acquirente cattura gli elementi di valore presenti nell'acquisita che dovrà combinare insieme ai suoi al fine di generare un nuovo valore più elevato<sup>94</sup>.

---

<sup>92</sup> Si rimanda alla parte di approfondimenti alla fine del capitolo per lo studio del ruolo dell'*advisor* nelle operazioni di acquisizione.

<sup>93</sup> Quando l'acquisizione comporta l'analisi di segmenti di mercato sui quali il management interno non possiede né conoscenze né competenze particolari, è prassi diffusa coinvolgere entità esterne specializzate, che aiutino a valutare l'efficacia strategica delle scelte ipotizzate. Su questo tema si rimanda all'analisi del ruolo degli *advisor* alla fine del capitolo nella sezione approfondimenti.

<sup>94</sup> Da un punto di vista contabile, come visto nel primo capitolo, il valore che l'acquirente cattura subito dopo l'operazione è l'avviamento della società acquisita. Ovviamente in un'ottica strategica la visione si amplia, cercando di raggiungere quelli che sono i potenziali effetti delle sinergie.

Al fine di rendere più agevole la comprensione di un'operazione di acquisizione ricca di tutti questi elementi, nei prossimi paragrafi verranno presentate in maniera singola e approfondita le macro-fasi del processo.

Macrofasi		Fattori strategici	Risorse coinvolte
Fase 1	Analisi e valutazione strategica	capacità di visione strategica	Management interno dell'acquirente
Fase 2	Negoziazione e closing	forza contrattuale capacità negoziali livello del prezzo	Esterni: consulenti e professionisti
Fase 3	Integrazione ex post	capacità organizzativa leadership cultura prevalente	Management di ambedue le società

Figura 2: Il processo di acquisizione e le caratteristiche principali delle macro-fasi<sup>95</sup>.

## 2.1. Analisi e valutazione strategica dell'operazione

L'obiettivo di questa fase è quello di creare un quadro di riferimento dell'impresa target per facilitarne l'identificazione basandosi sul presupposto che l'acquisizione rappresenti la risposta corretta ai problemi che l'impresa intende risolvere.

Gli step da seguire per il raggiungimento dell'obiettivo sono tre:

1. Impostazione strategica: la prima cosa da fare è verificare se una acquisizione sia la scelta più idonea e compatibile con il piano strategico generale dell'impresa e per attenuare le debolezze della stessa. Per capirlo, è necessario procedere con un'attività di audit strategico, basata sui seguenti punti:
  - Analisi settore, concorrenza, variabili competitive;
  - Riconoscere aree di debolezza per l'impresa;
  - Identificazione di possibili economie e sinergie conseguibili, soprattutto in rafforzamento dei punti deboli;
  - Verifica della rispondenza dell'operazione al disegno strategico complessivo.

<sup>95</sup> Fonte: Cfr., V. Conca, "Le acquisizioni, Valutare e gestire i processi di crescita", Egea spa, Milano, 2010.

Oltre a valutare lo status quo dell'impresa è fondamentale valutare anche le conseguenze future che il progetto potrà avere sull'impresa e sul settore in generale al fine di prevedere possibili reazioni dei concorrenti.

Le possibili sinergie future devono essere esaminate alla luce delle debolezze emerse dall'analisi preventiva, in quanto, l'acquisizione dovrebbe colmare lacune e punti deboli che l'acquirente da solo non può o non riesce a rimuovere.

2. Definizione obiettivi e profilo ideale della target: step in cui viene delineato il contesto complessivo dell'operazione e disegnato il modello di società ideale da acquisire coerentemente ai risultati della valutazione strategica. Le analisi sottostanti a questa fase sono:

- Caratteristiche dell'impresa target: derivanti principalmente dallo step antecedente;
- Timing dell'operazione;
- Livello dell'investimento complessivo: sia il timing che le implicazioni sul piano finanziario, devono essere valutate contemporaneamente per programmare e selezionare le forme di copertura più opportune. L'impatto finanziario dipende da due elementi, il prezzo di acquisto, più investimenti necessari per l'integrazione dell'acquisita<sup>96</sup>;
- Prezzo limite d'offerta: ancor prima della valutazione finanziaria della target, può essere importante, onde evitare che il management venga coinvolto in maniera personale nella negoziazione, fissare un prezzo massimo a cui attenersi. Ciò può portare a dei vantaggi come: limitare l'esborso finanziario, programmare flussi e valutare la compatibilità finanziaria del progetto, vantaggi durante la fase di negoziazione;
- Implicazione sul piano economico-finanziario: dipendono principalmente dal tipo di acquisizione che si è intrapresa:  
acquisizione strategica → le valutazioni sono correlate alle sinergie, modalità di integrazione e piani futuri.  
Acquisizione finanziaria → si limitano alla realizzazione di un rendimento economico risultando più agevole l'analisi.

---

<sup>96</sup> Si rimanda al paragrafo 2.2.1 per la trattazione dell'argomento sul profilo economico finanziario dell'operazione, dove vengono trattati i principali metodi di valutazione del prezzo e le principali fonti di finanziamento dell'operazione.

3. Ricerca dell'alternative: fase caratterizzata da un grande sforzo sul mercato domestico o internazionale per individuare le imprese con i requisiti ritenuti indispensabili per il raggiungimento degli obiettivi dell'impresa precedentemente individuati.

Per procedere con la selezione vengono identificati dei criteri in linea con gli obiettivi che il management si prefigge con l'acquisizione e che riflettano i risultati del lavoro di analisi strategica svolto. Tali criteri sono:

- Grado di coerenza strategica complessiva;
- Presenza requisiti sostanziali richiesti;
- Compatibilità organizzativa;
- Fattibilità finanziaria;
- Possibilità di contatto.

Tra questi devono essere identificati i criteri sui quali costruire il ranking delle alternative prima dell'inizio della ricerca, così da rendere l'analisi il più oggettiva possibile<sup>97</sup>. Non è raro che al momento della ricerca l'impossibilità di trovare una società target al primo *screening* possa portare alla revisione dei criteri di scelta e della scala di priorità di essi. Se i risultati della ricerca dovessero essere insoddisfacenti, potrebbe essere richiesto l'aiuto di società esterne che avendo maturato esperienze nel settore target, dispongano di qualificati database per una ricerca più attenta e approfondita<sup>98</sup>. Tuttavia, la soluzione interna è sicuramente preferibile essendo a costo quasi nullo e di immediata attuazione<sup>99</sup>.

---

<sup>97</sup> Nella pratica quello che si fa è classificare i criteri secondo la loro rilevanza agli occhi del management. Così facendo si ha un termine di paragone tra le varie società target che rende possibile capire quale sia meglio acquisire rispetto all'altra.

<sup>98</sup> Si rimanda alla sezione approfondimenti di questo capitolo per il ruolo degli advisors nel processo di acquisizione.

<sup>99</sup>Cfr., V. Conca, "Le acquisizioni, Valutare e gestire i processi di crescita", Egea spa, Milano, 2010.

## 2.2. La fase di negoziazione

La seconda macro-fase riguarda l'avvio, la gestione e la conclusione definitiva della trattativa. Di solito tale fase non è mai conseguita solamente dal management interno, ma ritroviamo quasi sempre l'intervento di consulenti esterni che sottolinea la maggior complessità rispetto alla macro-fase precedente. Non di raro la fase di negoziazione assume un andamento non lineare, portando il management e consulenti esterni a dover rivalutare elementi e caratteristiche della situazione per trovare un accordo che soddisfi anche la controparte.

Le parti che compongono la negoziazione sono tre e vengono mostrate nella figura 3:

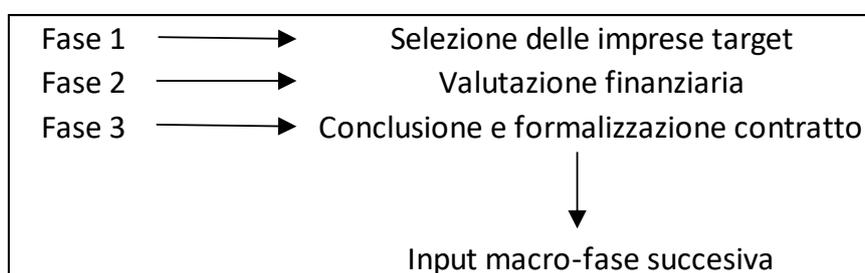


Figura 3: Fasi della negoziazione.

La prima componente<sup>100</sup> è rappresentata dall'identificazione e selezione dell'impresa target, a tale risultato si arriva attraverso un processo costituito da diversi passaggi:

- L'elaborazione della lista di imprese potenzialmente rientranti nella selezione (si basa principalmente sui risultati della macro-fase di valutazione strategica);
- Esclusione di quelle imprese difficilmente raggiungibili;
- Valutazione e graduatoria imprese target<sup>101</sup>: la numerosità e la tipologia delle imprese target dipendono dagli obiettivi dell'acquirente e dall'ampiezza del piano strategico. Per la loro valutazione è necessario comprendere le caratteristiche di ogni candidato, verificare la presenza dei requisiti ritenuti indispensabili e valutare il progetto complessivo di alleanza con il candidato. Si conclude con la selezione dei candidati ideali e l'avvio dei contatti.

<sup>100</sup> Le restanti fasi verranno espone nei paragrafi successive.

<sup>101</sup> Per un esempio di graduatoria dei candidati si veda l'appendice a fine capitolo.

- Avvio primi contatti: è qui che possono incontrarsi le maggiori difficoltà derivanti dalla non disponibilità a vendere della target. In altri casi invece, esistono situazioni favorevoli in cui una proposta può essere analizzata con maggiore interesse dalla controparte poiché combaciante con le sue esigenze<sup>102</sup>.
- Identificazione candidato ideale: dopo l'avvio dei primi contatti e apprese le intenzioni di massima dei candidati, vi è la prima scrematura in cui i candidati vengono ridotti escludendo quelli non disposti alla vendita o che hanno richiesto condizioni particolarmente vincolanti. Tale graduatoria quindi viene redatta considerando: gli spetti critici e le difficoltà da superare, sinergie sviluppabili, probabilità di raggiungimento dell'accordo, stima prezzo probabile. Nell'ottica di un'acquisizione finanziaria verrebbe meno il parametro relativo alle sinergie realizzabili lasciando il posto alla valutazione delle possibilità di way-out.
- Individuazione obiettivi venditore: la valutazione e la sua complessità dipendono dal grado di conoscenza del venditore, dalla capacità di valutarne le caratteristiche personali e dalle qualità e attendibilità delle informazioni raccolte sulla target. Nel caso di venditori non conosciuti, con i quali non esistono relazioni pregresse su cui fondare l'analisi, è utile chiedere l'aiuto dei consulenti esterni in grado di fornire informazioni preziose per valutare la situazione in modo più oggettivo e completo.

Gli obiettivi dei venditori difficilmente sono esplicitamente dichiarati, ma in linea generale le finalità raggiungibili da essi attraverso la vendita sono principalmente quattro: massimizzazione del risultato economico, risoluzione problemi azionisti, risoluzione problemi personali, cogliere un'opportunità. Tali motivazioni creano un'influenza notevole sulla negoziazione del venditore e così sul prezzo richiesto. Cogliere una delle motivazioni può essere un grande vantaggio per l'acquirente in fase di negoziazione, conoscere le ragioni di vendita può mettere l'acquirente in una

---

<sup>102</sup> Tali esigenze possono derivare da situazioni particolari in cui si trova la società target al momento dell'offerta, esempi sono:

- Crisi persistente;
- Difficoltà finanziarie degli azionisti;
- Desiderio o necessità di cessare l'attività imprenditoriale;
- Problemi di successione;
- Momenti di incomprensione o litigio tra soci.

In tali contesti è possibile che la società target di sua volontà abbia maturato l'esigenza di trovare un partner esterno per risolvere i problemi in cui si trova.

posizione di vantaggio negoziale che spesso si realizza se le motivazioni a vendere rientrano tra la seconda e la terza<sup>103</sup>.

Con l'avvio dei primi contatti e l'avanzare del progetto il rapporto tra le due parti necessita di un chiarimento formale che di solito consiste nel *confidentiality agreement* (lettera di confidenzialità).

È una lettera con la quale le controparti esplicitano l'avanzamento della trattativa dando un primo inquadramento formale all'operazione. Il fine di tale documento è di sottolineare la serietà dell'interesse nei confronti della target, superare problemi di riservatezza di informazioni e impegnare formalmente il venditore<sup>104</sup>.

Grazie alla lettera di confidenzialità e alla possibilità di ottenere maggiori info sulla target si passa al secondo step della fase di negoziazione, ovvero, la valutazione finanziaria.

### **2.2.1. Studio del profilo economico-finanziario dell'operazione**

Dopo l'identificazione e la selezione della target si passa a valutare gli aspetti finanziari dell'operazione. È una fase particolarmente delicata poiché rappresenta la premessa per poter definire un range di prezzo probabile attorno al quale impostare la trattativa.

L'analisi si concentra su due versanti:

- Valutazione finanziaria della società d'acquisire;
- Piano finanziario complessivo del progetto.

Con il primo si cerca di stimare il range di prezzo dell'acquisizione valutando il valore economico ( $W_e$ ) della target e i potenziali benefici che l'acquirente può ottenere

---

<sup>103</sup> Poiché sono le due motivazioni che evidenziano la presenza di un problema all'interno della società target, la quale con l'intento di risolverlo potrebbe essere condizionata nella stipula dell'accordo accettando anche un'offerta più vantaggiosa per l'acquirente data la situazione in cui si trova. Nelle situazioni di prima e quarta motivazione invece, la target ha la volontà di raggiungere uno specifico obiettivo che non collegato alla risoluzione di problemi societari, questo mette le controparti dell'operazione sullo stesso piano senza lasciar spazio a vantaggi contrattuali.

<sup>104</sup> La firma di un *confidentially agreement* serve anche per prevenire alcune ipotetiche situazioni che potrebbero danneggiare la riuscita dell'operazione e così l'acquirente: la prima riguarda le preoccupazioni che la società da acquisire possa intrattenere negoziazioni parallele con terzi → accordi *standstill* che puntano ad evitare tali eventualità; la seconda riguarda la possibilità che durante la negoziazione si verifichino attività di insider trading → clausole di riservatezza.

dall'acquisizione; con il secondo si valuta l'impatto dei flussi monetari complessivi che gravano sull'acquirente al fine di esaminare le possibili forme di finanziamento. Quest'ultima valutazione avviene in un'ottica di medio-lungo termine poiché i flussi in uscita del progetto non avvengono solamente al momento dell'acquisizione, ma bisogna tener conto anche degli interventi finanziari successivi necessari a completare l'integrazione ed il progetto strategico.

### **1. Valutazione finanziaria della target:**

Un primo riferimento nella valutazione del prezzo da pagare per la target è il valore di mercato di quest'ultima prima dell'annuncio dell'acquisizione<sup>105</sup>.

Come prima di ogni valutazione per proseguire è necessario disporre di una base informativa aggiornata ed esauriente, che dia garanzie di attendibilità, proprio per questo il patrimonio informativo che si assume all'inizio della trattativa deve essere continuamente approfondito per aggiornare le opinioni precedentemente maturate e risolvere dubbi e incertezze.

Di solito per agevolare l'accesso alle informazioni della target viene proposta la soluzione del *data room*, ovvero si organizza in un luogo fisico esterno un centro di raccolta dati della società in vendita ove si mettono a disposizione dei potenziali interessati tutte le informazioni ritenute utili per l'operazione<sup>106</sup>.

Ultimata la raccolta delle informazioni si parte con la fase tecnica della valutazione. Il primo passo è quello di determinare il  $W_e$  della target senza prendere in considerazione potenziali sinergie con l'acquirente (in un primo momento); tale valore rappresenta la base iniziale della trattativa ed è probabile che il prezzo finale non si discosterà di molto da esso.

Per la misura del  $W_e$  vi sono diversi metodi che possono essere utilizzati, non ne esiste uno migliore, ognuno presenta delle peculiarità e può essere utilizzato insieme agli altri per rafforzare o confermare i risultati ottenuti<sup>107</sup>. Quelli principalmente utilizzati si dividono in:

- Metodi indiretti: chiamati così poiché la valutazione dell'azienda parte dall'analisi di dati interni alla stessa per poi arrivare alla valutazione complessiva. Essi sono costituiti da:

---

<sup>105</sup> Nell'identificare il prezzo, occorre fare attenzione al fatto che esso risulti inferiore rispetto alle sinergie attese.

<sup>106</sup> Di norma il *data room* è costituito presso una società di revisione o di consulenza.

<sup>107</sup> La scelta del metodo di valutazione dipende dalle caratteristiche del soggetto che si intende valutare ma anche dalle circostanze e dal contesto in cui avviene la valutazione. Ciò non toglie tuttavia, che i metodi possano essere utilizzati contemporaneamente per confrontare i risultati tra loro ed avere una maggiore certezza sull'attendibilità del risultato ottenuto.

1. Metodo patrimoniale: poco utilizzato rispetto agli altri metodi indiretti poiché ad oggi sono ben poche le situazioni in cui tale metodo può essere considerato soluzione razionale del problema di valutazione d'azienda. Un caso in cui può essere applicato sono le valutazioni di società immobiliari, dato che, considerando solo gli elementi patrimoniali nella valutazione, è possibile che in tali società l'attivo comprenda tutte le informazioni necessarie ed utili alla valutazione.
2. Metodo reddituale: insieme al metodo finanziario (prossimo metodo) fanno parte dei metodi di flusso, ovvero basano le loro stime sui frutti attesi che l'azienda è capace di generare. Nello specifico il metodo reddituale ha più una base contabile ed interpreta i frutti attesi come grandezze reddituali composte da voci come l'EBIT o l'EBT in base al calcolo *levered* o *unlevered* del  $W_e$  dell'impresa target<sup>108</sup> che viene seguito. Dunque, il  $W_e$  dipende dalle capacità reddituali future dell'azienda.

Quello che si fa nella pratica è andare ad attualizzare o capitalizzare il reddito medio prospettico per un congruo tasso d'interesse. Nel caso specifico di una valutazione di un'azienda da acquisire, dovrebbero essere considerate le capacità potenziali dell'impresa target, ancora non dimostrate, di generare flussi attesi che si basano su *assumptions* ragionevolmente accettabili. Il valore che si ottiene rappresenta il prezzo oltre al quale per il soggetto acquirente non è più conveniente intraprendere l'operazione<sup>109</sup>.

3. Metodo finanziario: a differenza del metodo reddituale, i frutti attesi sui quali si basa la valutazione seguono una visione finanziaria, che tiene conto dei flussi di cassa attesi o *cash flows* (CF) → DCF Model<sup>110</sup>. Il calcolo dei CF varia in base all'ottica *levered* o *unlevered* (anche qui) che viene utilizzata: *levered* → FCFE (*free cash flow to equity*); *unlevered* → FCFO (*free cash flow to operation*), la differenza sta sempre nella considerazione

---

<sup>108</sup> La differenza tra il calcolo *levered* e *unlevered* sta nella considerazione degli interessi finanziari nella stima dei frutti attesi. Nel calcolo *levered* gli interessi vengono considerati e per questo si utilizza l'EBT per la stima dei frutti attesi; al contrario nell'*unlevered* si utilizza l'EBIT.

<sup>109</sup> Si rimanda all'appendice del capitolo per l'illustrazione delle formule utilizzate nei vari metodi per il calcolo del valore d'azienda.

<sup>110</sup> Il *discount cash flow model* è il modello finanziario più diffuso per il calcolo del valore di un'azienda ma anche utilizzato per la valutazione dei progetti d'investimento. Consiste nella previsione dei futuri flussi di cassa i quali successivamente saranno attualizzati e sommati tra loro il risultato finale indicherà o il valore dell'azienda oppure la convenienza o meno del progetto nel caso di una loro valutazione.

o meno degli interessi finanziari sul debito. In ogni caso l'assunzione del modello è che paradossalmente nel lungo periodo l'impresa non può distribuire dividendi maggiori dei CF, da qui deriva il legame tra DDM (*dividend discount model*) e DCFM<sup>111</sup>. Il modello presenta limiti e vantaggi rispetto a quello reddituale: gli svantaggi sono costituiti dalla poca affidabilità nel breve periodo a causa della difficoltà nel distinguere comportamenti transitori da permanenti, e dalla forte dipendenza del risultato finale dai CF → forte sensibilità; i vantaggi invece derivano dal fatto che i FCF sono migliori dei flussi di cassa grezzi perché meno sensibili ad effetti transitori, ed è presente una maggiore oggettività nella valutazione rispetto al modello reddituale, in quanto vengono esclusi ricavi e costi non aventi natura monetaria.

4. Metodo misto: il più utilizzato è il metodo patrimoniale-reddituale derivante da una combinazione dei due visti sopra. L'obiettivo è quello di sfruttare i due metodi per colmare l'uno le mancanze dell'altro → il valore dell'impresa è calcolato in funzione della sua sostanza patrimoniale tenendo in considerazione anche la capacità di generare frutti attesi. Le applicazioni più rilevanti del modello sono le seguenti: verifica reddituale semplificata delle stime patrimoniali analitiche; metodo di rivalutazione controllata dei beni ammortizzabili; valutazione aziende in perdita; valutazione *badwill*.

- Metodi diretti: chiamati così perché a differenza di quelli indiretti qui il calcolo del valore dell'aziende si basa direttamente su valori che troviamo nel mercato.

Sempre più frequentemente stanno andando a sostituire i metodi di valutazione tradizionale soprattutto nei casi in cui si vuole ottenere un prezzo di riferimento immediato e quando si vogliono evitare costi di valutazione analitica<sup>112</sup>.

Un'altra ragione per la preferenza dei metodi diretti risiede nel fatto che spesso i metodi indiretti non sono in grado di rappresentare quei fattori che spiegano il vantaggio competitivo della target: la rilevazione contabile, ad esempio, non è

---

<sup>111</sup> Viene utilizzato il secondo e non il primo poiché può accadere che l'impresa non distribuisca dividendi, questo metterebbe in crisi l'utilizzo del DDM. Proprio per questo vengono fatte le assunzioni del DCFM, per superare i limiti del DDM.

<sup>112</sup> Cfr., L. Guatri, "trattato sulla valutazione delle aziende", Milano, Egea, 1998.

capace di cogliere situazioni in cui la performance è direttamente collegata ad un brand distintivo o da una dominanza tecnologica difficilmente attaccabile<sup>113</sup>.

Non vi è dubbio che il contributo portato dai metodi diretti risponda all'esigenza di ampliare la qualità delle informazioni necessarie per orientare i processi valutativi, rendendoli di fatto più aderenti alla realtà e di conseguenza più affidabili.

Uno dei metodi diretti più utilizzati è quello dei multipli con cui viene stimato il valore dell'azienda partendo da società comparabili.

Una società è comparabile nel momento in cui condivide con la target fattori come: settore, dimensioni, stadio di vita, modello di governance, business model, performance, rischi finanziari (oltre alle società comparabili i multipli possono basarsi anche sulle transazioni comparabili che vedremo dopo).

Un multiplo è formato da un numeratore, dove ritroviamo o il prezzo della comparabile o *l'enterprise value*<sup>114</sup> (dipende dal tipo di multiplo utilizzato) e da un denominatore costituito da grandezze economiche significative.

Per evitare l'utilizzo di falsi multipli o multipli casuali, il multiplo deve rispettare quattro caratteristiche:

1. Normalità: riportare grandezze che non oltrepassino range considerati ragionevoli
2. Ordinabilità: a parità di risultati storici il multiplo è tanto più alto tanto sono maggiori le opportunità di creare valore.
3. *Mean reverting*: se il nesso di causalità tra prezzo e grandezza economica è molto stretto, nel tempo il rapporto si stabilizza.
4. Convergenza verso relazione fondamentale.

Il metodo dei multipli basato sulle società comparabili si divide in quattro fasi: nella prima si ha la scelta del campione di società comparabili che avviene attraverso l'analisi dei fattori sopra suddetti; la seconda riguarda la scelta dei moltiplicatori che si dividono in equity side e asset side, tale divisione dipende dalla grandezza considerata al numeratore che varia in base alla tenuta in considerazione o meno degli interessi sul debito; esempi di equity side sono: P/EPS, P/FCFE, P/BV, P/SALES; per asset side: EV/EBIT, EV/NOPAT, EV/EBITDA, EV/SALES;

---

<sup>113</sup>Cfr., V. Conca, "Le acquisizioni, Valutare e gestire i processi di crescita", Egea spa, Milano, 2010.

<sup>114</sup> Rappresenta il valore delle attività dell'impresa.

la terza fase riguarda la scelta dei dati affidabili per il calcolo dei multipli; l'ultima fase invece consiste nell'elaborazione e scelta finale dei multipli che se necessario vengono anche corretti<sup>115</sup>.

Per quanto concerne la metodologia delle transazioni comparabili, la differenza risiede nel campione di comparabili che viene scelto. Se prima si ricercavano delle società da paragonare alla target, qui l'oggetto sono le negoziazioni di società comparabili → *deal multiples*. Verranno selezionate quelle negoziazioni che riguardano società simili alla target al fine di calcolare il suo  $W_e$ .

Il valore così calcolato, dai metodi diretti o indiretti, rappresenta la base del prezzo finale dell'acquisizione. Nel passaggio dal  $W_e$  al prezzo finale, quest'ultimo può essere influenzato da vari fattori come ad esempio condizionamenti riconducibili ad elementi di natura strategica, finanziaria e fiscale, negoziale e contrattuale. Di solito l'impatto maggiore deriva da quelli di natura strategica e poi finanziaria in base alle dimensioni dell'operazione.

Gli elementi di natura strategica fanno capo alle sinergie realizzabili che vengono prese in considerazione nelle acquisizioni industriali, in cui il prezzo, a differenza che in quelle finanziarie, può assumere un valore soggettivo per l'impresa.

Le sinergie che possono essere realizzate sono rappresentate nella figura 4:

Tipologia di intervento sinergico	Acquirente in grado di beneficiarne	Tempo di attuazione	Grado di rischio	Valore della sinergia
I) Ristrutturazione del passivo	sinergie disponibili per tutti gli investitori, in particolare quelli finanziari	Breve	Ridotto	Assente o limitato
II) Incremento del grado di efficienza gestionale	Sinergie disponibili per un largo numero di investitori, in particolare per quelli con capacità gestionali	Breve o medio	Medio	Generalmente contenuto; in certi contesti può anche essere elevato
III) Consolidamento e sviluppo della posizione di mercato	Sinergie riservate ai concorrenti diretti	Medio	Medio	Elevato
IV) Estensione del raggio di azione strategico	Sinergie riservate a chi opera in business correlati	Medio	Elevato	Elevato - molto elevato

Figura 4: Effetti sinergici e loro caratteristiche<sup>116</sup>.

<sup>115</sup> Si rimanda all'appendice per una comprensione migliore dell'utilizzo e funzionamento dei multipli.

<sup>116</sup> Fonte: V. Conca, "Le acquisizioni, Valutare e gestire i processi di crescita", Egea spa, Milano, 2010, pag. 127.

L'importanza delle sinergie va ad aumentare il valore dell'impresa target, tanto più ci si avvicina alle sinergie di tipo IV tanto più aumenta il valore della target per l'impresa acquirente<sup>117</sup> portando ad un potenziale aumento del premio che l'acquirente corrisponde alla target, ovvero, il sovrapprezzo che è disposto a pagare sopra il valore di mercato della target. Al crescere del prezzo il valore creato dall'operazione si trasferisce nella target → diventa difficile per l'acquirente ottenere un tasso di rendimento che giustifichi l'operazione. Per la creazione di valore per l'acquirente il valore delle sinergie pagate deve essere maggiore del premio pagato.

## **2. Il piano finanziario e le possibilità di finanziamento:**

Dopo aver stabilito il prezzo di riferimento, può essere realizzato quello che è il piano finanziario per individuare i flussi monetari definitivi e stabilire la convenienza o meno dell'operazione. All'interno del piano finanziario ritroviamo tutte le ipotesi discusse fino ad ora convertite in valori quantitativi al fine di studiare la fattibilità finanziaria dell'operazione.

Il fabbisogno finanziario complessivo di un'acquisizione si origina in due momenti distinti:

- Al momento del closing per coprire il fabbisogno relativo al prezzo pattuito → fabbisogno diretto;
- In seguito per gestire il processo di integrazione tra le due società e l'attuazione degli obiettivi prefissati → fabbisogno indiretto<sup>118</sup>.

Al fine di evitare uno squilibrio temporale tra i flussi di diverso segno, è importante realizzare un'attenta programmazione dei fabbisogni e coperture finanziarie. I principali costi che devono essere coperti si dividono in tre categorie:

1. Costi correnti: tipo di costi legati al fabbisogno finanziario diretto;
2. Costi d'integrazione;
3. Costi strategici: sia i secondi che questi influenzano il fabbisogno di tipo indiretto.

---

<sup>117</sup> È in questo concetto che risiede la soggettività del valore della target per la società acquirente. La possibilità di realizzare grandi sinergie che possono portare alla creazione di altrettanto valore, porta all'aumento del prezzo della target agli occhi dell'acquirente.

<sup>118</sup> Il fabbisogno indiretto rappresenta caratteristiche di maggiore flessibilità rispetto al primo, in quanto, deriva direttamente dalle scelte del management per l'ammontare di risorse da impiegare per il suo fine. Non vi è una controparte che può vincolare la decisione dei managers.

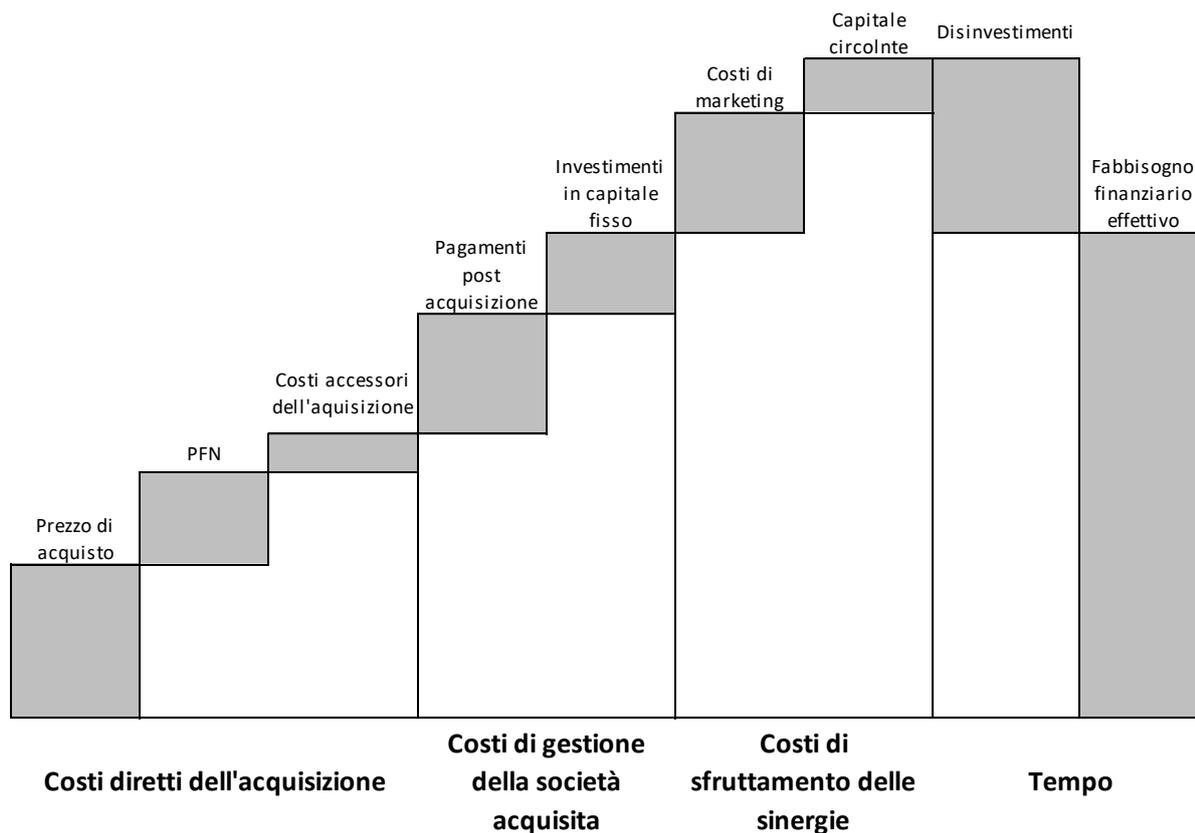


Figura 5: I fattori che influenzano il fabbisogno finanziario di un'acquisizione<sup>119</sup>.

L'individuazione della sequenza temporale dei fabbisogni consente di programmare le forme tecniche di copertura più opportune con il ricorso sia ai mezzi propri sia ai mezzi di debito. Spesso la modalità preferita è il cash (come si può notar nella figura 6), tuttavia, il grande ammontare richiesto per un'acquisizione può richiedere l'utilizzo di più strumenti come stock e strumenti di debito → forme miste di pagamento.

In molte situazioni accade che un eccessivo ricorso all'indebitamento precluda il successivo ricorso al debito in futuro costringendo la società all'utilizzo dell'equity anche se in un momento non conveniente; proprio per questo, anche nella redazione del piano finanziario, è necessario avere una visione lungimirante pensando a quella che è e quella che potrà essere la situazione economico-finanziaria della società acquirente.

<sup>119</sup> Fonte: Conca V., "Le acquisizioni, Valutare e gestire i processi di crescita", Egea spa, Milano, 2010, pag. 322.

## PAYMENT TRENDS

1998-2017

Chart 1-9

Page 34

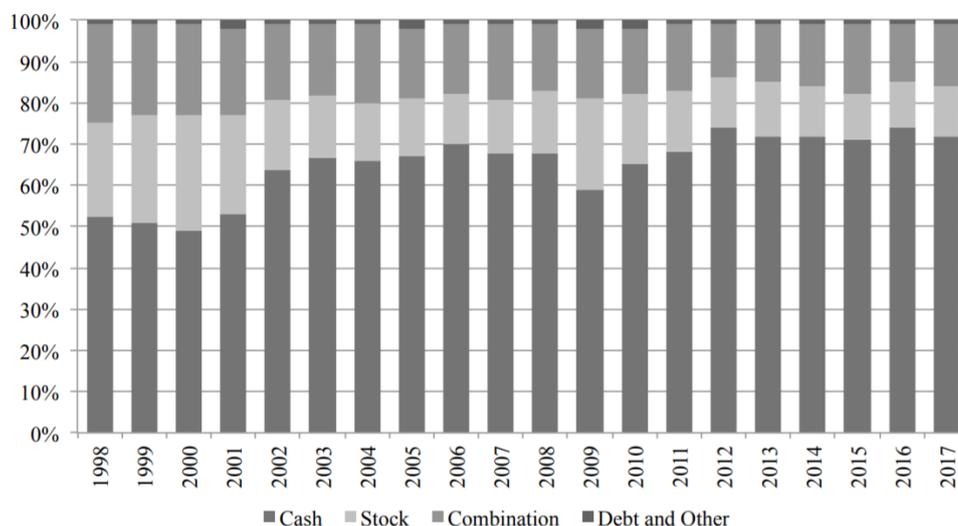


Figura 6: Principali strumenti di pagamento nelle acquisizioni ed utilizzo<sup>120</sup>.

Le alternative principali di finanziamento sono tre:

1. Autofinanziamento: rappresentato dalle risorse finanziarie internamente disponibili spesso consente soltanto una copertura parziale. Le caratteristiche di rapidità di accesso e riservatezza ne fanno una forma privilegiata e strategica.

L'autofinanziamento può essere utilizzato ricorrendo a tre possibili soluzioni:

- Risorse liquide già disponibili: rientrano in questa categoria la cassa, i conti corrente bancari, conti corrente postali, attività finanziarie prontamente trasformabili in liquidità;
- Capacità di credito inutilizzata;
- Risorse liquide potenziali: disinvestimenti di attività aziendali ritenute non funzionali oppure sacrificabili al fine del progetto. Dette potenziali poiché presentano due problematiche, rischio di liquidità e rischio di sincronia temporale<sup>121</sup>.

<sup>120</sup> Fonte: *Mergerstat review 2018*

<sup>121</sup> I rischi fanno riferimento al tempo necessario per la trasformazione dell'asset in liquidità che può ostacolare sia la prontezza dell'intervento sia la coincidenza con quelli che sono i flussi in uscita da coprire.

2. Debito: il finanziamento può avvenire secondo modalità e canali diversi che comportano caratteristiche e problemi di gestione peculiari; si può ricorrere a strumenti tecnici negoziati attraverso gli intermediari finanziari abituali, oppure ad operazioni finanziarie che passano attraverso il mercato regolamentato.

Per quanto concerne il debito bancario, nel contesto di un'acquisizione di solito le banche concedono un debito di tipo senior<sup>122</sup>, che in base alla durata e flessibilità si può distinguere in:

- *Bridge loan*: scadenza a breve termine, viene rifinanziato attraverso un *term loan* a seguito della fusione tra newco e target; l'utilizzo avviene una volta sola;
- *Term loan*: scadenza nel medio-lungo termine, utilizzo plurimo o unico senza possibilità di rinnovo tramite rimborsi. Può essere usato sia come rifinanziamento del punto precedente sia come forma di sostegno finanziario diretto all'acquisizione della target<sup>123</sup>.

Tra gli strumenti di debito ritroviamo anche l'emissione di titoli Bond. Essi rappresentano diversi vantaggi rispetto al prestito bancario: sono più liquidi e rappresentano uno strumento di diversificazione dalla dipendenza bancaria godendo anche una maggiore flessibilità.

3. Ricorso all'equity: l'emissione di nuove azioni viene finalizzata al pagamento parziale o totale dell'operazione. Una nuova emissione deve essere valutata anche in relazione agli effetti economico-finanziari che l'alternativa D/E pone. Tuttavia, spesso il finanziamento azionario risulta insostituibile poiché da un lato fa ricadere parte del rischio sugli azionisti e dall'altro aumenta la credibilità del progetto di acquisizione → soluzione finanziaria e psicologica<sup>124</sup>.

Accanto a questi tre pilastri del finanziamento, nel corso degli anni e principalmente dopo la crisi del 2007/08, si sono sviluppati nuovi strumenti con il fine di agevolare il finanziamento delle imprese e dunque anche di operazioni straordinarie, tra questi ritroviamo gli strumenti di finanziamento ibridi.

---

<sup>122</sup> È un tipo di debito che è caratterizzato da priorità di rimborso rispetto agli altri debiti e dalla copertura con diverse garanzie reali chiamate *security package*

<sup>123</sup> Cfr., M. Comana, slide di "Strumenti di finanziamento per le imprese", Luiss, Roma.

<sup>124</sup> Cfr., V. Conca, "Le acquisizioni, Valutare e gestire i processi di crescita", Egea spa, Milano, 2010.

Data la complessità dell'argomento in questa sede si farà un breve accenno a quelli più utilizzati ed emergenti:

1. Debito mezzanino: si posiziona a metà tra un *senior debt* e uno strumento azionario. È subordinato agli altri debiti e presenta qualche caratteristica di partecipazione al capitale di rischio. La durata è di medio-lungo termine;
2. Obbligazioni convertibili e warrants: rispettano un minor costo rispetto ad un'obbligazione normale e danno la possibilità al detentore o di convertire la propria obbligazione alla fine del rapporto o, nel caso dei warrant, di acquistare un determinato ammontare di azioni a condizioni prestabilite.
3. *Crowdfunding*: più persone (crowd) conferiscono somme di denaro (funding) per finanziare un progetto imprenditoriale o altre iniziative tramite siti internet con donazioni. Spesso con la donazione si riceve un titolo che conferisce diritti patrimoniali e amministrativi. L'utilizzo di tale strumento sta crescendo in maniera rilevante con l'assistenza dell'utilizzo di criptovalute<sup>125</sup>.

---

<sup>125</sup> Il *crowdfunding* associato alle *criptovalute* dà vita a quello che viene chiamato *cryptoequity*: creazione di gettoni di valore sicuri che rappresentano una relazione di proprietà/accesso a beni fisici digitali, dunque in questo modo si hanno quote di proprietà iscritte sulla blockchain. Esempi di applicazione sono:

- Quote societarie= rappresentano azioni che danno al possessore tutti i diritti di una normale azione ordinaria, esempio sono *Bitshares*;
- Gettoni di proprietà= token che rappresentano forme di proprietà non relativa ad organizzazioni o a proprietà intellettuali;
- Gettoni relativi a prodotti= token digitali scambiabili con prodotti materiali o immateriali;
- Gettoni di accesso= token digitali che offrono l'accesso a reti specifiche o a gruppi.

I mattoni principali del sistema sono, la possibilità di utilizzare *smart contract* e un'organizzazione autonoma e decentralizzata in grado di distribuire diritti e doveri su regole basate su sistemi peer to peer e robustezza crittografica.

## 2.2.2. Lettera d'intenti e *Due diligence*: il *closing* dell'operazione

La parte finale della negoziazione è caratterizzata dalla stesura della lettera d'intenti. Essa rappresenta la disponibilità delle parti a concludere concretamente la trattativa → stadio di pre-realizzazione. Sotto il profilo giurisprudenziale è definita come un negozio giuridico cosiddetto atipico, in quanto si tratta di un contratto non specificatamente disciplinato dalla normativa; si può definire a tutti gli effetti un documento precontrattuale.

Gli obiettivi del documento sono, come già detto, esprimere la reale intenzione di concludere l'accordo, stabilire un termine entro il quale concludere, definire il contenuto di massima dell'accordo, fissare i criteri della *due diligence*, concordare l'esclusiva della trattativa e rinnovare le clausole di segretezza<sup>126</sup> (gli ultimi tre elementi hanno carattere vincolante).

Rappresenta lo strumento che consente di procedere verso la *due diligence* diventando di fatto elemento vincolante per lo svolgimento della stessa.

La lettera d'intenti deve esplicitare in maniera chiara ed inequivocabile: i criteri di determinazione del prezzo, i criteri per eventuali aggiustamenti del prezzo e quelli relativi alle modalità di pagamento<sup>127</sup>.

Dopo aver sigillato la lettera d'intenti si procede con l'attività di *due diligence*. Essa può essere definita come un'attività investigativa sulla struttura operativa ed economico-finanziaria della società target con lo scopo primario di confermare la veridicità delle informazioni fornite dal venditore ed approfondire l'esistenza di costi occulti nel bilancio della target e di oneri e rischi latenti nell'operazione.

Può succedere che il processo investigativo caratteristico della *due diligence* abbia inizio nelle fasi preliminari dell'operazione, in quel caso si tratta di *preliminary due diligence*. L'obiettivo principale è ottenere una conoscenza diretta del business, dei fattori competitivi e della

---

<sup>126</sup> Tale intento risulta particolarmente rilevante nel momento in cui l'acquisizione interessa una società quotata con le quali sorge il tema delle informazioni privilegiate. Art 181 del TUF definisce tali informazioni come "informazione di carattere preciso che non è stata ancora resa pubblica (...), che se lo fosse potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi dei titoli e strumenti finanziari". L'abuso di informazioni privilegiate è punibile sia da un punto di vista amministrativo che penale, anche per questo nella trattazione di tali informazioni il CdA deve agire con la massima cautela.

<sup>127</sup> Per un esempio di lettera di intenti si rimanda a: V. Conca, "Le acquisizioni, Valutare e gestire i processi di crescita", Egea spa, Milano, 2010, pag. 163.

concorrenza, elementi fondamentali per esplicitare le ragioni strategiche e i benefici attesi della potenziale acquisizione.

In line generale uno schema di due diligence completa può investire svariati campi d'indagine, tra i quali:

- Aspetti legati al business e alla concorrenza;
- Aspetti societari, risultati operativi, economico-finanziari ed elementi patrimoniali;
- Aspetti legati all'organizzazione, personale, sistemi informativi;
- Aspetti legali;
- Aspetti fiscali;
- Aspetti ambientali.

Ognuno di questi argomenti può anche essere l'unico oggetto della *due diligence*, da qui le due diligence di mercato, ambientali, fiscali ecc...<sup>128 129</sup>.

Come si evince la due diligence può assumere differenti peculiarità in base a quello che è il focus dell'attività investigativa. Se l'obiettivo è ottenere informazioni prettamente operative che pongano in primo piano gli aspetti industriali allora si parla di *operational due diligence*; tale attività, molto comune quando l'investitore è un soggetto con un profilo strategico, implica la revisione del piano industriale e del piano di azione per la sua implementazione dopo l'acquisizione<sup>130</sup>.

In genere il coordinamento complessivo della *due diligence* viene assunto dalla società di revisione, dal commercialista di fiducia dell'acquirente, oppure dalla *merchant bank*<sup>131</sup> che collabora nell'operazione o dal consulente legale. Il coordinatore dei lavori avrà il ruolo di assistere il cliente nella definizione delle metodologie d'indagine e di condurre i vari professionisti coinvolti nel lavoro; l'obiettività di giudizio, l'imparzialità nell'approccio e l'esperienza maturata nel tempo fa sì che i consulenti esterni abbiano la diligenza professionale necessaria per il buon esito dell'investigazione.

---

<sup>128</sup> Cfr., A. Arcangeli, F. Bianchi, L. Rizzi, "Come gestire le operazioni di M&A", IPSOA, Milano, 2012.

<sup>129</sup> Si rimanda all'approfondimento del capitolo per la trattazione delle *due diligence* ambientali e fiscali.

<sup>130</sup> Cfr., La *operational due diligence* nell'esperienza di Alvarez & Marsal.

<sup>131</sup> Tipo di attività bancaria che oggi si caratterizza principalmente per i servizi di consulenza e assistenza nelle problematiche della finanzia d'impresa, organizzazione delle operazioni di reperimento dei fondi in favore delle imprese, collocamento e garanzia di obbligazioni e azioni.

In conclusione, la strutturazione definitiva di un documento di due diligence prevede quattro parti:

1. Indice dei contenuti;
2. Compendio dei principali risultati emersi sottolineando i fatti più rilevanti e gli elementi di incertezza;
3. Spiegazione dettagliata dei risultati accompagnata dai dati e le informazioni utilizzate per l'analisi, al fine di garantire la loro veridicità e responsabilizzare enti e/o persone che hanno fornito le informazioni;
4. Documentazione di supporto delle evidenze riscontrate più informazione integrativa sulla target (contratti, elenco clienti, prodotti ecc.)<sup>132</sup>.

I risultati esposti dalla due diligence possono far emergere rischi per l'acquirente non indifferenti<sup>133</sup>. Per evitare la responsabilità di tali rischi, il compratore può richiedere l'utilizzo di meccanismi quali, ad esempio, il deposito di garanzia o *escrow account*.

L'istituzione dell'*escrow account* prevede la possibilità che l'acquirente possa rivalersi sul venditore nel momento in cui insorgano vizi contrattuali imputabili al venditore stesso, il quale costituisce il deposito vincolato di durata pluriennale che viene affidato in custodia a terzi sulla base di un contratto tra le tre parti, scritto e sigillato, con l'intesa che il terzo a sua volta lo consegna al venditore dopo l'adempimento di una determinata prestazione o al verificarsi di specifiche condizioni.

Grazie all'ampia e approfondita valutazione accorsa con la due diligence la trattativa si avvia alla sua fase conclusiva con la formalizzazione di una proposta concreta di acquisto.

Nella fase di predisposizione dell'offerta<sup>134</sup> vengono esplicitati:

- Oggetto dell'acquisizione;
- Prezzo di riferimento;
- Condizioni contrattuali e di pagamento;
- Eventuali meccanismi di *earn-out*;
- Garanzie e clausole particolari;

---

<sup>132</sup> Quando la *due diligence* è affidata a società di revisione, il documento finale è sempre preceduto da una lettera di presentazione che fa riferimento alla veridicità e completezza dei dati raccolti, alle difficoltà riscontrate all'accesso delle informazioni e alla responsabilità attribuibile a consulenti esterni.

<sup>133</sup> Esempi di rischi sono: carichi fiscali potenziali, rischi ecologico-ambientali, rischi di responsabilità civile legati al prodotto, rischi di varia natura.

<sup>134</sup> Per un esempio di lettera di offerta si rimanda a: V. Conca, "Le acquisizioni, Valutare e gestire i processi di crescita", Egea spa, Milano, 2010, pag. 190.

- Validità temporale dell'offerta.

È con la lettera di offerta che si entra nella fase ultima della negoziazione, in cui le due parti cercano di raggiungere un accordo reciprocamente accettabile che massimizzi i loro interessi; spesso è in questa fase che gli aspetti psicologici e negoziali possono prevalere su quelli tecnico-economici<sup>135</sup>.

Molte volte per evitare l'interruzione della trattativa, causata dal mancato accordo sul prezzo, si ricorre alle cosiddette clausole di *earn-out*: l'acquirente accetta il prezzo della target a condizione che si raggiungano i risultati previsti nel business plan utilizzato come base di riferimento del prezzo stesso, in questo modo parte del pagamento viene posticipato<sup>136</sup> e corrisposto a consuntivo<sup>137</sup>. Raggiunto l'accordo per il prezzo si ha la necessità di perfezionare il contratto di acquisizione in tempi ristretti per evitare eventuali ripensamenti.

In linea generale il contratto finale non si discosterà di molto dalla lettera d'offerta sopra citata; con la stesura dell'accordo formale si giunge alla conclusione del processo e per tanto si rende indispensabile individuare aspetti formali e dettagli essenziali per trasferire la proprietà al nuovo soggetto economico. Anche se non è presente uno standard, di solito il contratto definisce in maniera inequivocabile: il meccanismo predefinito relativo al prezzo con tutti i dettagli sulle modalità di pagamento; l'esplicitazione formale delle garanzie e come funzionano; le pattuizioni accessorie<sup>138</sup>.

Va tenuto presente che, in particolari casi, le operazioni di M&A sono soggette anche all'approvazione dell'Autorità antitrust il cui esame avverrà dopo la firma della lettera d'intenti, cioè quando l'operazione è ormai conclusiva e manca soltanto l'autorizzazione dell'Autorità a procedere<sup>139</sup>.

Con la firma del contratto e con l'acquisizione del controllo della target inizia quella che può essere definita la fase più complessa dell'operazione, l'integrazione post acquisizione.

---

<sup>135</sup> Cfr., J.C. Freud, "La negoziazione" in M.L. Rock (a cura di), *"fusioni e acquisizioni. Aspetti strategici, finanziari, organizzativi"*, Milano, McGraw-hill, 1990, pag. 141-150.

<sup>136</sup> Di solito il tempo di posticipazione del pagamento non supera i due anni.

<sup>137</sup> Va da sé che tale meccanismo è utile solo quando il venditore resta in azienda e la gestisce in completa autonomia e senza imposizioni da parte dell'acquirente. Non per caso è quasi sempre presente nei contratti dove il compratore è un fondo di *private equity*.

<sup>138</sup> Consistono in patti di non concorrenza, obbligo di mantenere una collaborazione pluriennale e patti parasociali.

<sup>139</sup> Cfr., A. Arcangeli, F. Bianchi, L. Rizzi, *"Come gestire le operazioni di M&A"*, IPSOA, Milano, 2012.

### 3. L'integrazione: modelli e rischi

Rappresenta l'ultima fase del processo di acquisizione dopo la chiusura formale del contratto. È presente solo quando vi è la necessità di procedere ad un'integrazione tra la vecchia e la nuova società; infatti quando l'obiettivo è unicamente quello di ottenere la proprietà del capitale azionario, la società target può mantenere un'autonomia gestionale che non rende doverosa l'inizio della fase d'integrazione.

Lo svolgimento di questa fase è fortemente influenzato dalla natura e dagli obiettivi del progetto acquisitivo. Se consideriamo la prospettiva *resource based view*, l'obiettivo ultimo dell'acquisizione è l'appropriazione delle risorse uniche finalizzate a creare, attraverso l'integrazione organizzativa, un flusso osmotico tra le due imprese, indispensabile per realizzare i goals posti nel progetto acquisitivo. In quest'ottica il momento dell'integrazione diventa centrale nel conseguimento di tutte quelle risorse e competenze che possiede la target e che mancano all'*acquirer* → integrazione come vera fonte di creazione del valore<sup>140</sup>.

Risulta dunque necessario predisporre una serie di interventi e di misure coerenti e implementabili per evitare che il processo abbia cattivi risultati; già lo screening sulla società target dovrebbe contemplare la valutazione sull'effettiva possibilità di integrazione, se così fosse essa dovrebbe risultare culturalmente e gestionalmente compatibili, minimizzando i problemi e le difficoltà del processo.

Ma quali sono i fattori critici che devono orientare il management a gestire con efficacia l'integrazione? Il modello proposto da V. Conca presuppone quattro aree d'intervento definite come leve prioritarie per un efficace gestione del processo d'integrazione<sup>141</sup>:

1. Integrazione organizzativa e culturale: l'imperativo di integrazione organizzativa e culturale pone in primo piano l'esistenza di alcune aree critiche che possono trasformarsi in vere e proprie barriere per l'integrazione. Si possono riconoscere due grandi tipologie di barriere:

---

<sup>140</sup> Spesso si pensa che le operazioni di M&A siano intraprese con l'obiettivo di catturare di valore anziché di crearlo. Questo ragionamento riflette una logica finanziaria che punta solamente all'acquisizione societaria. In una logica industriale, invece, è evidente che la sola cattura del valore non è sufficiente a giustificare un'acquisizione ove venga a mancare un partner che consenta una piena valorizzazione degli asset aziendali. Se la premessa è la costituzione di una forte relazione sinergica, la cattura del valore è condizione necessaria ma non sufficiente al raggiungimento degli obiettivi strategici.

<sup>141</sup> V. Conca, "la gestione ex post dei processi di M&A", Italia oggi, n.4, giugno 1993.

- Primarie: origine di tipo culturale<sup>142</sup>;
- Secondarie: derivano da modelli di comportamento delle persone e dalle procedure organizzative.

Di solito le prime rappresentano la difficoltà più grande da superare. Se il modello della target è vincente si tende a preservare la sua cultura; in altri casi, l'esigenza è di introdurre una nuova cultura che affiancata all'esistente ne possa risultare complementare.

La verifica della compatibilità culturale rappresenta un momento fondamentale del processo, in essa, infatti, si trova il fondamento che consente ai membri delle società coinvolte di riconoscersi parte essenziale e integrante della nuova realtà aziendale, con le relative conseguenze in termini di dedizione e *commitments*<sup>143</sup>.

Ai problemi di cultura aziendale si aggiungono i vincoli di natura comportamentale derivanti da abitudini e specifici comportamenti sia a livello interpersonale che gerarchico organizzativo. Dall'esperienza risulta che la costituzione di un post-merger team congiunto sia una delle mosse vincenti per superare le resistenze e le frazioni che si creano durante il processo.

2. Generazione del consenso: l'ottenimento del consenso è fortemente vincolato da condizioni di status e di potere detenute a livello individuale e organizzativo. La sua generazione può essere perseguita sfruttando il carisma di alcuni manager che, assumendo il ruolo di *opinion leaders*, possono contribuire a convincere la struttura sull'opportunità di reagire positivamente ai cambiamenti in atto e alle nuove esigenze dettate dalle strategie dell'acquirente. Anche una buona ed efficace piano di comunicazione può essere un valido strumento per costruire il consenso<sup>144</sup>.

---

<sup>142</sup> La cultura aziendale rappresenta quell'insieme di valori, idee, comportamenti e consuetudini che guidano il modo di agire e pensare dell'intera azienda caratterizzandone il modus operandi.

<sup>143</sup> R. Deiser, "Post acquisition management: a process of strategic and organisational learning" in G. Von Krogh, A. Sinatra, H. Singh, *The management of corporate acquisitions. International perspectives*, Basingstoke, Macmillan Press, 1994.

<sup>144</sup> La comunicazione consente di chiarire gli obiettivi dell'operazione, illustrare le fasi del processo di integrazione, identificare le persone e le aree coinvolte. Lo scopo ultimo è di coinvolgere e motivare le persone, riducendo le aree di incertezza ed evitandola circolazione di informazioni distorte, che spesso conducono a interpretazioni errate, ostacolando l'integrazione. Il processo di comunicazione deve possedere tre caratteristiche:

- Completezza;
- Articolazione;
- Ricchezza di informazione.

La qualità della comunicazione è tanto più critica quanto maggiore è la distanza culturale tra le due società.

Infine, il consenso sull'acquisizione può essere conseguita anche in modo naturale mediante una strategia di collaborazione pregressa con la società target, che può avvenire in svariati campi. Esso consente di conoscere a fondo e di instaurare un rapporto di stima e di fiducia reciproca con le persone che in seguito dovranno collaborare favorendo il processo d'integrazione.

→ collaborazione pregressa può diminuire di gran lunga il rischio d'insuccesso → spinta all'acquisizione.

3. Trasferimento risorse e competenze: questa necessità è presente quando la target non conserva completamente la sua autonomia strategica ed operativa. Gli sforzi sono finalizzati alla creazione di un flusso osmotico tra le due unità organizzative, evitando di attivare una pericolosa crisi di rigetto.

È bene distinguere due tipi di risorse:

- Hard: tecnologie, brevetti ecc.  
il trasferimento si presenta solitamente abbastanza agevole data la loro riproducibilità concreta.
- Soft: competenze organizzative, capacità di *teamwork* ecc.  
la diffusione di capacità e competenze soft non è sempre reversibile in via diretta. Ciò può portare alla distruzione del valore.

Quest'area di intervento acquista ancora più importanza per le acquisizioni core to core e di tipo correlato.

4. Tempi di adattamento e di risposta: necessità di prevedere, e possibilmente contenere, i tempi nei quali la nuova struttura integrata possa iniziare ad operare a regime.

Risultano prioritari in quest'ottica le modalità di impostazione, di avvio e di gestione del processo di integrazione, indipendentemente dai risultati che dovrebbero autonomamente scaturire nel momento in cui il processo è stato ben condotto.

Dai dati empirici risulta che in media i tempi di adattamento e di conseguimento delle sinergie desiderate siano pari a due anni, pochi sono i casi in cui i tempi sono inferiori; molto spesso invece, essi tendono a dilatarsi e a volte, a non far raggiungere l'integrazione. Si sottolinea, dunque, l'importanza di una pregressa strategia di collaborazione per ridurre i tempi di integrazione ed ottimizzare così il ritorno finanziario dell'investimento.

Sul processo di integrazione vi sono tanti modelli che ne descrivono passaggi e step per raggiungere il risultato desiderato dall'*acquirer*, in questa sede oltre al modello di V. Conca sopra illustrato, si presenta quello di A. Sinatra<sup>145</sup>.

In questo modello secondo un approccio strategico-organizzativo l'integrazione può essere realizzata con tre modalità alternative:

1. **Colonizzazione:** l'impresa tende ad espropriare dalla target le competenze che ritiene funzionali al disegno strategico di base ed ad imporre la propria cultura. Ovviamente la presenza di culture diverse e la maggior distanza tra le due società possono far nascere una barriera difficile da superare.

L'elemento cruciale è rappresentato dalla velocità di azione con cui si impone la cultura dominante, raggiungendo nel minor tempo la possibile prevalenza di una cultura sull'altra<sup>146</sup>.

2. **Matrimonio:** si caratterizza per la necessità di un adeguamento reciproco delle strutture aziendali → capacità di valorizzare la diversità pur mantenendo una forte coesione interna. La possibilità di ottenere buoni risultati dipende dalla capacità di trasferire le risorse e le competenze e dalla qualità delle persone a cui è affidato il ruolo di interfaccia tra le due società.

3. **Imprinting:** caratterizzata per la conduzione dell'attività di orientamento strategico da parte dell'acquirente sul processo decisionale dell'acquisita che, pur mantenendo una relativa autonomia, viene guidata nella direzione desiderata. Lo sviluppo della società acquisita è perseguito attraverso la condivisione di valori, delle strategie e delle condizioni organizzative e gestionali.

Difficile ma non impossibile, risulta trovare un trade-off tra autonomia gestionale lasciata alla target e pianificazione strategica affidata all'*acquirer*.

Il modello scelto non può che dipendere dal disegno strategico complessivo dell'operazione e dalle specifiche esigenze di ogni circostanza. Nei casi specifici delle *cross-border* M&A è importantissimo considerare le differenze culturali per una corretta gestione delle risorse

---

<sup>145</sup> A. Sinatra, "La valutazione delle probabilità di successo nei processi di fusione e acquisizione. Strategie e organizzazione delle aziende", Milano, Egea, 1993, pag. 266 e ss.

<sup>146</sup> Come spiega Sinatra, il modello della colonizzazione trova esemplificazione nell'operazione di acquisizione di Alfa Romeo da parte di Fiat, che mediante una forte ristrutturazione aziendale è riuscita ad imporre la propria cultura e a riportare la società a condizioni di efficienza simili a quelle della casa madre.

umane. La complessità di tale fine aumenta quando si vuole procedere ad un allineamento dei valori radicati nella storia dei partners provenienti da contesti profondamente differenti.

Child et al. (2001) hanno dimostrato che imprese statunitensi ed inglesi realizzano una maggior integrazione tra le risorse umane delle loro filiali rispetto a quelle giapponesi, tedesche o francesi<sup>147</sup>. I paesi percepiti come simili o compatibili da un punto di vista culturale registrano elevati tassi di *partnership* tra le imprese in essi operanti.

In ogni caso, qualunque sia la scelta, i risultati richiederanno tempi di attesa medio-lunghi, variabili in base alla capacità e competenze di chi gestisce l'intero processo di acquisizione.

Una buona gestione e programmazione del management può portare anche ad una riduzione dei costi di integrazione strettamente legati al fabbisogno di integrazione: tanto maggiore è la necessità di integrare le due strutture tanto maggiori saranno i costi, si va dalla diversificazione che implica costi marginali alle acquisizioni core to core dove i costi sono più elevati. In questi casi, come accennato in precedenza, assume grande influenza la capacità di far convivere due strutture organizzative diverse, con culture e procedure operative talvolta agli antipodi, al fine di superare tutte le problematiche e i possibili ostacoli derivanti dal processo di integrazione.

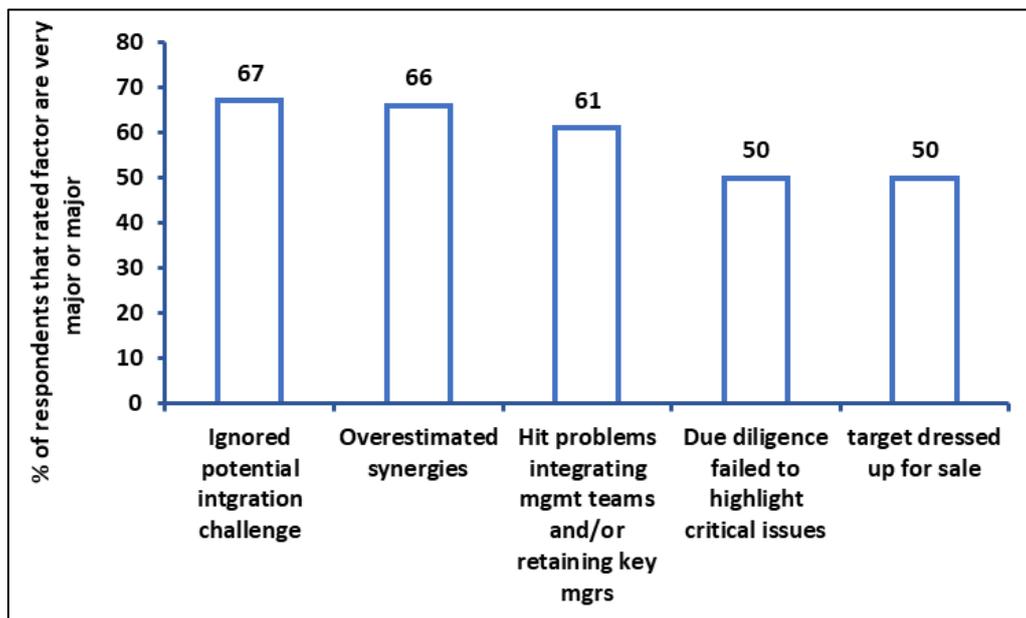


Figura 7: Le principali cause di difficoltà del processo di integrazione<sup>148</sup>.

<sup>147</sup> Le organizzazioni sono influenzate dalle pressioni degli ambienti nazionali e sovranazionali che impongono una serie di comportamenti. Nello specifico, la normativa antitrust oppure i sistemi legali possono rallentare sino ad impedire il completamento di una fusione.

<sup>148</sup> Fonte: Bain & Co., 2009.

## 4. Fattori critici di successo: rilevanze empiriche

A livello pratico l'esperienza ci mostra come in due casi su tre le operazioni di M&A non riescono a creare valore per gli azionisti come mostrato dalle tante ricerche condotte dalle principali società di consulenza. Allo stesso tempo, però, dato che i casi di successo esistono, diventa interessante indagare sui relativi fattori di successo.

L'ipotesi di lavoro alla base della ricerca descritta di seguito, parte dalla considerazione che il successo di un'acquisizione sia maggiormente legata ad alcune caratteristiche specifiche dell'acquirente piuttosto che al tipo di operazione in sé<sup>149</sup>.

La ricerca di Bain e company è finalizzata ad indagare il profilo ideale dell'acquirente di successo. La ricerca analizza 10.000 acquisizioni riferite ad un campione di 1.000 aziende basate per 2/3 negli USA e 1/3 in Europa. L'intuizione della ricerca è che il successo possa dipendere da una vera e propria curva di apprendimento delle acquisizioni, la *M&A Learning Curve*.

Prima di ciò, vediamo quali sono le caratteristiche principali dello studio:

- Focus sugli acquirenti: a differenza dei molti studi svolti che si concentrano prettamente sull'operazione in sé finendo per essere influenzati da fattori esterni;
- Ampia base dati come riportato sopra;
- Estensione temporale e spaziale: l'analisi delle quotazioni azionarie si estende per 20 anni 1986-2006 per neutralizzare l'effetto legato alla peculiarità di situazioni congiunturali. Inoltre, il confronto parallelo tra esperienze Europee e USA consente di evidenziare alcune regole che possono essere definite come generali;
- Utilizzo dell'*excess return* per quantificare il successo: ritorno complessivo degli azionisti meno costo del capitale<sup>150</sup>. Il vantaggio dell'utilizzo di questo indicatore deriva dal fatto che le altre misure sono più facilmente influenzate da fattori esterni non direttamente correlati alla bontà dell'attività di M&A.

---

<sup>149</sup> Ribaltando non di poco l'opinione diffusa che vede nelle caratteristiche della target il fattore di successo principale dell'operazione.

<sup>150</sup> Il costo del capitale è inteso come il tasso di rendimento considerato soddisfacente per gli azionisti. Tale tasso di solito è indicato con  $r_e$  è calcolato attraverso il CAPM:  $r_e = r_f + \beta_e * (r_m - r_f)$ , dove  $r_f$  rappresenta il tasso di rendimento privo di rischio,  $r_m$  il tasso di rendimento del portafoglio di mercato e  $\beta_e$  coefficiente di rischio specifico dell'azienda. L'extra-rendimento è dato dalla differenza tra rendimento effettivo registrato e  $r_e$ .

## Risultati della ricerca:

1. Nella maggior parte dei casi gli acquirenti di successo sono quelli che comprano aziende piccole rispetto alle loro dimensioni. Tale risultato risulta coerente con la delicatezza tipica del processo di integrazione, i cui problemi vengono meno se l'acquirente è in grado e non trova ostacoli nell'imporre le regole del gioco. In particolare, negli Stati Uniti, i *deals* su aziende di dimensioni piccole hanno ritorni anche di tre volte superiori di quelli focalizzati su aziende di maggiori dimensioni.

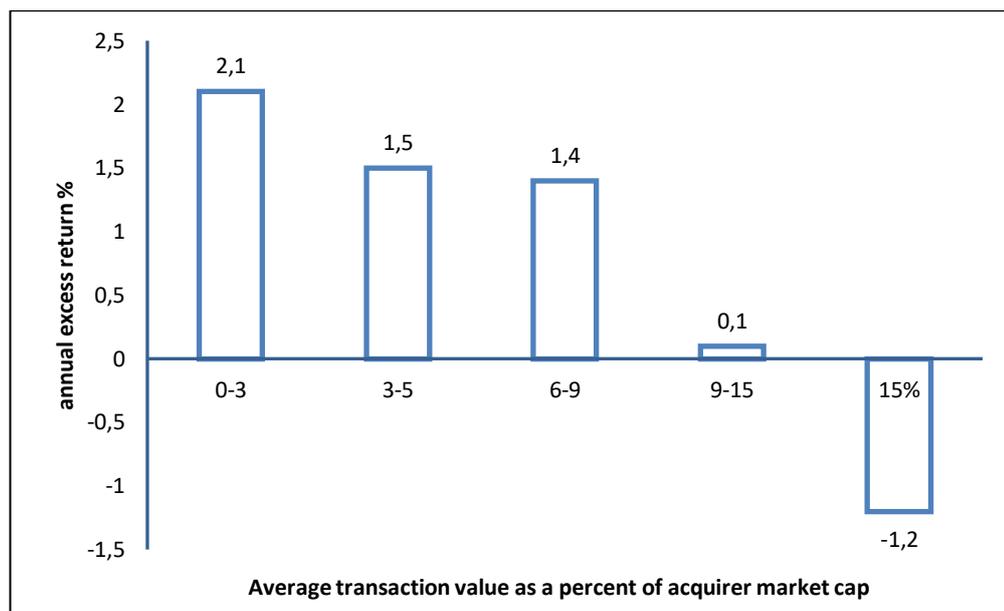


Figura 8: Correlazione tra ritorno delle acquisizioni e dimensione della target (1987 – 2006)<sup>151</sup>.

2. Altro aspetto riguarda la relazione tra *excess return* e la frequenza con cui vengono fatti i *deals*. Gli acquirenti che registrano un'attività più intensa in M&A sono quelli che ottengono i migliori risultati. Negli USA le aziende che nel periodo considerato hanno svolto più di 25 operazioni presentano performance superiori del 30% rispetto a chi ha condotto tra 1 e 9 operazioni e del 100% rispetto a quelle società che non hanno intrapreso operazioni di acquisizioni.

Queste differenze possono collegarsi a quattro fattori:

- Maggior esperienza sviluppata dal management che riesce a gestire meglio l'acquisizione e a ridurre i tempi aumentando velocità ed efficacia dell'integrazione;

<sup>151</sup> Fonte: Bain & Company.

- L'utilizzo di processi e sistemi per una gestione pianificata di tutto il processo di acquisizione e ben organizzata nei tempi e nelle fasi che la compongono;
- Possibilità di lavorare con un management team stabile.
- Curva di esperienza delle acquisizioni.

3. I frequenti *acquirers* possono essere suddivisi in tre categorie:

- *Constant acquirers*: acquirenti abituali che acquistano indifferentemente dalle fasi del ciclo economico.
- *Recession acquirers*: acquirenti anticipatori che intensificano la frequenza delle acquisizioni durante le recessioni.
- *Growth acquirers*: acquirenti reattivi che acquistano principalmente nei periodi di crescita.

I *constant acquirers* sono di gran lunga quelli che ottengono i risultati migliori rispetto agli altri due. Dunque, gli acquirenti di successo tendono a sviluppare numerose operazioni di M&A nell'alternanza di situazioni economiche favorevoli e non, in modo sistematico e non opportunistico.

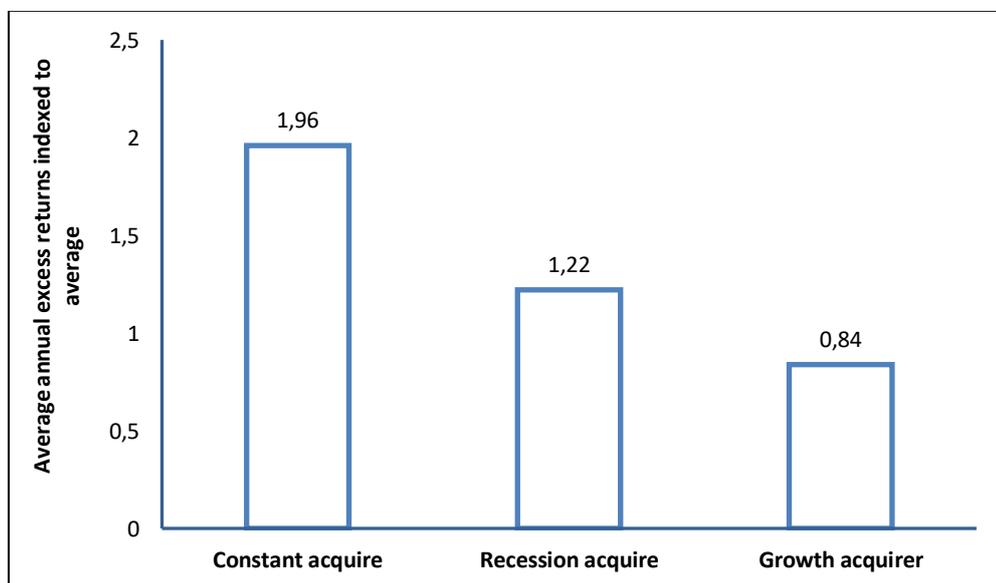


Figura 9: Performance per tipologia di acquirenti sulla base della frequenza delle acquisizioni e della relazione con il ciclo economico nel contesto statunitense (1987 – 2006).

Lo studio degli acquirenti di successo e dei loro comportamenti evidenzia come questi condividano una serie di caratteristiche chiave che li rendono diversi dagli altri. Essi fanno operazioni con una certa sistematicità, in periodi sia di recessione che di crescita, e cominciano con piccoli *deals* a basso rischio grazie ai quali riescono a sviluppare un adeguato *know-how* prima di affrontare le operazioni più grandi e complesse. Stabiliscono un *core team* che rimane dedicato alle operazioni di M&A e che definisce processi e linee guida per istituzionalizzare l'esperienza acquisita nel corso delle varie operazioni. Hanno trovato il modo di catturare il *know-how* sviluppato in ogni *deal*, riuscendo così a scalare la curva di esperienza delle acquisizioni.

→ Tali aziende non hanno solo colto delle opportunità ma si sono organizzate per crearle<sup>152</sup>.

---

<sup>152</sup> Cfr., V. Conca, "Le acquisizioni, Valutare e gestire i processi di crescita", Egea spa, Milano, 2010.

# APPROFONDIMENTI CAPITOLO

## Le acquisizioni tecnologiche

Jon Bena e Kai Li<sup>153</sup> nel loro scritto “*Corporate innovations and mergers and acquisitions*” mostrano come uno degli aspetti strategici che può spingere una società ad acquisirne un'altra risiede nell'innovazione tecnologica. Attraverso la teoria dei diritti di proprietà dell'azienda i due cercano di dimostrare ed individuare i risultati e benefici di tali acquisizioni.

*The property rights theory of the firm* afferma che le fusioni e le acquisizioni rappresentano delle decisioni importanti in quanto occasioni per determinare i diritti di controllo sugli assets quando eventi imprevisi o non controllabili spingono due parti a negoziare la continuazione dei loro rapporti. L'integrazione è uno strumento utile ad evitare comportamenti opportunistici e a generare benefici economici per entrambi.

I due autori riprendono la teoria di Hart e Moore sull'allocazione ottimale della proprietà, concentrandosi sulla complementarità degli assets e di come questi insieme alla *property theory* possano spiegare motivazioni e risultati delle operazioni M&A.

Le ipotesi dell'analisi sono fondamentalmente tre:

1. *Merger occurrence*: le aziende più innovative hanno più probabilità di intraprendere un'operazione di M&A come acquirenti. Tali operazioni possono essere causate dal legame tecnologico che vi è tra le due parti che, se corrisponde ad una sovrapposizione tecnologica, può portare al superamento delle asimmetrie informative in un'acquisizione, poiché se le due aziende usano tecnologie simili, valutare gli assets utilizzati in R&D sarà più semplice. Il legame tecnologico tra le due aziende, inoltre, potrebbe portare al completamento delle rispettive tecnologie causando una riduzione del *gap* presente nel portafoglio tecnologico di una o dell'altra azienda. La risultante sarà un'azienda con una posizione competitiva rafforzata;
2. *Merger pairing*: M&A hanno una probabilità maggiore di verificarsi tra società con attività tecnologiche correlate. Se due società hanno attività in R&D correlate l'una con l'altra, attraverso un M&A esse potrebbero sviluppare delle economie di scala e di scopo riducendo così i costi della produzione per la condivisione degli stessi input.

---

<sup>153</sup> Entrambi docenti alla Columbia British University.

È probabile che più forte è la relazione tra le due tecnologie migliori saranno le economie di scala e di scopo raggiunte;

3. *M&A outcomes*: le M&A basate sull'innovazione tecnologica generano: un aumento degli *innovation output*, una reazione del prezzo del mercato e migliori performance operative e finanziarie.

L'obiettivo di Bena e Li è proprio quello di dimostrare la veridicità di tali ipotesi attraverso uno studio campionario su reali operazioni di M&A verificatesi tra il 1984 e il 2006 in USA ed esempi ipotetici. Lo studio è stato svolto attraverso l'utilizzo di vari indici con due finalità principali:

1. Misurare la quantità e qualità tecnologica delle società sia prima dell'avvenimento dell'operazione che nei tre anni precedenti, per capire come il trend dell'andamento può andare a influenzare l'acquisizione.
2. Misurare la correlazione tecnologica tra le parti interessate<sup>154</sup>:
  - *Correlation of innovation activities*: misura la somiglianza tra le tecnologie usate dalle aziende.
  - *Cross citation*: misura come il portafoglio brevetti di una società può essere direttamente legato e quello dell'altra. Sottolinea l'importanza dell'attività tecnologica di un'azienda per l'altra.
  - *Knowledge base overlap*: valuta se le due aziende basano le proprie attività tecnologiche sulle stesse conoscenze paragonando le fondamenta tecnologiche utilizzate.

A tali strumenti in fine, sono associati le misure degli *stock price* dell'*acquirer* e della *target firm* dopo l'annuncio dell'M&A e la misura della *stock market performance* nel lungo periodo dopo l'operazione.

I risultati dello studio mostrano che:

1. Spesso l'*acquirer* è un'azienda più innovativa della *target* e che presenta valori maggiori nella crescita delle vendite, profittabilità, *operating and market performance* e un più basso *Book to market ratio*<sup>155</sup>. Nello specifico il livello di innovazione dell'azienda e il

---

<sup>154</sup> Per un'analisi sulla costruzione degli indici si rimanda al documento originale pag. 12 a 15.

<sup>155</sup> Il *book to market ratio* è un indice che indica il rapporto tra il valore contabile dell'azienda e quello di mercato. Più alto è questo valore meno capace sarà stato il management dell'azienda a generare un plusvalore su quello contabile.

trend della crescita di tale livello nel tempo, giocano un ruolo importante nell'operazione. Più questi valori sono alti nel periodo precedente all'acquisizione maggiori saranno gli *output* innovativi post acquisizione.

2. La selezione dell'industria target sembra essere fortemente correlata alla presenza di legami e somiglianze tra essa e l'*acquirer* in termini di innovazione, ovvero, di possibile nascita di sinergie potenziali tra le parti e la riduzione delle asimmetrie informative sugli *intangible asset* dell'acquirente.
3. Il trend in aumento delle correlazioni presenti tra l'acquirente e la target portano ad un aumento della probabilità di fusione. Di solito l'acquirente è rappresentato dalla società che registra una crescita maggiore nelle attività di brevettazione  
Maggiore è la complementarietà degli assets e le potenziali sinergie nascenti più probabile sarà il verificarsi di un M&A.
4. Dal confronto tra situazione pre e post merger si evince come vi sia un incremento delle brevettazioni ed un miglioramento registrato degli indici di qualità delle innovazioni soprattutto riguardante l'attività originaria dell'acquirente. Sia la qualità che la quantità delle innovazioni registrano un significativo incremento in quelle transazioni di M&A che coinvolgono aziende con assets correlati, sostenendo così quella che era la *property rights theory of the firm*.  
  
→ *integration leads to optimal investments*.
5. Alcune evidenze suggeriscono che la somiglianza tra acquirer e target non è positivamente correlata con guadagni per la seconda; lo stesso risulta per la presenza di conoscenze condivise tra le due aziende.  
D'altro canto, invece, tali fattori sembrano essere significativamente e positivamente correlati con un aumento dei rendimenti e delle stock performance sia nel breve che nel lungo periodo per la società acquirente.

L'insieme di questi risultati porta ad affermare la veridicità e correttezza delle ipotesi assunte all'inizio dello studio. Esempi di acquisizioni come quelle di Closure Medical corp. da parte di Jhonson & Jhonson<sup>156</sup> non fanno altro che confermare i risultati dello studio ed il ruolo che la

---

<sup>156</sup> Entrambe sono aziende operanti nel settore del benessere e farmaceutico. Nel 2005 J&J acquisisce Closure Medical per 37 milioni di dollari.

complementarità degli assets tra due aziende può avere nel ridisegnare i confini di un'azienda spingendo così ad un'operazione di M&A.

## **L'attività di *advisory***

Durante la spiegazione del processo di acquisizione abbiamo richiamato più volte il ruolo dell'*advisor* a causa delle difficoltà che si incontrano nelle scelte relative all'impresa da acquisire, nella valutazione dei benefici attesi e dell'effettiva possibilità di realizzarli.

In generale i servizi di *advisory* possono riguardare tutte le fasi del processo di acquisizione che sono state analizzate in questo secondo capitolo:

- Nella prima fase (valutazione strategica) ruolo importante è svolto dalle società di consulenza strategica, che aiutano il management a definire spazi e ambiti della strategia di crescita esterna e l'individuazione delle targets ideali;
- La seconda fase (negoziazione) richiede le maggiori technicalità. Di solito i principali *advisor* sono: investment bank, società di revisione, studi legali e professionisti generici come i commercialisti;
- La fase di integrazione è senza dubbio la più critica poiché pone problemi difficilmente standardizzabili a priori e che variano molto di caso in caso, qui risulta importante il ruolo di piccole società specializzate o di società di consulenza.

Indipendentemente dalla fase in cui ci si trova, il supporto esterno dell'*advisor* risulta essenziale in quei casi in cui ritroviamo una forte presenza di asimmetrie informative tra compratore e venditore. Le asimmetrie dipendono:

- Dai settori di appartenenza delle imprese;
- Dalla tipologia dell'operazione;
- dal numero dei business nei quali opera la target.

Se le due società appartengono al medesimo settore per l'acquirente sarà più semplice andare a valutare la società target e l'operazione complessiva, in quanto, le asimmetrie informative se presenti saranno poco rilevanti. Il ricorso ad un *advisor* non è quindi tanto giustificato da una superiore capacità valutativa rispetto all'impresa, quanto all'emergere, in condizioni particolari,

di ostacoli che rendono più efficiente l'operato di un advisor rispetto a quello dell'impresa stessa<sup>157</sup>.

Ogni Team di advisors è costituito da professionisti con un diverso livello di esperienza. Il capo progetto è un professionista senior che ha la responsabilità della gestione del cliente; accanto abbiamo gli analisti finanziari e infine gli analisti junior che svolgono un'attività prettamente tecnica e solitamente hanno limitati contatti con il cliente.

Per far sì che funzioni il Team necessita di due caratteristiche essenziali:

1. Autonomia deliberante: i capi progetto devono essere in grado di prendere le decisioni in maniera rapida e indipendente per evitare inutili e dannosi ritardi;
2. Completa focalizzazione sul cliente: le risorse del Team devono essere completamente dedicate a quel lavoro per svolgere al meglio ogni fase del processo e realizzare il closing contrattuale.

L'*advisor* può intervenire sia in un'operazione *buy side* che *sell side*. In questo documento si riporta solo il primo caso in cui l'*advisor* ha il compito di aiutare l'acquirente a raggiungere il completamento dell'operazione.

Il primo compito dell'*advisor* è quello di verificare se le mancanze e i punti deboli della società acquirente possono realmente essere risolti con un'acquisizione; da qui, si passa allo screening delle potenziali targets che solitamente avviene per depurazioni successive attraverso l'applicazione di opportuni criteri alla popolazione complessiva delle imprese individuate. Attraverso un'analisi sia qualitativa che quantitativa dei possibili benefici indotti dall'acquisizione, l'*advisor* può individuare quelli che sono i contributi che la target può garantire al rafforzamento dei *value-driver* principali dell'impresa.

Dopo l'individuazione della target l'attività successiva è la sua valutazione finanziaria. La determinazione del prezzo è l'elemento centrale nella negoziazione, come in tutte le compravendite; tuttavia il contributo dell'*advisor* è spesso più rilevante nell'ottenimento, durante la trattativa, di condizioni favorevoli per l'acquirente e in particolare sulla definizione delle garanzie.

Per quanto invece concerne il finanziamento del piano di acquisizione, l'attività di *advisory* qui consiste nell'individuazione della struttura più adatta alle caratteristiche del fabbisogno finanziario previsto e dall'altro di un intervento volto a consentire all'impresa di raccogliere sul mercato le risorse necessarie. Normalmente queste attività vengono svolte da *advisory* bancari,

---

<sup>157</sup> Cfr., Conca V., "Le acquisizioni, Valutare e gestire i processi di crescita", Egea spa, Milano, 2010.

che rispetto agli altri, godono di un network ideale per facilitare la raccolta di capitale delle imprese, sia tramite debito che tramite *equity*.

Per tutti gli anni Ottanta il mercato dell'advisory era completamente nelle mani di advisor bancari che si dividevano principalmente in società globali, che erano in grado di seguire con la stessa qualità deals in tutto il mondo, e banche d'investimento domestiche che assistevano operazioni nazionali<sup>158</sup>.

Negli anni Novanta la maggiore novità è consistita nell'ingresso sul mercato di operatori di provenienza non bancaria, che ha riguardato tutte le attività di *corporate finance* con un impatto dirompente nel M&A. Al di là della collocazione organizzativa per questi istituti il M&A advisory è parte di un'offerta integrata di servizi finanziari che tende ad autoalimentarsi. Infatti, i fattori critici di successo in questo business sono il *know how* e la *reputation*.

Il primo indica le capacità tecniche dell'*advisor*, in termini di ampiezza dei servizi offerti, di strutturazione dei *deals* e *financing*, di competenze nella valutazione degli *assets* e nella capacità di chiudere l'operazione in tempi accettabili per creare valore.

Mentre la *reputation* indica la concezione che il mercato ha di quella società, essa è aumentata e migliorata dall'insieme di operazioni concluse. Essa spesso rappresenta il primo elemento di indirizzo della scelta di un advisor creando una vera e propria barriera all'entrata del settore.

Si conclude questa sezione con l'illustrazione nella figura seguente (fonte: Conca V., "Le acquisizioni, Valutare e gestire i processi di crescita", Egea spa, Milano, 2010, pag. 81) del ruolo e coinvolgimento dei vari advisors rispetto le fasi e i compiti del/nel processo di acquisizione.

Legenda	Elevato coinvolgimento:	Medio coinvolgimento:	Basso coinvolgimento:			
	Banche d'investimento globali	Banche d'investimento domestiche	Banche retail	Advisor non bancari	Professionisti	Studi legali
Impostizione strategica finanziaria						
Definizione criteri di selezione						
Screening						
Valutazione						
Strategia negoziale						
Equity						
Debito						
Documenti contrattuali						

<sup>158</sup> Esempi di quest'ultimo tipo erano Mediobanca, BNP Paribas, Deutsche Bank.

## **Due diligence legale ed ambientale:**

1. *Due diligence* legale: verifica della corretta gestione da parte della società target di tutti i più importanti adempimenti contrattuali, legali e societari al fine di rilevare possibili criticità sotto il profilo della conformità normativa.

La valutazione viene effettuata con un focus sulle seguenti aree:

- **Struttura ed organizzazione societaria:** valutazione dell'aspetto giuridico-patrimoniale ed organizzativo della target con il fine di acquisire informazioni sulla compagine sociale e sulle principali attività svolte dalla società. I documenti che vengono consultati sono il libro dei soci, atto costitutivo, statuto, bilanci e libri sociali;
- **Patrimonio della società:** valutare la composizione del patrimonio immobiliare e mobiliare per conoscere quali o meno siano di proprietà della società;
- **Contrattualistica:** è una delle analisi più impegnative data la grande mole di dati e documenti da analizzare. Per rendere i tempi più celeri, si effettua un controllo a campione prendendo in esame i contratti che hanno più valore o che rappresentano per il business societario un maggiore focus.  
Ciò che viene analizzato sono le controprestazioni in corso, conformità legislativa, clausole poste in essere che potrebbero creare conseguenze post cessione e con cui il recesso della target potrebbe comportare onerosi costi.
- **Salute e sicurezza dei lavoratori sul luogo di lavoro:** controllo dell'adempimento della società a tutte le prescrizioni normative in materia di sicurezza del lavoro previste da parte del Testo Unico in materia di Sicurezza del Lavoro (D.Lgs 81/08) in relazione alle misure di prevenzione degli infortuni e degli incidenti rilevanti. Le attività di due diligence saranno finalizzate inoltre, alla valutazione del sistema interno di deleghe presente nella società target, gli atti di nomina dei relativi responsabili e medici competenti, la documentazione inerente alle attività di formazione interna svolte, i presidi posti in essere<sup>159</sup>.
- **Concessioni, autorizzazioni e rapporti con la PA:** verificare a quali regimi concessionari sono sottoposte le attività della target o se invece sono state poste in essere delle attività senza le dovute autorizzazioni. Sarà opportuno valutare

---

<sup>159</sup> Cfr., Arcangeli A., Bianchi F., Rizzi L., "Come gestire le operazioni di M&A", IPSOA, Milano, 2012.

se il modello 231/01<sup>160</sup> eventualmente implementato dalla società preveda una specifica mappatura dei reati di riferimento e vi sia pertanto un presidio interno anche su tali materie.

- Proprietà intellettuali ed industriali: valutare se la società target abbia gestito correttamente i propri brevetti e marchi rispettando la normativa di riferimento sul deposito degli stessi, la liceità delle licenze in essere.
- Tutela della privacy: verificare il corretto adempimento di tutte le prescrizioni ai sensi del D.Lgs. n. 196/2003 e ulteriori normative in materia di privacy, in quanto l'inadempimento delle singole obbligazioni è soggetto ad onerose sanzioni amministrative. L'iter di valutazione avrà come oggetto pertanto la tutela dei dati personali con particolare riguardo alle figure preposte al trattamento.
- Concorrenza – Antitrust: esaminare i rapporti intercorsi tra la target e l'autorità garante della concorrenza e del mercato italiana, europeo, internazionale. L'esame potrà riguardare l'elenco di indagini o notifiche ricevute dalla società da parte del Garante, tutti gli accordi giudiziali e stragiudiziali stipulati.
- Contenzioso: valutare i contenziosi in essere ma anche specifiche fattispecie che potrebbero essere oggetto di controversie future. Deve essere una valutazione molto minuziosa poiché, l'errore di una valutazione, potrebbe portare ad elevati costi mettendo in difficoltà l'attività aziendale.

2. *Due diligence* ambientale: l'obiettivo è quello di valutare quelle che potrebbero essere i rischi e le passività ambientali delle attività industriali oggetto della possibile operazione M&A e dunque, evitare, i possibili costi aggiuntivi per la messa a conformità della società nelle sue strutture. L'oggetto dell'analisi è rappresentato da tutte le attività inerenti alle performance ambientali: conformità normativa, processi produttivi, gestione dei reflui di un insediamento industriale ecc; il concetto di ambiente ricomprende tutti gli aspetti legati alla gestione delle risorse naturali relative al ciclo produttivo, sia in entrata che in uscita quali, aria, acqua, rifiuti, suoli, bonifiche, rumore. La valutazione avviene sia sullo stato attuale della società che su eventi passati che potrebbero avere una ricaduta nel futuro.

---

<sup>160</sup> La legge 231/2001 disciplina la responsabilità degli enti per le azioni compiute dai dipendenti. Da qui nasce l'esigenza di prevedere modelli di gestione e di controllo interno, di prevedere la nomina di un organismo di vigilanza che possa verificare sia l'efficacia che l'adeguatezza del modello.

per quanto concerne l'esecuzione dell'operazione di due diligence in genere la stessa è caratterizzata dallo svolgimento delle fasi di pre due diligence in cui vengono consultate e richieste una serie di documentazioni relative al sito e all'azienda come per esempio iscrizione alla C.C.I.A.A. (Camera di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura), le planimetrie degli impianti, il foglio relativo alle autorizzazioni amministrative, certificato di Prevenzione Incendi e documentazioni relative ad eventuali certificazioni quali la UNI EN<sup>161</sup>. Ovviamente, se l'azienda presenta delle certificazioni la due diligence potrà avvenire con più velocità e rapidità in quanto i certificati dovrebbero già rappresentare delle garanzie sull'impatto ambientale della società target.

Dopo la consultazione e raccolta dei documenti sopra, si passa alla verifica concreta presso le aree degli stabilimenti per verificare la reale condizione presente sul sito di riferimento e dai risultati viene elaborato l'*executive summary*, ovvero, un resoconto sintetico che fornisce al committente della due diligence ambientale le prime valutazioni effettuate da parte del Team di lavoro sulla relativa situazione ambientale del sito industriale di riferimento. Solo con il report di due diligence potranno essere valutate con una certa completezza tutte le attività di controllo effettuate e le relative risultanze, con l'evidenza delle presenti violazioni ambientali e i potenziali e possibili rischi. Nella parte finale del documento di report ritroviamo il giudizio sullo stato di applicazione della normativa vigente, l'indicazione di misure da adottare ed i possibili rischi attualmente in essere<sup>162</sup>.

---

<sup>161</sup> L'UNI, ovvero, Ente Nazionale Italiano di Unificazione, è un'associazione senza scopo di lucro che partecipa in rappresentanza dell'Italia all'attività normativa degli organismi internazionali di normazione ISO e CEN. Di solito con la sigla UNI vengono indicate le norme nazionali italiane, mentre con la sigla EN quelle elaborate dal comitato dell'Unione Europea. Entrambe regolano il sistema produttivo.

<sup>162</sup> Cfr., Arcangeli A., Bianchi F., Rizzi L., "Come gestire le operazioni di M&A", IPSOA, Milano, 2012.

# APPENDICE

- **Esempio graduatoria Imprese target**<sup>163</sup>:

Classifica e società target	Contatto	Aspetti critici dell'operazione	Sinergie sviluppabili	Probabilità di successo	Stima del prezzo	Raccomandazioni
1. Alfa S.p.A.	Contatto diretto con l'imprenditore	Azionariato frazionato	Ampliamento gamma dei prodotti	Medio-alta	Stima facile, prezzo elevato rispetto ai prezzi di mercato	Chiudere un confidentiality agreement in tempi rapidi
	valutazione da parte della target	Concorrente diretto	Rapporti di fornitura			Rapporti con i clienti
2. Beta S.p.A.	Contatto con il management	Unico azionista non interessato alla gestione	Estensione dei mercati di sbocco dei prodotti	Medio-bassa	Valore stimato in linea con i prezzi di mercato	Offerta preliminare
	Stima indicativa del valore effettuato dal compratore	Possibili resistenze del management	Sfruttamento della rete commerciale			
3. Gamma S.p.A.	Contatto indiretto	Necessità di sondare una disponibilità di massima	Ampliamento della gamma	Bassa	Operazioni omparabili come prevalente riferimento pr il prezzo	Offerta preliminare conn prezzo contenuto
	Difficoltà a stimare un valore di riferimento		Buone sinergie dei costi			Attendere e valutare le prime reazioni

<sup>163</sup> Fonte: Cfr., Conca V., "Le acquisizioni, Valutare e gestire i processi di crescita", Egea spa, Milano, 2010, pag. 106.

- **Formule di calcolo per il modello reddituale<sup>164</sup>:**

*Formule Equity side:*

a) Formula della rendita perpetua:

a1) con l'uso del reddito medio atteso:  $\text{Valore} = \frac{R}{i}$

a2) con l'uso del reddito corrente e del fattore di crescita «g»:

$$\text{Valore} = R_0 * \frac{1+g}{i-g}$$

R = reddito medio atteso

R<sub>0</sub> = reddito dell'ultimo anno

i = tasso di attualizzazione

g = fattore di crescita

b) Formula della durata limitata:

b1) con l'uso del reddito medio atteso:  $\text{Valore} = R * a_{\overline{n}|i}$

b2) con l'uso dei redditi attesi anno per anno (per n anni):

$$\text{Valore} = \sum_1^n R_i * v^i$$

R<sub>i</sub> = reddito dell'anno i-esimo

v<sup>i</sup> = fattore di attualizzazione in base al tasso i

b3) con l'uso dei redditi anno per anno per un periodo (fino a m) e del reddito medio atteso da m+1 a n anni:

$$\text{Valore} = \sum_1^m R_i * v^i + \sum_{m+1}^n R * v^i$$

2

*Formule Equity side:*

c) Formula che scompone i flussi futuri in due periodi (di previsione analitica per n anni e di previsione sintetica a mezzo del valore terminale all'n-esimo anno):

$$\text{Valore} = \sum_1^n R_i * v^i + V_t * v^n$$

d) Formula che scompone i flussi futuri in tre periodi:

$$\text{Valore} = \sum_1^m R_i * v^i + \sum_{m+1}^n R * v^i + V_t * v^n$$

---

<sup>164</sup> Tutte le formule presenti nell'appendice fanno riferimento a Prof. Eugenio Pinto, corso di Valutazione d'Azienda e Operazioni straordinarie, slide sui metodi diretti e indiretti di valutazione.

**Formule Asset side:**

a) Formula della rendita perpetua:

a1) con l'uso del reddito medio atteso:  $W' = \frac{R'}{WACC} - D_a$

a2) con l'uso del reddito corrente e del fattore di crescita «g»:

$$W' = \frac{R'_0 * (1+g)}{WACC - g} - D_a$$

b) Formula della durata limitata:

b1) con l'uso del reddito medio atteso:  $W' = R' * a_{n|i} - D_a$

b2) con l'uso dei redditi anno per anno (per n anni):  $W' = \sum_1^n R'_i * v^i - D_a$

b3) con l'uso dei redditi anno per anno per un periodo (fino a m) e del reddito medio atteso da m+1 a n anni:

$$W' = (\sum_1^m R'_i * v^i + \sum_{m+1}^n R'_i * v^i) - D_a$$



La parte di formula cerchiata di rosso rappresenta il calcolo dell'EV al quale dobbiamo andare a sottrarre il valore attuale della PFN ( $D_a$ ) della società per ottenere il suo valore economico ( $W_e$ ).

**Formule Asset side:**

c) Formula con l'impiego del valore terminale:

c1) con l'uso dei redditi anno per anno (per n anni):

$$W' = (\sum_1^n R'_i * v^i + V_t * v^n) - D_a$$

c2) con l'uso dei redditi anno per anno per un periodo (fino a m) e del reddito medio atteso da m+1 a n anni:

$$W' = (\sum_1^m R'_i * v^i + \sum_{m+1}^n R'_i * v^i + V_t * v^n) - D_a$$

$R' = R +$  oneri finanziari netti (medi)

$R'_0 = R_0 +$  oneri finanziari netti

$R'_i = R_i +$  oneri finanziari netti

$i =$  WACC

$W' =$  valore reddituale asset side

$D_a =$  valore attualizzato della posizione finanziaria

$$V_t = \frac{NOPAT_n}{WACC}$$

dove  $NOPAT =$  Net Operating Profit After Taxes  $g =$  fattore di crescita del NOPAT

Si tratta del valore reddituale rintracciato attraverso la prospettiva Asset side, ma corrispondente al Valore dell'Equity.

- **Formule di calcolo per il metodo finanziario<sup>165</sup>:**

**Formule Asset side:**

a) Valutazione con stima sintetica di FCF:

$$W'_F = \frac{UCF_1 * (1-IR)}{WACC - g_\infty}$$

b) Valutazione con stima analitica dei flussi *unlevered*:

$$W'_F = \sum_{t=1}^n \frac{UCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{UCF_n * (1+g_{n+1}) * (1-IR)}{(1+WACC)^n * (WACC - g_\infty)}$$

UCF = *Unlevered Cash Flow* (EBITDA – investimenti fissi lordi – incremento di capitale circolante – imposte)  
WACC = costo medio ponderato del capitale  
 $g_\infty$  = tasso di crescita di lungo termine dei flussi di cassa oltre il periodo di previsione esplicita  
IR = saggio di reinvestimento dei flussi di cassa necessario a mantenere la capacità di produrre permanentemente i CF e sostenere la crescita  $g_\infty$ .

**Formule Equity side:**

a) Valutazione con stima sintetica di FCF *to equity*:

$$W_F = \frac{CFE_1 * (1-IR)}{c.o.e. - g_\infty}$$

b) Valutazione con stima analitica dei flussi *levered*:

$$W_F = \sum_{t=1}^n \frac{CFE_t}{(1+c.o.e.)^t} + \frac{CFE_n * (1+g_{n+1}) * (1-IR)}{(1+c.o.e.)^n * (c.o.e. - g_\infty)}$$

CFE = *Cash Flow to Equity*  
c.o.e. = costo dei mezzi propri

---

<sup>165</sup> Tutte le formule presenti nell'appendice fanno riferimento a Prof. Eugenio Pinto, corso di Valutazione d'Azienda e Operazioni straordinarie, slide sui metodi diretti e indiretti di valutazione.

• **Formule metodo misto<sup>166</sup>:**

Nella versione base, il modello misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del *goodwill* si presenta con tre formule alternative:

a) Con attualizzazione limitata del reddito differenziale medio:

$$W_M = K + a_{\overline{n}|i'} (R - i''K)$$

K = capitale netto rettificato, risultato della stima patrimoniale;  
 R = reddito medio-normale atteso per il futuro  
 n = numero definito e limitato di anni  
 i'' = costo del capitale (c.o.e.)  
 i' = tasso di attualizzazione del reddito differenziale → corrisponde al tasso privo di rischio ( $r_f$ ) nel caso di redditi differenziali negativi, al tasso privo di rischio più il premio di rischio azionario ( $r_f + ERP$ ) nel caso di redditi differenziali positivi. } Devono essere coerenti tra di loro

b) Con attualizzazione dei redditi differenziali analitici per n anni:

$$W_M = K + (R_1 - i''K)v + (R_2 - i''K)v^2 + \dots$$

oppure

$$W_M = K' + (R_1 - i''K')v + (R_2 - i''K')v^2 + \dots$$

La formula assume come riferimento non già il reddito differenziale medio atteso, ma una serie di dati analitici esprimenti i risultati di alcuni anni futuri, diminuiti del costo del capitale. Questa scelta può essere adottata in presenza di budget e piani formalizzati o, più in generale, in presenza di un'attendibile serie di risultati attesi anno per anno.

c) Con capitalizzazione illimitata del reddito differenziale medio:

$$W_M = K + \frac{R - i''K}{i'}$$

Oppure

$$W_M = K' + \frac{R - i''K'}{i'}$$

La formula definisce il valore dell'azienda come somma:

- Del patrimonio netto rettificato (K o K');
- Di un goodwill calcolato come rendita, temporalmente illimitata, del reddito differenziale (R - i''K) oppure (R - i''K').

L'ipotesi accolta è, dunque, che il reddito differenziale (sovrareddito) si produca indefinitamente nel tempo.

<sup>166</sup> Tutte le formule presenti nell'appendice fanno riferimento a Prof. Eugenio Pinto, corso di Valutazione d'Azienda e Operazioni straordinarie, slide sui metodi diretti e indiretti di valutazione.

- **Calcolo per il metodo diretto:**

Nel paragrafo 2.2.1 durante la spiegazione del calcolo del valore economico della società target si è visto come i metodi diretti siano sempre più utilizzati per tale fine.

Quello che viene fatto nella pratica dopo aver individuato il multiplo da utilizzare tra quelli già visti nel paragrafo è di moltiplicare il valore del multiplo (ottenuto attraverso una media tra i valori del multiplo con riferimento alle varie società comparabili) con il valore della grandezza economica rilevante della società target.

**Esempio:**

supponiamo di aver scelto come multiplo un equity side uguale a P/EPS quello che adesso dobbiamo fare è:

1. Calcolare il valore di questo multiplo per tutte le società comparabili che abbiamo trovato;
2. Fare la media dei vari valori ottenuti per ottenere un multiplo unico per tutte le comparabili;
3. Moltiplicare il valore EPS della società target per il valore trovato al punto 2  $\rightarrow \text{EPS} * \text{P}'/\text{EPS}' = \text{P}$  questo prezzo è il valore economico della società target secondo il metodo dei multipli rispetto alle società comparabili.

# Acquisizione strategica: il caso Enel ed Eletropaulo

I due capitoli rimanenti vengono dedicati alla trattazione di due casi studio, uno relativo ad una acquisizione strategica e l'altro ad una acquisizione finanziaria.

In questo terzo capitolo viene affrontata l'acquisizione di Eletropaulo nel gruppo Enel avvenuta a luglio del 2018 dopo una trattativa durata circa 6 mesi, caratterizzata da diversi rilanci da parte di Enel che da un prezzo iniziale di 28 reais per azione è arrivata ad offrire 42 reais circa 10,57€ al cambio della *closing date*.

L'acquisizione rappresenta la realizzazione della corporate strategy annunciata nel 2017 dall'AD del gruppo Francesco Starace basata sull'espansione territoriale del business in paesi come l'Africa e il Sud America, mantenendo un focus principale sull'innovazione e sostenibilità del servizio offerto.

La scelta di Eletropaulo, dunque, rispecchia a pieno l'implementazione di questa strategia che porta il gruppo a raggiungere una posizione importante nel business della distribuzione dell'energia in Brasile, conquistando il 20% del mercato totale con più di 70 milioni di utenze. Francesco Starace, inoltre, ha espresso la volontà di voler condividere il *know-how* e l'esperienza del gruppo al fine di migliorare ed innovare il servizio offerto da Eletropaulo, realizzando così sinergie operative e tecnologiche.

Da questi dati si può sottolineare come il significato e la motivazione dell'acquisizione si fondino su ragioni puramente strategiche atte a facilitare il raggiungimento degli obiettivi di Enel, del management e alla realizzazione di sinergie potenziali.

Alla fine del capitolo viene trattata l'applicazione dell'IFRS 3<sup>167</sup> per evidenziare, con un caso di acquisizione concreta<sup>168</sup>, gli step che compongono il principio, riportando quella che è stata la registrazione contabile dell'operazione partendo dall'identificazione delle attività e passività assunte fino alla registrazione in bilancio passando dalla misurazione del loro *fair value*, funzionale al calcolo del *goodwill* o del *bargain purchase*.

---

<sup>167</sup> Si rimanda al capitolo uno per l'evoluzione storica e la spiegazione teorica del principio.

<sup>168</sup> Si precisa che nell'appendice del primo capitolo è possibile osservare un esempio delle scritture contabili derivanti dall'applicazione del principio che a differenza di quanto avverrà in questo capitolo si basano su dati e società inventate. Per questo si è scelto di portare un caso realmente accaduto, per far intendere al meglio il senso logico dei passaggi ritrovanti nella disciplina.

# 1. Enel: passato ed obiettivi odierni

Enel spa è una multinazionale dell'energia ed uno dei principali operatori integrati globali nei settori dell'energia elettrica e del gas.

Nasce nel 1962 su iniziativa dello Stato italiano con l'obiettivo di fare dell'energia elettrica, dopo il grande sviluppo che si ebbe tra il 1898 e 1960<sup>169</sup>, uno strumento di sviluppo del paese e di definire una politica nazionale dell'energia elettrica come stava avvenendo in Francia e Gran Bretagna.

Con il governo Fanfani, 1962, si assiste alla presentazione del disegno di legge che sanciva i principi e le modalità per l'istituzione dell'Ente nazionale per l'energia elettrica (ENEL)

→ con la legge del 6 dicembre 1962 n.1645 nasce ufficialmente ENEL, rappresentante l'insieme di gran parte delle aziende che operavano nella produzione, trasformazione, trasmissione e distribuzione dell'energia elettrica<sup>170</sup>; il 1962 fu un anno di transizione in cui gli oneri, obblighi e proventi delle aziende acquisite vennero trasferite ad Enel, facendo slittare al 1963 il primo vero anno d'esercizio dell'Azienda<sup>171</sup>.

Dal 1990 in poi si assiste ad una progressiva liberalizzazione del mercato dell'energia elettrica, infatti, già nel 1992 il governo Amato trasforma Enel in un S.P.A. con il Ministero del Tesoro unico azionista.

Nel 1999 con la definitiva liberalizzazione del settore venne venduto il 31,7% del capitale, e, dopo un riassetto societario, Enel venne quotata in borsa ad un prezzo per azione di 4,30€; il 31,7% venduto era pari a 4,1 miliardi di azioni per un valore di circa 18 billion.

Ad oggi Enel rappresenta uno dei principali operatori integrati globali nei settori dell'elettricità e del gas; grazie alla sua presenza globale riesce a fornire energia in tutto il mondo operando in Europa, Nord America, America Latina Africa, Asia, Oceania, Marocco e Sud Africa.

---

<sup>169</sup> La produzione di energia elettrica in Italia nel 1898 era pari a 100 milioni di chilowattora ed è arrivata ad oltre 56 miliardi nel 1960. La gran parte della produzione di energia elettrica ha sfruttato le caratteristiche del territorio, ovvero le risorse idrogeologiche, ad opera di oltre 1.200 aziende private locali o di ambito regionale o legate a soggetti industriali.

<sup>170</sup> fatto salvo alcune eccezioni, quali gli auto-produttori ovvero aziende che producevano più del 70% di energia elettrica in funzione di altri processi produttivi (a cui successivamente furono equiparate anche le aziende municipalizzate, o le piccole aziende che non producevano più di 10 milioni di chilowattora per anno.

<sup>171</sup> Fonte: Wikipedia.it



L'ispirazione e l'innovazione possono arrivare da qualunque parte, l'obiettivo è quello di ricercare al di fuori dell'Azienda idee, progetti e know-how per affrontare ed anticipare i cambiamenti del settore in continua evoluzione per il suo forte legame con i temi di sostenibilità ambientale.

*“La sostenibilità non si sviluppa senza una continua innovazione, l'innovazione per noi non ha senso se non è orientata alla sostenibilità. E come la sostenibilità non è solo ambientale, così l'innovazione non è solo tecnologica.”* cit. Francesco Starace CEO e General Manager.

La Mission è quella di aprire l'accesso all'energia a più persone, aprire il mondo dell'energia a nuove tecnologie, aprire la gestione dell'energia alle persone, aprire l'energia a nuovi utilizzi e aprire il gruppo a più e nuove partnership<sup>174</sup>.

In questi ultimi anni il Gruppo ha puntato ad allargare le proprie dimensioni e ad espandersi principalmente in Sud America e Africa; proprio in Sud America avviene l'acquisizione che tratteremo nei seguenti paragrafi.

*“Continuiamo a lavorare per migliorare le performance del Gruppo nel campo ambientale, sociale e della governance, rendendo la sostenibilità sempre di più la nostra guida nella scelta degli investimenti e nella strategia industriale”.* Cit. Enel

Per concludere, gli ultimi dati dell'Azienda ci dicono che nel 2017 sono stati prodotti complessivamente 250 Twh di elettricità e distribuiti sulla rete del Gruppo 485 Twh e venduti 285 Twh. I ricavi si sono attestati a 75,7 billion con un EBITDA di 16,2 billion.

Il principale azionista ad oggi è il Mef (Ministero dell'Economia e Finanza) con il 23,6% di azioni.

---

<sup>174</sup> [www.Enel.com](http://www.Enel.com)

## 2. La Società acquisita: Eletropaulo

Nel 1899 un gruppo di businessmen canadesi fondano *The Sao Paulo Railway-Light Power Company Limited* autorizzata ad operare in Brasile. Dopo solo cinque anni lo stesso gruppo fonda un'altra società, *The Rio de Janeiro Tramway-Light and Power Co.Ltda*.

Nel 1923 le due società vennero acquisite dalla *Brazilian Traction Light and Power Co.Ltda*, che nel 1979 vendette le società al governo brasiliano che le riunì sotto un unico nome: Eletropaulo.

Dal 1998 in poi iniziò un processo di privatizzazione che portò la società ad essere controllata nel 2001 da *AeS Corporation*, una delle più grandi compagnie dell'energia nel mondo.

Dopo diverse vicissitudini la società viene acquisita da *Brasiliana Participacao SA*, la quale nel 2017 completa la migrazione di Eletropaulo nel segmento di Novo Mercado<sup>175</sup> della borsa brasiliana di Sao Paolo.<sup>176</sup>

È nel 2018 che il gruppo Enel lancia la sua offerta pubblica per Eletropaulo, la cui acquisizione verrà completata in maniera definitiva a luglio dello stesso anno acquisendo il 93% circa del capitale sociale ad un prezzo per azione di 45,22 reais per un investimento totale di 5,5 billion di reais brasiliani; in seguito la società venne rinominata *Enel Distribuicao Sao Paolo*.

Ad oggi Eletropaulo è il più grande distributore di energia elettrica del Brasile servendo più di 7 milioni di clienti con l'obiettivo di puntare sempre sulla tecnologia e l'innovazione, al fine di migliorare la propria velocità di servizio ed efficienza; i ricavi del 2017 si attestano a 24 billion (circa il 30% di quelli totali di Enel) ed un EBITDA di 1,1 billion (circa il 7% di quello di Enel).

---

<sup>175</sup> Il Novo Mercado è un segmento della borsa brasiliana dedicato a quelle società quotate che volontariamente decidono di adottare pratiche di corporate governance in aggiunta a quelle previste dalla legge. Ovviamente, la liquidità e il valore del titolo risentono di questo impegno societario che va a migliorare sia la trasparenza informativa della società sia la sicurezza dell'esercizio dei diritti degli *shareholders*.

Le principali innovazioni e caratteristiche del Novo Mercado sono le seguenti:

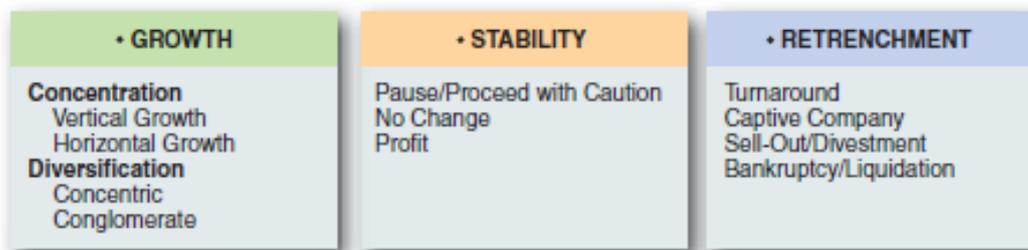
- Il capitale della società deve essere costituito solo da common shares;
- Vengono estese a tutti gli *shareholders* le conseguenze derivanti da una vendita del controllo della società;
- Possibilità di proporre un'offerta pubblica di acquisto per tutte le *outstanding shares*;
- Il Board of Directors deve essere composto almeno da 5 membri unificato per due anni con possibilità di essere rieletto.; almeno il 20% dei membri deve essere indipendente;
- Migliorare l'informativa presentando insieme ai soliti documenti quadrimestrali la situazione dei *financial statements* alla borsa brasiliana.

<sup>176</sup> [www.eneldistribuicaosp.com](http://www.eneldistribuicaosp.com)

L'acquisizione di Elettropaulo si può affermare che rientri pienamente con quanto esposto nel paragrafo precedente: l'AD di Enel, Francesco Starace, ha ribadito più volte la volontà del gruppo di aumentare le sue dimensioni soprattutto in Africa e Sud America.

L'operazione collima perfettamente con questa *directional strategy* che si focalizza nella crescita ed espansione dell'intero gruppo.

Le *directional strategies* sono una delle tre strategie di cui si compone la *corporate strategy*<sup>177</sup>; nello specifico essa fa riferimento all'orientamento totale dell'azienda che può andare verso tre direzioni:



Tipi di directional strategies<sup>178</sup>

Nel caso Enel siamo di fronte ad una *growth strategy*, ovvero, un orientamento della società a crescere e ad aumentare le proprie dimensioni; di solito è una strategia perseguita perché le aziende più grandi hanno maggiori probabilità di sopravvivere alla concorrenza grazie alla maggiore disponibilità di risorse finanziarie, grazie alla struttura organizzativa e ai legami esterni che detiene.

Come già visto nel secondo capitolo di questo scritto, la *growth strategy* può essere realizzata in due modi:

1. Crescita interna: Aumento delle proprie operazioni e aree di business attraverso la creazione di nuove società → Green Field
2. Crescita esterna: Aumento delle dimensioni del gruppo con acquisizioni o fusioni di società già esistenti → Brown Field → caso Enel.

<sup>177</sup> Altri tipi di corporate strategies sono:

1. Portfolio analysis: strategia riguardante i singoli business e settori in cui la società è presente;
2. Parenting strategy: strategie riguardanti la condivisione di risorse e capacità tra le varie linee di business.

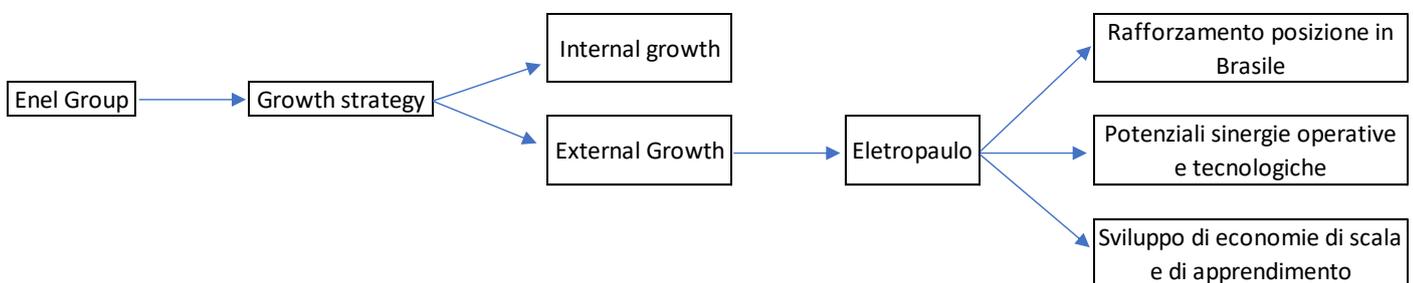
<sup>178</sup> Fonte: T.L. Wheelen, J.D. Hunger; *“Strategic Management and Business Policy, toward global sustainability”*, Pearson, Bentley University, 2012, pp. 173 a 236

Probabilmente, dopo un'attenta valutazione strategica ed economico finanziaria, Enel sarà arrivata alla conclusione che l'acquisizione di una società già operante nel mercato energetico del Sud America sarebbe stata una soluzione più conveniente e vantaggiosa al fine del raggiungimento degli obiettivi del gruppo, rispetto alla creazione ed inserimento di una nuova società nel mercato suddetto. È un'acquisizione che avviene nello stesso business di Enel e per questo definita come *concentration* di tipo *horizontal growth*, in quanto si concentra su una società indipendentemente operante, acquisita con il fine di entrare in un nuovo mercato geografico<sup>179</sup>.

Infatti, *l'horizontal growth* indica l'espansione geografica di un'azienda che ne acquisisce un'altra per inserirsi e superare le barriere di una nuova area geografica, condividendo gli stessi strumenti e tecnologie con l'acquisita che dà l'opportunità di creare nuove sinergie operative e di investimento in R&D<sup>180</sup>.

Sono proprio queste le motivazioni che hanno portato Enel all'acquisizione, come è stato affermato da Francesco Starace:

*“L'acquisizione di Eletropaulo è un importante passo avanti per il Gruppo Enel in Sud America, che rafforza la nostra leadership nell'importante mercato brasiliano della distribuzione, in linea con il nostro piano strategico e l'attenzione particolare per le grandi metropoli mondiali. Portiamo a San Paolo l'esperienza di Enel, uno dei più grandi operatori di reti a livello globale e sicuramente quello che dispone delle reti più avanzate in termini di digitalizzazione, efficienza e resilienza. Tale esperienza sarà utilizzata rafforzando la rete di San Paolo, anche tramite la sua digitalizzazione, in modo da portare benefici ai clienti di Eletropaulo e continuare a creare valore per gli azionisti di Enel.”*



<sup>179</sup> Alla luce di ciò non è possibile definire l'operazione come una strategia di vertical growth in quanto la società non opera solo in una sezione della filiera e, dunque, non rispecchia né la definizione di tale strategia né gli obiettivi raggiungibili.

<sup>180</sup> T.L. Wheelen, J.D. Hunger; *“Strategic Management and Business Policy, toward global sustainability”*, Pearson, Bentley University, 2012, pp. 173 a 236

### 3. Le fasi della trattativa

Di seguito si riportano le fasi della trattativa così come raccontate dai comunicati stampa di Enel. Se si preferisce, dopo i comunicati, è stato elaborato un riassunto della trattativa che riporta gli elementi e i risvolti principali.

**Roma, 23 marzo 2018** – Con riferimento a recenti articoli di stampa e al comunicato price sensitive pubblicato dall'operatore elettrico brasiliano Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. ("Eletropaulo"), Enel S.p.A. ("Enel") conferma che la controllata Enel Brasil S.A. ha inviato una proposta ad Eletropaulo in merito ad una sua eventuale partecipazione ad un possibile aumento di capitale allo studio da parte di Eletropaulo. Si segnala che allo stato le negoziazioni tra le parti sono ancora ad uno stadio preliminare e che Enel provvederà ad aggiornare tempestivamente il mercato qualora le stesse dovessero progredire.

**Roma, 17 aprile 2018** – Enel S.p.A. informa che Enel Brasil Investimentos Sudeste, S.A. ("Enel Sudeste"), società interamente posseduta dalla controllata brasiliana Enel Brasil S.A. ("Enel Brasil"), ha lanciato in data odierna un'offerta pubblica volontaria per l'acquisizione dell'intero capitale della società di distribuzione elettrica brasiliana Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. per un corrispettivo di 28,0 reais brasiliani per azione, condizionata all'acquisizione di un numero totale di azioni rappresentative di oltre il 50% del capitale stesso.

In base all'Offerta, l'investimento complessivo atteso ammonta sino ad un massimo di 4,7 miliardi di reais brasiliani, pari a 1,1 miliardi di euro al cambio corrente. Enel Americas S.A., società controllata da Enel e che a sua volta controlla Enel Brasil, fornirà ad Enel Sudeste le risorse finanziarie necessarie per tale investimento.

L'operazione è coerente con l'attuale Piano Strategico del Gruppo Enel e, in caso di esito positivo, rappresenterebbe un altro passo avanti nel rafforzamento della presenza del Gruppo nel settore della distribuzione in Brasile.

L'esercizio dei diritti di voto delle azioni acquistate da Enel Sudeste nell'ambito dell'Offerta è subordinato all'approvazione da parte dell'autorità per la concorrenza brasiliana (Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE), mentre l'esercizio del controllo su Eletropaulo da parte di Enel Sudeste è soggetto all'approvazione dell'autorità per l'energia elettrica brasiliana (Agência Nacional de Energia Elétrica - ANEEL).

**Roma, 19 aprile 2018** – La controllata di Enel S.p.A. Enel Brasil Investimentos Sudeste S.A. (“Enel Sudeste”) ha modificato i termini della sua offerta pubblica volontaria per Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. (“Eletropaulo”). Enel rafforza così ulteriormente il suo impegno, subordinato all’esito positivo dell’Offerta, volto a promuovere e sostenere un aumento di capitale di Eletropaulo per almeno 1,5 miliardi di reais brasiliani, equivalenti a circa 355 milioni di euro al cambio corrente.

Tale importo si somma all’investimento complessivo previsto dall’Offerta, che ammonta fino ad un massimo di 4,7 miliardi di reais brasiliani, pari a 1,1 miliardi di euro al cambio corrente. Con questi nuovi termini, Enel offre sia certezza di risorse finanziarie per la società, sia le condizioni più favorevoli per gli azionisti che vogliono partecipare all’Offerta.

**Roma, 23 aprile 2018** – Con riferimento all’offerta pubblica volontaria per Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A., lanciata dalla controllata di Enel S.p.A. Enel Brasil Investimentos Sudeste S.A. e annunciata lo scorso 17 aprile, Enel Sudeste ha confermato il proprio impegno, tramite una modifica apportata oggi alle condizioni dell’Offerta, a conferire ad Eletropaulo, a titolo di aumento di capitale, almeno 1,5 miliardi di reais brasiliani (equivalenti a circa 355 milioni di euro al cambio corrente) nell’eventualità in cui nessuna delle offerte pubbliche lanciate su Eletropaulo abbia esito positivo. Tale impegno intende facilitare la decisione del consiglio di amministrazione di Eletropaulo di annullare l’aumento di capitale in corso che, come attualmente strutturato, sta creando interferenze indebite con il processo di offerta.

L’impegno sopra descritto è alternativo a quello della stessa Enel Sudeste di sottoscrivere un aumento di capitale per lo stesso importo nel caso in cui l’Offerta abbia esito positivo, come annunciato al mercato lo scorso 19 aprile.

L’Offerta, finalizzata ad acquisire l’intero capitale di Eletropaulo, è stata lanciata da Enel Sudeste per un corrispettivo di 28,0 reais brasiliani per azione; tale Offerta è condizionata, tra l’altro, all’acquisizione di un numero totale di azioni rappresentative di oltre il 50% del capitale sociale di Eletropaulo e all’annullamento del relativo aumento di capitale in corso.

**Roma, 26 aprile 2018, 9:36** – Enel Brasil Investimentos Sudeste S.A., società controllata da Enel S.p.A., ha annunciato di avere migliorato i termini della sua offerta pubblica volontaria per l’acquisto dell’intero capitale di Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A., lanciata lo scorso 17 aprile, attraverso un incremento del corrispettivo per azione da 28,0 a 32,0 reais brasiliani per azione.

In base ai termini dell'Offerta così modificata, l'investimento complessivo atteso ammonta quindi fino ad un massimo di circa 5,4 miliardi di reais brasiliani, pari a circa 1,3 miliardi di euro al cambio corrente.

L'incremento del corrispettivo offerto conferma la disponibilità di Enel Sudeste a continuare a partecipare ad un processo di offerta competitivo, trasparente e corretto per l'acquisto del controllo di Eletropaulo.

Subito dopo l'annuncio dell'incremento di prezzo da parte di Enel Sudeste, Eletropaulo ha reso nota la decisione del suo Consiglio di Amministrazione di annullare l'aumento di capitale in corso. Questa decisione soddisfa una delle condizioni alle quali l'Offerta era subordinata e permette di proseguire il processo competitivo tra le offerte concorrenti per il controllo di Eletropaulo.

Per agevolare la decisione di Eletropaulo e consapevole della preoccupazione di tale società di essere effettivamente in grado in un secondo momento di acquisire mezzi finanziari, Enel Sudeste si è impegnata a sottoscrivere un successivo aumento di capitale della stessa Eletropaulo, per almeno il medesimo ammontare (1,5 miliardi di reais brasiliani, equivalenti a circa 355 milioni di euro al cambio corrente), sia nel caso in cui la propria Offerta prevalga sulle altre sia nell'eventualità in cui nessuna delle offerte pubbliche lanciate su Eletropaulo abbia esito positivo, come già annunciato al mercato gli scorsi 19 aprile e 23 aprile.

L'Offerta rimane condizionata, tra l'altro, all'acquisizione di un numero totale di azioni rappresentative di oltre il 50% del capitale sociale di Eletropaulo.

**Roma, 26 aprile 2018, 16:24** – Enel Brasil Investimentos Sudeste S.A., società controllata da Enel S.p.A., ha annunciato oggi di avere ulteriormente migliorato i termini della sua offerta pubblica volontaria per l'acquisto dell'intero capitale di Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A., lanciata lo scorso 17 aprile, attraverso un incremento del corrispettivo per azione da 32,0 a 32,2 reais brasiliani per azione.

In base ai termini dell'Offerta così migliorata, l'investimento complessivo atteso ammonta quindi fino ad un massimo di circa 5,4 miliardi di reais brasiliani, pari a circa 1,3 miliardi di euro al cambio corrente.

**Roma, 31 maggio 2018** – Enel Brasil Investimentos Sudeste, S.A., società controllata da Enel S.p.A., ha migliorato i termini dell'offerta pubblica volontaria per l'acquisto dell'intero capitale sociale di Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A., lanciata lo scorso 17 aprile, offrendo un prezzo di 45,22 reais brasiliani per azione.

Si tratta del prezzo più alto tra quelli presentati nel processo di offerta concorrente in corso per Eletropaulo. Secondo i termini dell'Offerta così migliorata e qualora quest'ultima raggiunga il

100% delle adesioni, l'investimento complessivo atteso ammonta quindi fino a un massimo di circa 7.567 milioni di reais brasiliani, pari a circa 1.757 milioni di euro al cambio corrente. Tale importo si aggiunge all'impegno di sottoscrivere un successivo aumento di capitale di Eletropaulo di almeno 1,5 miliardi di reais brasiliani, pari a circa 350 milioni di euro al cambio corrente.

L'acquisizione di Eletropaulo accrescerebbe la già ampia base clienti di Enel in Brasile di ulteriori 7 milioni di clienti, raggiungendo così 17 milioni, e renderebbe Enel il primo operatore nel Paese, accelerando la traiettoria di crescita nelle più grandi aree metropolitane del mondo.

**Roma, 5 giugno 2018** – Enel Brasil Investimentos Sudeste, S.A., società controllata da Enel S.p.A., ha ricevuto conferma che la propria offerta pubblica volontaria per l'acquisto dell'intero capitale di Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. si è chiusa con successo, a seguito dell'adesione di 122.799.289 azioni, pari al 73,4% del capitale della Società. In base alla normativa della Borsa brasiliana l'operazione sarà perfezionata il 7 giugno 2018, con il pagamento del corrispettivo e il trasferimento delle azioni; a partire da tale data gli azionisti di Eletropaulo avranno tempo fino al successivo 4 luglio per vendere le azioni residue a Enel Sudeste per il medesimo corrispettivo previsto per l'offerta (45,22 reais brasiliani per azione). L'investimento complessivo di Enel Sudeste in base ai risultati dell'offerta ammonta a circa 5.553 milioni di reais brasiliani, pari a circa 1.269 milioni di euro al cambio corrente. A tale importo si aggiunge il corrispettivo che sarà richiesto per l'acquisto delle ulteriori azioni di Eletropaulo consegnate entro il prossimo 4 luglio, secondo quanto sopra indicato, nonché l'importo che sarà necessario a supportare l'impegno di Enel Sudeste a sottoscrivere la propria quota, nonché l'eventuale inoptato, di un successivo aumento di capitale di Eletropaulo per almeno 1.500 milioni di reais brasiliani, pari a circa 343 milioni di euro al cambio corrente.

Enel Sudeste provvederà a finanziare l'operazione grazie a prestiti bancari a breve termine organizzati e garantiti dalla controllante Enel Américas.

Francesco Starace, Amministratore Delegato e Direttore Generale di Enel, ha così commentato: *“L'acquisizione di Eletropaulo è un importante passo avanti per il Gruppo Enel in Sud America, che rafforza la nostra leadership nell'importante mercato brasiliano della distribuzione, in linea con il nostro piano strategico e l'attenzione particolare per le grandi metropoli mondiali. Portiamo a San Paolo l'esperienza di Enel, uno dei più grandi operatori di reti a livello globale e sicuramente quello che dispone delle reti più avanzate in termini di digitalizzazione, efficienza e resilienza. Tale esperienza sarà utilizzata rafforzando la rete di San Paolo, anche tramite la sua digitalizzazione, in modo da portare benefici ai clienti di Eletropaulo e da continuare a creare valore per gli azionisti di Enel”.*

Enel Sudeste ha ricevuto l'approvazione dell'autorità antitrust brasiliana (il Consiglio Amministrativo di Difesa Economica o "CADE"), mentre l'autorità brasiliana per l'energia (Agência Nacional de Energia Elétrica o "ANEEL") dovrebbe a sua volta approvare l'operazione nei prossimi giorni.

Con l'acquisizione di Eletropaulo, Enel diventa il più grande operatore del Paese nel settore della distribuzione, con 17 milioni di clienti e una quota di mercato di oltre il 20%.

Con 7,1 milioni di clienti e 43 TWh di energia elettrica distribuita, Eletropaulo ha registrato nel 2017 ricavi complessivi per 13,17 miliardi di reais brasiliani, pari a circa 3,0 miliardi di euro al cambio corrente.

Eletropaulo è un asset strategico per la crescita di Enel in Brasile, in quanto opera in una delle aree più popolate del Paese, caratterizzata da una crescente tendenza all'urbanizzazione e in cui la domanda di energia elettrica dovrebbe aumentare in modo significativo nei prossimi anni.

Enel, attraverso la controllata Enel Américas, prevede di effettuare investimenti nelle reti brasiliane pari a circa 1,5 miliardi di euro tra il 2018 e il 2020.

**Roma, 16 luglio 2018** – Enel Brasil Investimentos Sudeste S.A., società controllata da Enel S.p.A. ("Enel"), ha ricevuto conferma che nel periodo compreso tra il 5 giugno ed il 4 luglio 2018, secondo quanto previsto dalla normativa della Borsa brasiliana, gli azionisti di Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. le hanno venduto ulteriori 33.359.292 azioni di Eletropaulo, pari al 19,9% del capitale sociale, per il medesimo corrispettivo di 45,22 reais brasiliani per azione previsto per l'offerta pubblica volontaria effettuata da Enel Sudeste per acquistare l'intero capitale della Società. La partecipazione complessiva posseduta da Enel Sudeste aumenta quindi al 93,3% del capitale di Eletropaulo dal precedente 73,4%.

*"L'annuncio di oggi, che rappresenta un risultato positivo per quest'ultima fase dell'acquisizione di Eletropaulo, segna un nuovo traguardo nella realizzazione della nostra strategia per l'America Latina. Attraverso Enel Americas, il Gruppo continua a rafforzare la sua posizione nella regione come leader integrato nei principali mercati del continente, tra i quali il Brasile è senza dubbio il più grande. Eletropaulo è un asset di qualità, che beneficerà in misura considerevole delle nostre competenze e della nostra esperienza a livello tecnico, mentre promuoviamo la creazione di valore per tutti gli stakeholder del Gruppo, crescendo nel mercato libero e nei nuovi servizi digitali al cliente",* ha dichiarato Francesco Starace, Amministratore Delegato e Direttore Generale di Enel.

L'investimento di Enel Sudeste per l'acquisto di tale partecipazione complessiva ammonta a circa 7.069 milioni di reais brasiliani, pari a circa 1.571 milioni di euro al cambio corrente.

A tale ammontare si aggiunge l'importo necessario ad assolvere l'impegno di Enel Sudeste a sottoscrivere la propria quota, nonché l'eventuale inoptato, di un prossimo aumento di capitale di Eletropaulo per almeno 1.500 milioni di reais brasiliani, pari a circa 333 milioni di euro al cambio corrente.

Si informa infine che in data 26 giugno 2018 l'autorità brasiliana per l'energia (Agencia Nacional de Energia Elétrica o "ANEEL") ha reso nota l'approvazione dell'acquisizione del controllo di Eletropaulo da parte di Enel Sudeste verificatasi a seguito dell'esito favorevole dell'OPA sopra indicata.



Per riassumere quanto riportato dai comunicati stampa di Enel, la trattativa dell'acquisizione ha inizio in data 17 aprile 2018 con un'offerta pubblica di acquisto<sup>181</sup> da parte di Enel Sudeste, società interamente detenuta dal gruppo Enel, per l'acquisizione dell'intero capitale sociale di Eletropaulo.

Le prime condizioni dell'offerta erano:

- Corrispettivo: 28 reais brasiliani per azione circa 6,55€;
- Numero di azioni minimo da acquisire: >50% del capitale sociale;
- Investimento complessivo atteso (partecipazione totale degli azionisti): 4,7 billion reais circa 1,1 billion € (secondo il cambio alla data di offerta).

Si sottolinea che per far sì che l'offerta vada a buon fine, oltre che essere accettata dalla società target, sia necessario il consenso dell'Autorità della concorrenza brasiliana per l'esercizio dei diritti di voto acquisiti e dell'Autorità dell'energia elettrica brasiliana per l'esercizio del controllo.

Con il proseguire della trattativa il gruppo Enel modifica la propria offerta aggiungendo alla precedente un investimento per un aumento di capitale in Eletropaulo pari a 1,5 billion reais circa 0,355 billion € se la società avesse accettato l'OPA.

→ l'investimento totale potenziale sale così a 1,1 billion € + 0,355 billion € = 1,4 billion.

---

<sup>181</sup> Anche detta OPA, non è altro che un'offerta di acquisto verso gli azionisti per ottenere il controllo della società target. Esistono diversi tipi di OPA, si va da quella totalitaria a quella residuale passando da quelle di consolidamento e volontarie.

Il 26 aprile 2018 Enel comunica un rilancio dell'offerta a 32 reais per azione<sup>182</sup>, tale offerta sarà immediatamente modificata lo stesso giorno passando a 32,2 reais per azione e ribadendo la disponibilità di Enel di promuovere un aumento di capitale per Eletropaulo alleviando così le preoccupazioni della società target sulla possibilità di acquisire mezzi di finanziamento in un secondo momento.

L'offerta al 26 aprile 2018 presenta le seguenti caratteristiche:

- Corrispettivo: 32,2 reais per azione circa 7,53€;
- Ammontare totale offerta: 5,4 billion reais circa 1,3 billion €;
- Aumento di capitale: 1,5 billion reais circa 0,3 billion €. (secondo il cambio alla data di offerta).

Data la presenza di vari rilanci durante la trattativa, sembra che essa non sia stata per niente semplice da concludere; infatti, la volontà del Gruppo Enel di migliorare la propria posizione in Sud America e di allargare i confini del proprio business, ha portato ad un ulteriore aumento dell'offerta fino a 45,22 reais per azione confermando quello che è stato il prezzo più alto scelto tra i concorrenti dell'acquisizione.

In questo modo la nuova offerta di 10,57€ per azione porta l'investimento complessivo ad un massimo potenziale (in caso di acquisto del 100% del capitale sociale) di 7,5 billion reais pari a 1,76 billion € più l'importo destinato al futuro aumento di capitale si arriva ad un investimento totale di circa 2 billion €.

Il 5 giugno 2018 Eletropaulo comunica ufficialmente di aver accettato l'offerta di Enel conseguendo, con successo, la chiusura della trattativa tra le parti. L'adesione all'offerta, in prima battuta, è stata del 73,4% del capitale sociale equivalente ad un numero di azioni di 123 milioni, vendute al prezzo di 45,22 reais.

Dopo la chiusura della trattativa nel periodo tra il 7 giugno e il 4 luglio 2018, secondo quanto previsto dalla normativa della Borsa Brasiliana, gli azionisti di Eletropaulo hanno venduto ulteriori azioni ad Enel pari al 19,9% del capitale sociale, incrementando così la quota acquisita da Enel dal 73,4% al 93,3%.

Al termine definitivo dell'acquisizione rivediamo i termini finali dell'offerta:

- Corrispettivo per azione: 45,22 reais circa 10,57€;

---

<sup>182</sup> Al seguito di questa offerta il Cda di Eletropaulo comunica di aver interrotto l'aumento di capitale che stava effettuando da sola per permettere il proseguimento senza ostacoli del processo competitivo tra le varie offerte concorrenti.

- Ammontare totale dell'offerta: 7,07 billion reais circa 1,54 billion € (al cambio della data di fine trattativa);
- Aumento capitale: 1,5 billion reais circa 0,33 billion €;
- Investimento totale:  $1,57 + 0,33 = 1,87$  billion €.

Con l'acquisizione di Eletropaulo Enel diventa il più grande operatore del Paese nel settore della distribuzione di energia, con 17 milioni di clienti e una quota di mercato di oltre il 20%. Su questi ultimi dati verrà effettuata l'analisi della registrazione contabile dell'operazione nel prossimo paragrafo.

## **4. Applicazione dell'IFRS 3: analisi contabile dell'operazione**

Al fine di rendere più comprensibile quanto esposto nel primo capitolo, in questo ultimo paragrafo si propone un'applicazione pratica dell'IFRS 3 al caso di Enel ed Eletropaulo narrato fin ora.

Prima di tutto, bisogna capire se l'acquisizione in questione rispetta la definizione di *business combination* per l'applicazione del principio contabile:

*“Transazione o altro evento in cui un'acquirente ottiene il controllo di uno o più business”*

Due, dunque, sono gli elementi da sottolineare e approfondire in questa definizione, il controllo e il concetto di business:

1. Controllo: Nel primo capitolo dello scritto abbiamo osservato come vi siano diverse modalità per ottenere il controllo su un'altra società.

Nello specifico caso di Enel ed Eletropaulo, a seguito del lancio di un'OPA, il gruppo Enel riesce ad ottenere il 93,3% del capitale sociale della società target attraverso il trasferimento di disponibilità liquide che hanno portato all'assunzione di attività e passività dell'acquisita. Tali elementi più il possesso del 93,3% del capitale sociale e i relativi diritti di voto ottenuti, consegnano ad Enel il potere di dirigere le attività rilevanti di Eletropaulo sottolineando la presenza di un controllo sostanziale derivante dai termini di conclusione dell'operazione ed esercitabile da parte del gruppo Enel.

2. Business: Con l'IFRS 3R la definizione di business subisce alcune variazioni: non è più necessario che gli input e i processi diano dei benefici economici, ma che potenzialmente siano in grado di produrli. Per capire se l'acquisizione ha avuto come oggetto un business l'acquirente deve identificare gli elementi acquisiti e valutare se essi hanno la potenzialità di produrre degli output.

Nel caso di Eletropaulo, trattandosi di una società operante con un proprio ciclo produttivo composto da input-processi-output, è indubbio poter parlare di business.

Con la conferma di questi due elementi, possiamo procedere all'applicazione passo-passo di quelle che sono le fasi del metodo di contabilizzazione dell'IFRS 3R, ovvero *dell'acquisition method*.

La principale differenza con il metodo proposto dal vecchio principio, il *purchase method*, è che qui la contabilizzazione dell'operazione si basa sul valore totale dell'entità acquisita, non si procede all'allocazione del costo di acquisizione sulle attività e passività assunte, come avveniva in precedenza, ma si va a considerare il fair value di tali attività e passività alla data di acquisizione confrontandolo con il corrispettivo dell'operazione.

Dalla teoria della capogruppo si passa a quella dell'entità per la redazione del bilancio consolidato andando a considerare il valore dell'acquisita nella sua totalità riferito sia alla percentuale detenuta dall'acquirente sia a quella detenuta dagli interessi di minoranza<sup>183</sup>.

Proseguiamo ripercorrendo le fasi *dell'acquisition method* nell'operazione di Enel:

- Identificazione dell'acquirente: all'interno di un'operazione di *business combination* una delle società coinvolte deve essere identificata come acquirente.

Di solito, l'acquirente coincide con la società che trasferisce cash, assets o assume passività: l'identificazione dell'acquirente è strettamente legata al concetto di controllo analizzato poc'anzi e dal quale abbiamo potuto intendere come nell'acquisizione di Eletropaulo, Enel abbia assunto indiscutibilmente il controllo sostanziale dell'acquisita ottenendo in cambio di un corrispettivo il 93,3% del suo capitale sociale e assumendo così sue attività e passività.

Nei casi più semplici, come in questo, il controllo è assunto dalla detenzione della maggioranza dei diritti di voto e della conseguente capacità di esercitare tali diritti per la determinazione delle politiche operative e finanziarie dell'*acquiree*.

---

<sup>183</sup> Si rimanda al primo capitolo per una spiegazione più approfondita delle due teorie.

In definitiva, con un conseguimento del 93,3% del capitale sociale, è certa la capacità di Enel di determinare le politiche economiche rilevanti di Eletropaulo e di dividerne rischi e benefici.

- Data di acquisizione: una volta individuato l'acquirente il passaggio successivo da compiere per *l'acquisition method* è quello di identificare la data di acquisizione, ovvero, la data in cui l'acquirente ottiene il controllo sostanziale sulla Target.

Tale data è particolarmente importante in quanto rappresenta il momento temporale a cui si devono riferire le rilevazioni e misurazioni da compiere sulle attività e passività assunte.

Nella gran parte dei casi la data coincide con il momento in cui l'acquirente trasferisce il corrispettivo pattuito in cambio delle attività e passività della controparte, segnando la circostanza in cui ottiene il controllo sostanziale su di essa.

Nel caso dell'acquisizione in esame il 5 giugno 2018 Eletropaulo ha comunicato di aver accettato l'offerta di Enel e, da come riportato dai comunicati stampa visti nel precedente paragrafo, il pagamento e il trasferimento delle attività e passività è avvenuto il 7 giugno 2018 lasciando, in base alle normative della Borsa Brasiliana, tempo ai restanti azionisti di accettare l'offerta fino al 4 luglio dello stesso anno.

Secondo le indicazioni dell'IFRS 3 la data di acquisizione coincide con il 7 giugno 2018, giorno in cui Enel ottiene il 73,38% del capitale sociale di Eletropaulo in cambio del corrispettivo di 45,22 reais brasiliani per azione.

Dunque, non viene presa in considerazione per la determinazione della data di acquisizione il giorno 4 luglio 2018 in cui Enel ha ottenuto un ulteriore 19,9% del capitale sociale di Eletropaulo grazie all'accettazione dell'offerta da parte di ulteriori azionisti, in quanto il controllo sostanziale è stato già ottenuto in giorno 7 giugno 2018 con il trasferimento del corrispettivo e la ricezione delle attività e passività dell'acquisita (pari al 73,38% del capitale sociale).

→07/06/2018 data di riferimento per stima fair value dei net assets.

- Rilevazione attività acquisite e passività assunte: a differenza di quanto predisposto dalla vecchia versione dell'IFRS 3 che basava la rilevazione sulla distribuzione del costo di acquisizione, la nuova versione del principio, esaltando quello che è il valore economico totale dell'acquisita, procede alla rilevazione delle attività e le passività determinando il loro fair value alla data di acquisizione.

Dalla relazione finanziaria 2018 pubblicata da Enel, ritroviamo quelli che sono stati i passaggi principali per la registrazione dell'operazione di acquisizione.

A pagina 247 della suddetta relazione si vede come al 7 giugno 2018 i valori contabili delle attività e passività acquisite fossero i seguenti:

Dati in Milioni di €	Valore contabile ante 7 giugno 2018
Immobili, impianti e macchinari	€ 14,00
Investimenti immobiliari	€ 10,00
Attività immateriali	€ 968,00
Attività per imposte anticipate	€ 611,00
Altre attività non correnti	€ 932,00
Crediti commerciali	€ 828,00
Rimanenze	€ 66,00
Altre attività correnti	€ 179,00
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	€ 226,00
Finanziamenti	-€ 1.018,00
Benefici ai dipendenti	-€ 725,00
Passività per imposte differite	-€ 165,00
Altre passività non correnti	-€ 123,00
Fondi rischi e oneri	-€ 522,00
Debiti commerciali	-€ 377,00
Altre passività correnti	-€ 544,00
<b>Attività nette acquisite</b>	<b>€ 360,00</b>

Come si può osservare il valore dei net asset a livello contabile era pari a 360 milioni di euro. Procedendo con la stima del fair value delle voci qui sopra il risultato è stato una variazione di valore delle:

- Attività immateriali;
- Attività per imposte anticipate;
- Rimanenze;
- Altre attività correnti;
- Finanziamenti;
- Passività per imposte differite;
- Fondi rischi ed oneri.

L'ammontare delle variazioni suddette è riportato nella tabella a seguire:

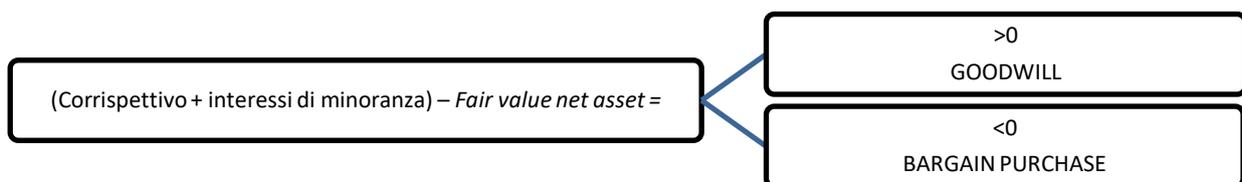
Dati in Milioni di €	Variazione da Fair value al 7 giugno 2018
Immobili, impianti e macchinari	-
Investimenti immobiliari	-
Attività immateriali	€ 1.443,00
Attività per imposte anticipate	€ 93,00
Altre attività non correnti	-
Crediti commerciali	-
Rimanenze	-€ 5,00
Altre attività correnti	-€ 10,00
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	-
Finanziamenti	-€ 7,00
Benefici ai dipendenti	-
Passività per imposte differite	-€ 490,00
Altre passività non correnti	-
Fondi rischi e oneri	-€ 252,00
Debiti commerciali	-
Altre passività correnti	-
<b>Attività nette acquisite</b>	<b>€ 772,00</b>

Dalla comparazione ed unione delle due tabelle precedenti otteniamo quelli che sono i valori finali delle attività e passività iscritte nel bilancio di consolidamento del gruppo Enel rilevati in data 7 giugno 2018, utili al fine del calcolo del *goodwill* o del *bargain purchase* derivante dall'operazione di acquisizione.

Dati in Milioni di €	Valori rilevati al 7 giugno 2018
Immobili, impianti e macchinari	€ 14,00
Investimenti immobiliari	€ 10,00
Attività immateriali	€ 2.411,00
Attività per imposte anticipate	€ 704,00
Altre attività non correnti	€ 932,00
Crediti commerciali	€ 828,00
Rimanenze	€ 61,00
Altre attività correnti	€ 169,00
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	€ 226,00
Finanziamenti	-€ 1.025,00
Benefici ai dipendenti	-€ 725,00
Passività per imposte differite	-€ 655,00
Altre passività non correnti	-€ 123,00
Fondi rischi e oneri	-€ 774,00
Debiti commerciali	-€ 377,00
Altre passività correnti	-€ 544,00
<b>Attività nette acquisite</b>	<b>€ 1.132,00</b>

- Misurazione *goodwill/bargain purchase*: con l'IFRS 3R e *l'acquisition method* dalla teoria della capogruppo per la redazione del bilancio consolidato passiamo alla teoria dell'entità, in cui il *goodwill*, derivante da un'operazione di *business combination*, non viene iscritto solamente per la parte imputabile alla quota dell'acquirente ma bensì anche per quella imputabile agli interessi di minoranza facendo così emergere l'intero *goodwill* della società acquisita in funzione del controllo sostanziale che viene assunto dall'*acquirer* su l'intera *acquiree*.

Da questa innovazione cambia il calcolo del goodwill: non si confrontano più il costo di acquisizione con il *fair value* delle attività nette acquisite dalla controllante ma, dovendo evidenziare l'intero valore dell'acquisita, al costo d'acquisto vengono aggiunti gli interessi di minoranza e al valore risultante viene sottratto *l'equity* al *fair value* dell'*acquiree*:



In questo calcolo ruolo centrale assumono gli interessi di minoranza che possono essere stimati in due modi differenti: o al valore contabile o al *fair value*, tale scelta distingue i due approcci proposti dall'*acquisition method* per il calcolo del *goodwill*:

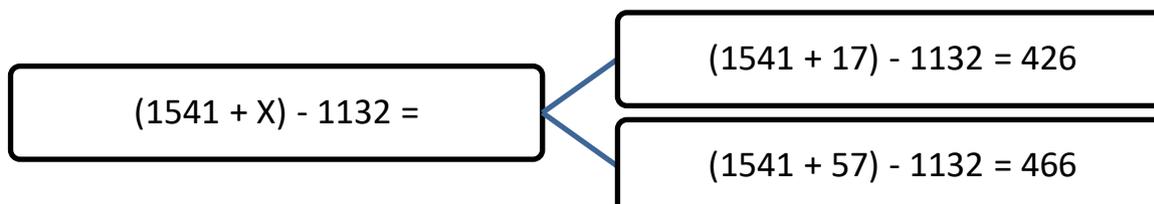
1. *Partial goodwill approach*: gli interessi di minoranza sono considerati al loro valore contabile;
2. *Full goodwill approach*: gli interessi di minoranza sono considerati al loro *fair value*.

Capiamo meglio di cosa si tratta tornando al caso di Enel ed Eletropaulo: Enel acquisisce il 93,4% circa di Eletropaulo per un corrispettivo pari a 1.541 milioni di euro corrispondenti ad attività nette al *fair value* di 1.132 milioni di euro.

➔ “GW/BP” = (1.541 + X) – 1132

La X nell'equazione, rappresentante gli interessi di minoranza, può assumere due valori:

1. 17 = Valore contabile degli interessi di minoranza in Eletropaulo;
2. 57 = *Fair value* degli interessi di minoranza in Eletropaulo.



La differenza tra i due goodwill e dei due approcci è data dalla variazione degli interessi di minoranza derivante dal tipo di valutazione utilizzato

$$\left. \begin{array}{l} \text{Valore contabile} = 17 \\ \\ \text{Fair Value} = 57 \end{array} \right\} \boxed{57 - 17 = 466 - 426 = 40}$$

In conclusione, il gruppo Enel con l'acquisizione di Eletropaulo ha registrato un goodwill pari a 466 milioni di euro, la rilevazione, dunque, è avvenuta secondo il *full goodwill approach*, evidenziando un goodwill maggiore dall'operazione imputabile sia alla controllante che ai soci di minoranza, simbolo, probabilmente, delle potenziali sinergie derivanti dalla correlazione dei due business e/o dall'elemento di continuità aziendale di Eletropaulo<sup>184</sup>.

<sup>184</sup> Si rimanda al capitolo uno per un approfondimento sul tema della provenienza del goodwill.

# Berkshire Hathway: le acquisizioni di Warren Buffett

Dopo l'esamina dell'acquisizione strategica del precedente capitolo, in quest'ultimo si affronterà il caso di Berkshire Hathway e le acquisizioni finanziarie compiute da Warren Buffett. L'intento del capitolo è quello di presentare, oltre a due casi pratici di acquisizione, il modello applicato dallo stesso Buffett nell'andare ad individuare e valutare le società target.

Nel secondo capitolo abbiamo analizzato l'intero processo di acquisizione sottolineando alcune differenze che possono presentarsi in funzione al tipo di acquisizione, strategica o finanziaria; rispetto ad un normale fondo di private equity la Berkshire non acquisiva partecipazioni o intere società per realizzare delle plusvalenze monetarie attraverso le way out, ma l'idea di fondo era quella di detenere il più a lungo possibile la partecipazione acquisita e conservarla in portafoglio fin quando avrebbe rispettato i criteri del metodo di Buffett.

Tale metodo nasce dall'analisi delle varie acquisizioni di Berkshire nel tempo e dall'osservazione di diverse caratteristiche comuni che sono state raccolte ed esplicate grazie alla testimonianza di vari casi pratici dall'autore Robert G.Hagstrom nel libro "*The Warren Buffet Way*".

Il metodo va dall'individuazione della società target fino alla sua valutazione, e, a differenza del processo visto nel secondo capitolo, Buffett era in grado di concludere trattative piuttosto importanti anche nell'arco di qualche giorno, non si affidava mai ad *advisory* o agenti esterni, ma si focalizzava in un'attenta e lunga analisi dei bilanci e relazioni annuali delle società che riteneva interessanti, ed una volta presa una decisione o agiva in prima persona, andando a parlare direttamente con la proprietà, oppure iniziava l'acquisto delle azioni in anonimo (questa seconda soluzione diventò più frequente una volta che Buffett assunse una certa nomina nel settore, onde evitare corse agli acquisti ed un aumento repentino delle azioni preferiva comprarle in anonimo così da continuare gli acquisti a prezzi più contenuti.).

Altra differenza rispetto all'agire dei fondi e al normale sviluppo dell'acquisizione, era che Buffett non comprava con l'idea di rivendere in futuro, ma con quella di detenere la partecipazione il più allungo possibile e spesso instaurando delle sinergie con le società acquisite che potevano essere o di tipo finanziario o legate al suo *brand* personale.

Diversi economisti ed analisti finanziari hanno definito Buffett e il suo percorso come un evento "5 sigma", ovvero un evento così raro da essere ritenuto irripetibile. È stato in grado di battere dal 1965 ad oggi l'indice S&P500 di un interesse medio annuo del 10% circa, mettendo in

discussione la teoria dell'efficienza del mercato e rimanendo fedele ai propri ideali di investimento senza lasciarsi influenzare dalle nuove mode speculative diffuse dopo gli anni Settanta.

Non possiamo affermare che il metodo di Buffett sia il migliore in assoluto o che il suo modo di investire sia quello giusto, di certo però, attraverso quel metodo e il suo modo di pensare e di agire Buffett è stato in grado di costruire uno dei più grandi conglomerati finanziari che la storia abbia mai conosciuto, la Berkshire Hathaway che ad oggi vanta una capitalizzazione di oltre 500 billion di dollari.

# 1. Storia di un conglomerato finanziario

Nel 1956 Warren Buffett fondò la Buffett Partnership Ltd. con l'obiettivo di investire nell'equity di aziende che rispettassero i principi professati dal suo professore universitario Benjamin Graham.

Graham era stato professore di Buffett alla Columbia University; in quel periodo Buffett poté apprezzare le grandi conoscenze di Graham nel mondo della finanza ed imparare a conoscere il suo metodo di investimento: definiva investimento come l'attività che, a seguito di un'analisi approfondita, garantisce ragionevolmente la sicurezza del capitale e un profitto soddisfacente. Divideva il suo metodo in tre fasi principali:

1. Descrittiva: raccolta delle informazioni disponibili per l'analisi sulla società target;
2. Critica: esaminare gli standard adottati per comunicare le informazioni;
3. Selettiva: valutare se l'investimento rispetta i criteri del modello.

Il modello di valutazione puntava ad individuare azioni sottovalutate, ovvero con un valore economico/intrinseco sostanzialmente al di sopra del valore di mercato. In questo modo, si sarebbe realizzato quello che Graham definiva margine di sicurezza<sup>185</sup> abbassando ancora di più il livello di rischio dell'investimento. Il metodo di Graham era fortemente quantitativo, si basava su lunghe analisi finanziarie che dovevano portare a calcolare quello che era il valore intrinseco della società senza lasciare spazio a studi su governance e management<sup>186</sup>. Saranno proprio queste le modifiche che negli anni a seguire Buffett, dopo la conoscenza del futuro socio inseparabile Charles Munger e Philip Fisher<sup>187</sup>, applicherà al modello di Graham.

Durante il periodo della fondazione della Buffett Partnership, la Berkshire era un'azienda tessile nata dalla fusione di due società distinte:

1. Berkshire: società tessile;
2. Heathway: società manifatturiera.

---

<sup>185</sup> Il margine dato dalla differenza dei due valori scritti sopra. In questo modo anche se il valore del titolo si fosse abbassato in futuro il margine sicurezza avrebbe svolto il suo ruolo minimizzando la perdita.

<sup>186</sup> P. Pysh, S. Brodersen, *"The intelligent investor, a summary of Benjamin Graham's original work"*, USA.

<sup>187</sup> Fisher e Munger professavano un modello di valutazione quasi opposto a quello di Graham. Il modello era focalizzato principalmente sull'analisi del comparto operativo e del management di una società. Un'analisi molto qualitative che unita al metodo di Graham traccia il confine di quello che sarà il Metodo Warren Buffett descritto nel prossimo paragrafo.

La prima volta che Buffett sentì parlare della Berkshire fu nel 1946 mentre lavorava nella società di Graham. In quel periodo iniziò ad acquistare azioni dell'azienda approfittando del prezzo vantaggioso e della strategia di riacquisto che l'azienda stava implementando al fine di realizzare una buona plusvalenza.

Notando la continuità degli acquisti di Buffett la proprietà della Berkshire lo contattò per chiedergli a quanto fosse disposto a vendere le sue azioni, il prezzo era di 11,50\$ ; pensando di aver trovato un accordo con la società Warren interruppe gli acquisti, tempo dopo la proprietà aveva ripreso il riacquisto delle azioni al prezzo di 11,38\$ non mantenendo la parola data e causando così la reazione di Buffett: era deciso a tenere le azioni e scalare il controllo della società.

Nel 1965 ebbe inizio la costruzione di quello che sarebbe diventato uno dei più grandi conglomerati finanziari della storia, partendo dall'acquisizione di diverse società del ramo assicurativo<sup>188</sup>. Le aziende assicurative erano perfette per il business di Buffett, generatrici di capitale da poter impiegare in tre modi principalmente:

1. Reinvestirli nel ramo assicurativo e puntare alla crescita<sup>189</sup>;
2. Comprare quote di minoranza nelle grandi aziende;
3. Acquisire pienamente società subsidiaries<sup>190</sup>.

Altro business in cui era solita investire la Berkshire era quello dei Newspaper, dove vennero registrati investimenti come quello del Washington Post o della società di francobolli Blue Chip Stamps dove Buffett incontrò Charles Munger, il quale oltre che a business partners fu un grande amico di Warren<sup>191</sup>, a lui viene attribuita la celebre frase: *"it's better to buy a good business at fair price than fair business at a good price"* che Buffett riuscirà spesso nelle sue riunioni con gli azionisti, sottolineando, d'altra parte, l'influenza subita dall'amico nella strategia d'investimento<sup>192</sup>.

Col passare del tempo il nome di Buffett divenne sempre più conosciuto insieme a quello della Berkshire; tale nomina negli anni '80 era così diffusa che molte società per difendersi da *takeover* ostili vendevano le proprie azioni a *"friendly hands"*, tra questi uno ricorrente era

---

<sup>188</sup> L.A.Cunningham, "Berkshire beyond buffett, the enduring value of values", 2014, Columbia University press, New York.

<sup>189</sup> Esempio è la crescita della società assicurativa Geico.

<sup>190</sup> Per il caso di acquisizione si veda il paragrafo 4.

<sup>191</sup> Secondo la sua biografia Munger insieme a Fisher e Graham fu tra quelle persone che influenzò il suo metodo di investimento proiettandolo in un'ottica di lungo periodo.

<sup>192</sup> L.A.Cunningham, "Berkshire beyond buffett, the enduring value of values", 2014, Columbia University press, New York.

Berkshire, che di solito in queste occasioni riusciva a portare a casa operazioni molto vantaggiose<sup>193</sup>.

Già nel 1986 la Berkshire possedeva diverse società le quali nelle lettere agli shareholders venivano divise in quattro aree di business:

1. Assicurazioni;
2. *Capital-Intensive industries*;
3. Finanziario;
4. Varie<sup>194</sup>.

Andando avanti per la sua strada Berkshire arriva al 2013 con un fatturato di 182 billion provenienti per il 70% dal ramo non assicurativo, per il 20% dalle assicurazioni e per il 10% dagli investimenti<sup>195</sup>. Circa 50 anni dopo dall'acquisto è possibile notare come Buffett in questi anni si sia concentrato principalmente su piccole acquisizioni che spesso sono risultate molto più profittevoli di acquisizioni maggiori e dell'alternativa di tenere titoli di stato a lungo termine. Il risultato finale è stata la nascita di un conglomerato finanziario con *subsidiaries* sparse in tutta l'America unite da precisi e definiti principi che rappresentano i valori fondamentali della capogruppo e dei suoi amministratori.



Fig.1 Le compagnie di Berkshire in USA<sup>196</sup>

<sup>193</sup> Tale nomina viene assunta dalla società grazie all'ormai famoso e diffuso modo di Buffett di rapportarsi con le società che acquisiva; quasi mai veniva cambiato il management ma si instaurava un rapporto di fiducia e stima reciproca che per Buffett rappresentava un elemento fondamentale alla continuazione dei rapporti, ovviamente, insieme ad ottimi e costanti risultati finanziari.

<sup>194</sup> Comprende diversi tipi di aziende, dal manifatturiero ai servizi.

<sup>195</sup> Oggi invece, Berkshire vanta un fatturato di circa 247 billion.

<sup>196</sup> Fonte: L.A.Cunningham, "Berkshire beyond buffett, the enduring value of values", 2014, Columbia University press, New York.

Tali principi derivano dai criteri utilizzati da Buffett per individuare le società da acquisire, essi sono sia criteri quantitativi che qualitativi: i primi si focalizzano sull'analisi dei documenti finanziari della società target, i secondi sulle modalità e qualità della gestione del management. La condivisione tra management e shareholders di una stessa visione a lungo termine e di una stessa cultura aziendale, ciò che hanno cercato di realizzare negli anni Buffett e Fisher, può far affrontare nei migliori dei modi periodi di volatilità finanziaria; il risparmio e la conservazione degli utili possono portare ad una forte riduzione delle probabilità di default, ottenendo un rating maggiore ed una conseguente riduzione dei costi di finanziamento.

Alla fine del 2013 il portafoglio di Berkshire, costato fino a quel momento circa 55 billion, ha raggiunto un valore di mercato di 115 billion, oggi il valore supera i 200 billion.

Con più di 600 aziende controllate direttamente ed indirettamente Berkshire è una delle più grandi aziende che il mondo abbia mai visto con una capitalizzazione di mercato che va oltre i 500 billion<sup>197</sup> e con valori contabili che la piazzerebbero nella top 50 delle economie mondiali<sup>198</sup>.

---

<sup>197</sup> Fonte dei dati yahoo finance.

<sup>198</sup> Se l'azienda venisse considerata come un paese a sé stante.

## 2. Il Metodo Warren Buffett per le acquisizioni

Nel suo Libro *“The Warren Buffett Way”* Robert G. Hagstrom presenta in maniera dettagliata ed esaustiva il metodo di Buffett a cui si è fatto più volte riferimento nel paragrafo precedente.

La prima caratteristica del metodo sta nella ricerca di aziende il cui business possa essere capito ed analizzato fino in fondo senza troppe difficoltà, esse devono essere caratterizzate da proiezioni positive di lungo termine, devono possedere un'onesta e competente governance ed infine, devono essere disponibili a prezzi interessanti sul mercato.

Come si può notare a primo impatto Buffett, dopo l'influenza di Munger e Fisher, imposta il proprio metodo su due tipi di analisi fondamentalmente:

1. Analisi quantitativa ripresa da Benjamin Graham;
2. Analisi qualitativa ripresa da Fisher e Munger.

Dalle acquisizioni e partecipazioni assunte da Berkshire si osserva come nel processo di individuazione della società target vi sia l'applicazione di alcuni principi ricorrenti divisibili in quattro categorie:

1. Criteri di Business;
2. Criteri di Management;
3. Criteri Finanziari;
4. Criteri di Mercato.

Tutti e quattro vengono approfonditi nei seguenti sotto-paragrafi.

## 2.1. Criteri di Business

I criteri di business sono formati da tre aspetti fondamentali:

- a) Business semplice e comprensibile: Buffett sostiene che il successo finanziario di un investitore sia legato alla comprensione che si ha dell'investimento stesso, elemento di solito mancante negli investimenti speculativi e degli investitori "mordi e fuggi".

Di tutte le sue partecipazioni Warren comprende le economie di entrata e di uscita, i flussi di cassa, relazioni sindacali, la flessibilità nella determinazione dei prezzi e le esigenze di allocazione del capitale. Senza una comprensione profonda del business non si può essere in grado di interpretare l'evoluzione dello stesso e di prendere una corretta decisione sull'investimento.

→ *"investi nel tuo ambito di competenza"*<sup>199</sup>.

- b) Storia operativa coerente: di solito le aziende che protraggono nel tempo l'offerta di uno stesso prodotto o servizio sono quelle che registrano utili maggiori. La storia dell'azienda rappresenta il documento da consultare per verificare i risultati costanti nel tempo e presupporre che questi possano anche continuare nel futuro.

- c) Proiezioni di lungo termine favorevoli: Buffett definisce franchise quelle aziende che forniscono un prodotto o servizio di cui c'è necessità o una forte ricerca, che non ha sostituti immediati e il cui prezzo non è disciplinato<sup>200</sup>, ovvero l'azienda riesce a gestire con grande flessibilità il prezzo del prodotto ottenendo così ritorni sugli investimenti sopra la media → ROI elevato.

Tali Business hanno la possibilità, per le loro caratteristiche e quelle del prodotto, di acquistare un forte vantaggio competitivo sulle altre aziende che le protegge dalla concorrenza.

---

<sup>199</sup> Fortune, 29/11/1993, p.11.

<sup>200</sup> Il prezzo grazie all'unicità del prodotto e alla forza del brand, un esempio è Coca-Cola, riesce a sfuggire alle solite dinamiche di domanda e offerta influenzate dalla concorrenza, potendo così variare per aumentare gli introiti dalle vendite.

## 2.2. Criteri di Management

Nel valutare la società target dal punto di vista della gestione si dà spazio a tre punti principali:

- a) **Razionalità:** il ruolo principale di un management è la gestione del capitale dell'azienda e la sua allocazione. Essa, di solito, dipende dalla fase di ciclo economico che sta attraversando l'azienda. Dopo la fase di sviluppo e crescita, in cui si tende principalmente a reinvestire gli utili per sostenere gli alti livelli di espansione, nella terza fase, quella di maturità, cruciale diventa la domanda su come investire gli utili:

Distribuzione vs Reinvestire = se il  $ROI > R_m$  e se il valore generato è maggiore del costo di capitale ( $VAN > 0$ ) sarebbe razionale investire invece che distribuire gli utili.

Nel caso in cui tale condizione non sussista gli utili possono essere distribuiti scegliendo tra due possibili alternative: o tramite dividendo o riacquistando le proprie azioni.<sup>201</sup>

- b) **Trasparenza:** essenziale la presenza di un management che comunichi agli shareholders i risultati aziendali interamente e in maniera corretta, che ammettano gli errori così come i successi.

- c) **L'imperativo istituzionale:** è una forza che porta i manager a seguire i comportamenti degli altri per quanto sciocco o irrazionale possa essere, solo perché tutti fanno una cosa non vuol dire che sia giusta. Spesso tale comportamento viene seguito dai manager per evitare di sembrare degli sprovveduti e realizzare perdite imbarazzanti mentre tutti gli altri stanno macinando utili, è la natura umana<sup>202</sup>.

Prendere decisioni non convenzionali o cambiare direzione non è mai facile e ciò che porta ad imitare strategie e comportamenti dei competitors sono elementi come: la chiusura mentale dei manager ad accettare i cambiamenti e la continua consultazione degli utili e vendite per paragonarli con altre aziende, influenzando così le scelte manageriali.

Nella pratica ciò che Warren fa per valutare un management è andare a leggere vecchi rapporti aziendali con le dichiarazioni dei manager valutando le strategie che dovevano essere

---

<sup>201</sup> Vedremo come Buffett sia un fan di questa seconda opzione. Il riacquisto delle azioni dà la possibilità agli azionisti di veder crescere il valore della propria quota senza dover pagare alcuna imposta a meno che non decidano di vendere.

<sup>202</sup> R.G. Hagstrom, "il metodo Warren Buffett", Hoepli editore, Milano, 2014.

implementate confrontandole con quelli che sono i risultati raggiunti e con la visione strategica odierna per vedere come e se è cambiata nel tempo.

## 2.3. Criteri finanziari

Nell'analisi dei rendiconti finanziari Buffett non si sofferma mai sul singolo anno, ma parte da 7-10 anni prima dell'anno corrente per avere una visione più ampia e chiara del percorso della società e dell'origine dei suoi numeri. I principali elementi che vengono considerati sono:

- a) Return on Equity (ROE): Spesso molti analisti nel misurare la performance aziendale fanno molto affidamento su l'*Earning per share*<sup>203</sup>. Il problema di tale ratio, secondo Buffett, è che spesso le aziende incamerano gli utili degli anni precedenti aumentando quella che è l'*Equity base*, così facendo non risulta esserci niente di straordinario in un EPS del 10% se allo stesso tempo la *Earning base*, ovvero l'*equity*, è aumentato dello stesso valore<sup>204</sup>.

Per questa motivazione Buffett preferisce utilizzare il ROE, ovvero il rapporto tra utili operativi ed Equity; il ROE deve essere il più possibile isolato da ricavi o costi contingenti tenendo in considerazione al valore di costo e non di mercato i titoli *marketable securities*, poiché le oscillazioni del valore di mercato potrebbero influenzare in maniera notevole il denominatore del rapporto e così il valore dell'indice<sup>205</sup>.

I ritorni prodotti dovrebbero essere tali senza l'uso di leva finanziaria; il ricorso necessario al debito è visto con sospetto da Buffett, il quale preferisce puntare su quelle aziende capaci di produrre utili soddisfacenti senza ricorrere all'uso di finanziamenti esterni.

---

<sup>203</sup> Ovvero il ratio che mette a rapporto gli utili sul numero delle azioni *outstanding*

<sup>204</sup> Il senso di tale affermazione è che non ha senso considerare l'EPS se non si è a conoscenza di come è cambiato l'*equity*. Una variazione positiva dell'EPS del 10% non ha alcun vantaggio se l'*equity* è aumentato dello stesso valore, infatti in questo caso il ROE sarà costante, indicando alcun incremento nella redditività dell'azienda.

<sup>205</sup> Se ad esempio nell'esercizio il mercato dovesse avere un rigonfiamento ed aumentare il valore dell'azienda, questo potrebbe coprire un'ottima performance realizzata nell'anno se venisse utilizzato il valore di mercato come *equity*.

- b) *Owner earning*: per ottenere il valore di una società target, nel modello che stiamo studiando, vengono utilizzati gli owner earning e non i flussi di cassa.

Gli *owner earning* rappresentano le entrate della società al netto delle imposte più gli ammortamenti meno il *capex*<sup>206</sup>:

$Owner\ earning = EBT - T + D - Capex$  (dove T rappresenta le tasse da dover versare sugli utili e D la *depreciation*).

Il flusso di cassa di solito viene utilizzato da chi vende aziende e strumenti finanziari e cerca di giustificare l'ingiustificabile, ovvero di vendere ciò che è invendibile.

Quando gli utili sono insoddisfacenti rispetto al debito e al relativo costo di un titolo allora fa decisamente comodo concentrarsi sul flusso di cassa<sup>207</sup>.

Come si è visto nel capitolo due ad oggi esistono diversi metodi per valutare una società, non ne esiste uno migliore rispetto ad altri ma l'applicazione dipende da diversi elementi che devono essere considerati prima della scelta. A prima vista quello di Buffett è abbastanza simile ad un metodo di valutazione finanziario *unlevered* che vedremo presenta alcune diversità nella considerazione del rischio e quindi del tasso d'interesse utilizzato per stimare il valore odierno della società.

- c) Margini di profitto: Buffett è consapevole che anche le migliori attività del mondo possono risultare mediocri se non capaci di trasformare le vendite in utili, ovvero se non capaci di attuare un rigido e preciso controllo dei costi; ogni qual volta un management annuncia un taglio dei costi quello è il momento simbolo di "*mea culpa*" per non essere stati attenti ai danni che le spese avrebbero potuto causare alla proprietà.

Il margine di profitto, ovvero il rapporto tra utili netti e ricavi, se studiato nel tempo è capace di raccontarci come negli anni i costi sono stati gestiti e come la società è stata in grado di trasformare i ricavi in utili in percentuali sempre crescenti.

I manager che odiano qualsiasi costo non necessario sono quelli ricercati da Warren.

- d) Regola del dollaro: come sappiamo il mercato azionario è la risposta alla domanda: quanto vale questa azienda? Su quest'ottica Buffett nello scegliere una società con

---

<sup>206</sup> *Capex* rappresentano i costi sostenuti dall'azienda per mantenere stabili o ampliare le proprie immobilizzazioni operative.

<sup>207</sup> Da precisare è che tali considerazioni fatte da Warren sul metodo che si basa sui flussi di cassa venivano espone nel 1986 nelle relazioni annuali della Berkshire. I flussi di cassa venivano considerati come gli utili al netto delle imposte più gli ammortamenti ed altre voci non monetarie; il problema del modello era la non considerazione dei *Capex* che probabilmente generavano o avrebbero generato delle spese nel futuro che nella valutazione non venivano considerati gonfiando così il reale valore dell'azienda o dello strumento finanziario.

prospettive future positive ed un solido management, si aspetta che tali elementi si riflettano nel suo valore di mercato; stesso discorso vale per gli utili non distribuiti: se gli utili nel tempo sono stati utilizzati al meglio determinando un aumento del capitale, probabilmente lo stesso verrà riscontrato nella quotazione di mercato.

Tuttavia, anche se la borsa registrerà i valori di mercato in maniera relativamente attendibile nel lungo periodo, nel singolo anno i prezzi possono presentare un'ampia variabilità del valore della società a causa di fattori esogeni ed endogeni.

È in questa situazione che Buffett applica la sua “regola del dollaro” per capire se i Manager sono stati capaci di utilizzare gli utili al meglio e di creare valore per gli shareholders:

*Retained Earning*  $\leq \Delta MV \rightarrow$  l'aumento del *market value* dovrebbe essere almeno uguale, dollaro per dollaro, agli utili trattenuti dalla società nell'arco di tempo preso in considerazione<sup>208</sup>. Ovviamente se il valore è maggiore, come si spera, significa che il management è riuscito a trasformare ogni dollaro di utile ritenuto in più di un dollaro di valore di mercato<sup>209</sup>.

## 2.4. Criteri di mercato

Arrivati a questo punto, dopo aver implementato tutti i criteri visti fino ad ora l'unica domanda alla quale ci rimane di rispondere è: il prezzo della società è buono?

Quello che bisogna fare è andare a confrontare il prezzo di mercato della società, *market value*, con il suo valore economico,  $W_e$ , determinato dagli analisti dopo aver soppesato e preso in considerazione tutte le informazioni sulla gestione della società, management e aspetti finanziari.

La decisione di acquisto dipende dalla differenza tra  $W_e$  e MV:

---

<sup>208</sup> Perché dovrebbe essere così? Se aumentano gli utili ritenuti dall'Azienda questi causeranno l'incremento dell'equity e quindi del Book value (BV) della società. Differente dal BV è il MV che rappresenta il valore della società sul mercato, tale valore, di solito, risulta essere maggior del BV in quanto tiene conto dell'avviamento della società e, dunque, della capacità di gestione del Management. Quindi in conclusione, se il Management è stato in grado di investire e gestire al meglio la quota degli utili ritenuti (BV), essi avrebbero dovuto causare un più elevato incremento del MV rispetto al BV.

<sup>209</sup> R.G. Hagstrom, “il metodo Warren Buffett”, Hoepli editore, Milano, 2014.

se  $W_e/NS > MV/NS$ , dove NS rappresenta il numero delle azioni *outstanding*, un investitore intelligente ne acquisterà le quote<sup>210</sup>.

Dunque, nella pratica ci servirà andare a determinare il  $W_e$ <sup>211</sup> e capire se il prezzo di mercato della società target è conveniente o comunque in linea con le sue potenzialità<sup>212</sup>.

Vediamo come procede Buffett di solito:

- a) Determinare il valore dell'azienda: per stimare il valore dell'azienda, Buffett riprende il metodo di Jhon Burr Williams<sup>213</sup> che consiste nel calcolare il flusso di cassa netto atteso nel corso della vita dell'azienda target scontato per un adeguato tasso d'interesse, metodo simile a quello utilizzato per le obbligazioni.

*“Se l'attività è sufficientemente semplice e comprensibile nelle sue caratteristiche fondamentali, e ha operato sul mercato con una capacità duratura di produrre utili, Buffett saprà stabilirne il flusso di cassa futuro con un elevato grado di precisione. Se non ci riesce, non cercherà neppure di valutare l'azienda. È questo il discrimine fondamentale del suo approccio.”*<sup>214</sup>

Dopo aver calcolato i flussi di cassa si applica il tasso di sconto per il quale Buffett, invece che utilizzare il solito Wacc o  $r_e$ , utilizza il tasso d'interesse dei bond del tesoro USA a lungo termine.

Come sappiamo di solito, nei modelli di valutazione, gli economisti suggeriscono di utilizzare il  $r_f$  aggiungendo un ERP<sup>215</sup> (equity risk premium) per avere una determinazione del valore più coerente e considerevole dei rischi dell'attività

---

<sup>210</sup> Per Graham la differenza di valore doveva valere almeno 2/3, ovvero il MV doveva essere più basso del  $W_e$  del 66% circa, per lui questa rappresentava una condizione immancabile per l'acquisto. Per questo motivo, come visto nel primo paragrafo, il suo metodo di valutazione è definito come Value stock, i valori quantitativi, praticamente, erano l'unica cosa che contava per giudicare l'acquisizione di un'azienda o partecipazione.

<sup>211</sup> Per la consultazione dei metodi di valutazione di un'azienda si veda il capitolo 2. Si nota come, dai metodi di valutazione esaminati in questo scritto, quello di Buffett presenti alcune differenze che verranno evidenziate nelle prossime righe.

<sup>212</sup> Abbiamo visto come Munger e Fisher abbiano influenzato le iniziali idee di Buffett sulla valutazione facendogli capire ed apprezzare il valore di elementi qualitativi all'interno di una società. Per queste ragioni Buffett non è interessato a trovare società che presentino solamente un prezzo conveniente ma, piuttosto, società il cui prezzo sia in linea con le prospettive future e potenzialità determinate sia da elementi quantitativi che qualitativi.

<sup>213</sup> Fu un economista riconosciuta per la sua importanza nel campo dell'analisi fondamentale, fase del processo di valutazione di un'azienda, e per le sue analisi nel calcolo del valore intrinseco di uno stock. Il suo lavoro più rinomato è il libro *the theory of Investment Value* dove presenta la sua teoria sul DCF (discount cash flow method) e sul DDM (dividend discount model)

<sup>214</sup> R.G. Hagstrom, “il metodo Warren Buffett”, Hoepli editore, Milano, 2014.

<sup>215</sup> L'equity risk premium rappresenta un premio per gli investitori relativo al maggiore rischio che si sostiene acquistando uno stock rispetto ad un bond del tesoro derivante dall'incertezza dei flussi di cassa futuri della società.

dell'azienda; Buffett scarta tale ipotesi poiché ritiene che tale tipo di costruzione sia artificiosa in quanto assume la volatilità dei prezzi come misura del rischio.

Per Buffett prendere  $\Delta P$  come indice di rischio è una sciocchezza<sup>216</sup>; il rischio d'impresa viene ridotto concentrandosi sulle attività con utili rilevanti e prevedibili, il rischio, piuttosto, si ha quando non si sa cosa si stia facendo ovvero su cosa si stia investendo<sup>217</sup>. Si evidenzia, dunque, una netta differenza di pensiero sulla valutazione d'azienda osservata nel capitolo due di questo scritto e il metodo applicato da Warren. Impossibile trovarne uno migliore, ogni metodo deve essere contestualizzato e associato alla situazione per la quale viene usato, allo stesso tempo, però, innegabili sono i grandissimi risultati che Warren Buffett ha ottenuto nel corso della sua carriera, battendo per circa 20 anni S&P500 per un valore del 10% ogni singolo anno.

- b) Acquistare a prezzi convenienti: l'obiettivo dei criteri del metodo di Buffett non è solo quello di individuare attività redditizie sopra la media, ma anche di acquisirle a prezzi al di sotto della valutazione economica, ciò garantisce un margine di sicurezza sull'investimento.

L'esistenza di un ampio margine di sicurezza fa sì che anche se in futuro il  $W_e$  della società dovesse abbassarsi l'acquisto ad un prezzo basso potrebbe evitare il rilevarsi di perdite significative.

---

<sup>216</sup>  $ERP = (r_m - r_f) \rightarrow$  se  $r_m$  aumenta cresce anche ERP, ma  $r_m$  dipende dalla  $\Delta P$  sul mercato  $\rightarrow$  ERP varia in base la variazione dei prezzi sul mercato. Questo pensiero, per quanto giusto che sia, non viene condiviso da Buffett per il semplice fatto che quest'ultimo e chi ha creato tale teoria non sono d'accordo nel concetto di rischio. Per Buffett il rischio non dipende dalla variazione dei prezzi ma più che altro dalla variazione delle previsioni fatte prima di acquistare uno stock; alla base di questo se una società rispecchia tutti i criteri del metodo Buffett che abbiamo visto non avrebbe senso assumere come tasso di sconto un valore come il  $r_e$  o il Wacc.

<sup>217</sup> Sulla linea della nota precedente Buffett continua affermando che:

*“Se ignorare il rischio vi mette a disagio, potete rimediare includendo un margine di sicurezza maggiore nel prezzo d'acquisto... oppure se i tassi dei bond sono estremamente bassi aggiungere qualche punto percentuale in più al tasso esente da rischio, per rappresentare meglio la situazione.”*

## 3. L'interpretazione dei Bilanci secondo Buffett

### 3.1. Il Conto Economico

Nel ricercare la società target con un vantaggio competitivo durevole Warren passa molto tempo ad analizzare bilanci e relazioni annuali; inizia sempre dal CE per capire immediatamente se la società possiede una continuità nella generazione dei profitti, per studiare il margine che aveva ottenuto negli anni, se ha bisogno di spendere molto nella R&S per proteggere il suo vantaggio e se utilizza un'elevata leva per raggiungere i suoi risultati.

→ *“la fonte degli utili è più importante degli utili stessi”*<sup>218</sup>

La prima voce che ritroviamo nel CE sono i ricavi un'informazione che presa da sola serve a ben poco, per questo è necessario vedere come le spese vengano gestite e come impattano su di essi<sup>219</sup>. Dalla differenza tra ricavi e costo del venduto otteniamo il profitto lordo (PL), essenziale per capire se la società gode di un vantaggio competitivo o meno.

Se viene rapportato il profitto lordo ai ricavi totali si ottiene quello che viene chiamato margine operativo lordo (MOL) che può fornire diverse informazioni sulla natura economica dell'impresa → PL/R → Buffett col passare del tempo ha notato come le società con un'eccellente economia che lavora a loro favore nel lungo termine, tendano a registrare in maniera costante un MOL maggiore rispetto alle altre società, esempi sono<sup>220</sup>:

1. Coca-cola → MOL = 60% circa
  2. Moody's → MOL = 70% circa
- Vs
3. United Airlines → MOL= 30% circa
  4. General Motors → MOL= 15% circa

---

<sup>218</sup> M. Buffett, D. Clark, “Warren Buffett e l'interpretazione dei bilanci, identificare le aziende con un solido vantaggio competitivo”, Tecniche nuove, Milano, 2009.

Come già accennato nel precedente paragrafo Buffett è molto attento all'analisi di bilancio prima di investire in una società. I criteri del suo metodo sono finalizzati anche a sottolineare quelle che sono le fonti della formazione degli utili, in quanto, vedremo più avanti, esse determinano non poche differenze sulla scelta finale di investire o meno. Una società che macina utili per un vantaggio competitivo strutturato nel tempo rispetto ad una che basa i suoi utili su un brevetto ha molte più probabilità di performare in maniera positiva anche nel futuro.

<sup>219</sup> È evidente il richiamo al criterio del margine di profitto e della razionalità del management sul controllo delle spese e dei costi, cercando di evitare quelli non necessari.

<sup>220</sup> Fonte dati: Yahoo finance aggiornati al 2018.

Ciò che crea un MOL elevato è il vantaggio competitivo durevole che garantisce all'azienda la libertà di definire un prezzo superiore al costo delle merci acquistate senza ricadute sulla quantità delle vendite.

Ovviamente il MOL elevato non deve avere carattere provvisorio, ma devono essere continui, per dare un'unità temporale più precisa Buffett era solito consultare i bilanci dei dieci anni precedenti a quello della valutazione.

Nonostante ciò, le società hanno diversi modi per rovinare un ottimo risultato sul MOL, ovvero, una cattiva gestione delle spese amministrative, di ricerca e gestione generale. Tali costi vengono chiamati *hard costs*, la loro somma sottratta al POL dà l'utile lordo della gestione operativa (EBIT)<sup>221</sup>.

Di solito le società che non godono di un vantaggio competitivo possono vedere variare i loro costi di gestione in relazione al profitto lordo; tali società sono inondate dalla concorrenza che spesso implica un abbassamento dei prezzi e così una riduzione dei ricavi totali.

Se i ricavi diminuiscono e i costi di gestione rimangono costanti essi comunque faranno registrare un maggiore impatto nell' EBIT e se tali costi non vengono tagliati i profitti scenderanno sempre di più:

minori sono le spese di gestione meglio è → *Monitoring cost*.

Tra le spese generali Mary Buffett nel suo libro "*Warren Buffett l'interpretazione dei bilanci*" si sofferma più a lungo su due voci:

1. *Research and Development (R&D)*: spesso un vantaggio competitivo può essere basato su un brevetto o qualche innovazione tecnologica; se si parla di brevetto, come di solito nelle aziende farmaceutiche, prima o poi il brevetto scadrà facendo sparire il vantaggio, se invece il vantaggio deriva da qualche innovazione tecnologica c'è sempre il rischio che possa essere sostituita da una nuova trasformando il vantaggio di oggi nell'obsolescenza di domani<sup>222</sup>.

Grandi spese in R&D e per l'aggiornamento e per la ripianificazione del programma di vendite implicano sostanziali spese generali e amministrative.

---

<sup>221</sup> Il testo al quale si fa riferimento per questo paragrafo 3 conta tra i costi di gestione anche la depreciation, per questo il risultato dell'operazione dà come valore l'EBIT. Se non prendessimo in considerazione la depreciation e la sottraessimo in un secondo momento, il risultato tra POL e spese di gestione sarebbe l'EBITDA.

<sup>222</sup> Warren Buffett ha sempre avuto uno strano rapporto con le aziende tecnologiche; ha sempre affermato di non capire fino in fondo il business del settore e per questo ha sempre evitato investimenti in questo campo data l'incapacità di fare delle previsioni affidabili. Tuttavia, con le grandi aziende che sono nate negli ultimi anni, tra le quali Apple e Amazon, ha riconosciuto di essersi pentito per l'occasione persa nell'investire su queste aziende.

Warren conclude l'esami di questa voce affermando che le società che investono molto in R&D presentano un difetto nel loro vantaggio competitivo aumentando il rischio di successo del loro business nel lungo periodo, classificandole così come investimento non sicuro.

2. *Depreciation*: sugli ammortamenti Buffett sostiene che dovrebbero essere sempre inclusi nel calcolo degli utili. Una società con vantaggio competitivo su *competitors*, di solito presenta costi di ammortamento minori in percentuale al PL rispetto alle altre società del settore<sup>223</sup>.

*“Meno è sempre meglio quando si tratta di aumentare il profitto netto.”*<sup>224</sup>

Sottratte le spese generali più l'ammortamento si arriva ad ottenere l'EBIT al quale bisogna togliere gli interessi sul debito e le tasse per determinare l'utile netto della gestione operativa. Gli interessi rappresentano i costi che la società deve pagare sul debito, maggiore sarà quest'ultimo più alti saranno gli interessi passivi.

Tra le varie acquisizioni compiute da Buffett si osserva come le società con vantaggio competitivo abbiano sempre interessi passivi minimi rispetto all'utile di gestione; ovviamente, l'ammontare degli interessi passivi deve essere considerato anche in relazione al contesto di business in cui la società agisce<sup>225</sup>.

Sottratti gli interessi troviamo l'EBT, ovvero l'utile della gestione operativa al lordo delle imposte. Dunque, dopo che tutte le spese e le imposte sono state sottratte dal fatturato, ciò che rimane è l'utile netto. Su tale risultato inizia un'analisi basata su diversi anni per capire se esiste un trend positivo crescente che indichi la possibilità della presenza di un vantaggio competitivo. È importante precisare che spesso il trend degli utili può essere diverso da quello dell'EPS a causa dei programmi di riscatto, ovvero, dei programmi per il riacquisto delle azioni.

In questo modo anche se l'utile della società rimane costante o addirittura diminuisce, l'EPS può aumentare riducendo il valore della base azionaria:

→EPS = Earning/n.Share → se il numero delle azioni diminuisce ovviamente il valore del rapporto aumenterà facendo aumentare l'EPS; per evitare un fraintendimento nella lettura dell'indice come numero di azioni dovrebbero essere considerate le azioni totali, ovvero, le

---

<sup>223</sup> La motivazione a costi di ammortamento ridotti verrà spiegata nel paragrafo successivo dedicato all'analisi delle voci dello stato patrimoniale.

<sup>224</sup> M.Buffett, D.Clark, “Warren Buffett e l'interpretazione dei bilanci, identificare le aziende con un solido vantaggio competitivo”, Tecniche nuove, Milano, 2009.

<sup>225</sup> Esempio società dove vengono registrati alti interessi passivi sono banche e ramo assicurativo. Di solito in questi settori si possono raggiungere pagamenti di interessi pari al 70% dell'utile di gestione.

*outstanding* più quelle “proprie” possedute dalla società, rilevando così il reale valore e andamento nel tempo del rapporto.

Altro elemento che Buffett osserva quando si parla di utile netto è il margine operativo netto (MON), spesso le società con un vantaggio competitivo di chiarano un rapporto utile netto/ricavi maggiori delle concorrenti. Discorso diverso deve essere fatto per il ramo degli intermediari finanziari dove spesso un elevato rapporto di tale indice un rallentamento nella divisione proposta alla gestione dei rischi → accettazione di rischi maggiori in cambio di denaro facile.

## 3.2. Lo Stato Patrimoniale

A differenza del conto economico lo stato patrimoniale riassume quelle che sono delle grandezze stock che assumono valore in quella precisa data in cui vengono osservate.

È costituito da attività e passività la cui differenza determina il capitale netto della società.

Analizziamoli uno alla volta:

- **Attività:** Esse si suddividono in attività correnti e non, la differenza sta nella loro partecipazione al ciclo produttivo e nelle tempistiche necessarie alla trasformazione in liquidità.

La prima voce che viene esaminata da Buffett è quella dell’attivo circolante/corrente composto da cassa, investimenti a breve termine, rimanenze, crediti, spese anticipate e altri crediti. Dall’analisi di queste voci si cerca di capire se l’azienda dispone di grande liquidità ed/o equivalenti o meno; un valore basso o la mancanza di una riserva di denaro liquido generalmente significano che la società ha un’economia misera o mediocre.

Importante precisare che, fruttando un interesse ridotto, quando il denaro liquido inizia ad accumularsi è importante capire come impiegarlo<sup>226</sup>.

La liquidità può essere generata in tre modi principalmente:

1. Emissioni di azioni o obbligazioni;
2. Vendita attività;

---

<sup>226</sup> Richiamo al principio di razionalità visto nel paragrafo 2.

### 3. Generata dall'attivo in relazione alla sua gestione.

È questa terza modalità che ricerca Buffett, in quanto le prime due potrebbero essere simbolo di una mancanza di liquidità e di una necessità di vendere attività o azioni/obbligazioni per superare un momento di crisi.

Dunque, per capire se la liquidità è generata dalla gestione vengono presi in esame gli stati patrimoniali dei sette anni precedenti e se la liquidità mantiene un alto livello con valori di debito e vendite di azioni o di attività bassi, allora è probabile che i livelli della liquidità siano giustificati da un trend positivo degli utili nel tempo che potrebbe indicare la presenza di un vantaggio competitivo per la società target.

Tra le voci dell'attivo circolante un approfondimento meritano rimanenze e crediti:

1. Rimanenze: il rischio principale legato alle rimanenze è che esse possano diventare obsolete. Per questo Buffett ricerca azienda i cui prodotti non cambiano mai e nonostante ciò risultino molto attraenti per il mercato, un classico esempio è Coca-Cola.

Spesso in un'azienda con vantaggio competitivo rimanenze e utile aumentano di pari-passo, questo perché l'aumento delle vendite ha provocato un aumento delle rimanenze così da far fronte alle ordinazioni in modo tempestivo.

2. Crediti: Spesso un grande valore di questa voce può indicare che, data la forte concorrenza, l'azienda cerca di ottenere un vantaggio diluendo i tempi di pagamento → se una società non ha bisogno di ricorrere a tale scelta per sopraffare la concorrenza probabilmente avrà un vantaggio competitivo che opera a suo favore.

Una volta terminata la visione delle attività correnti passiamo a quelle di lungo termine. Si inizia con le immobilizzazioni materiali che Buffett considera come un segno di forte dipendenza dalla concorrenza. Se una società deve lottare contro diversi competitors di settore, probabilmente sarà obbligata ad investire continuamente in immobilizzazioni materiali per innovare i suoi macchinari, costringendola ad indebitarsi. Dall'altra parte, società con un vantaggio competitivo, che producano un prodotto standard, cambiano le loro immobilizzazioni solo quando queste si usurano finanziandole con la loro elevata liquidità<sup>227</sup>.

---

<sup>227</sup> Quanto detto è abbastanza evidente se analizziamo una società come Wrigley, nel 2009 aveva immobilizzazioni materiali pari a 1,4 billion rispetto ad un utile di 500 million; diversamente General Motors presentava immobilizzazioni tecniche per 56 billion e perdite con debito sui 40 billion.

Sulle immobilizzazioni immateriali, invece, Buffett sottolinea che le immobilizzazioni che ritroviamo sul bilancio sono solo quelle acquistate, in altri termini, non possono essere iscritte attività immateriali sviluppate internamente. Per questo motivo nelle società con vantaggio competitivo si verifica un fatto bizzarro:

Coca-Cola ha un marchio di fabbrica che vale circa 100 billion, ma essendo un valore sviluppato internamente esso non compare in bilancio → per questo motivo il vantaggio competitivo di alcune società è rimasto nascosto agli investitori per moltissimo tempo; solo confrontando i rendiconti finanziari dei dieci anni precedenti un investitore poteva rendersi conto di un tale potenziale.

Coca-Cola veniva considerata troppo costosa anche dagli operatori di Wall-Street i quali reputavano il prezzo di Coca-Cola troppo stabile per essere interessante, diversamente dagli altri, Warren notò la forte capacità dell'Azienda di creare reddito nel lungo periodo, capacità che nel tempo avrebbe contribuito a renderlo l'uomo più ricco del mondo<sup>228</sup>.

Dopo le immobilizzazioni immateriali troviamo gli investimenti a lungo termine. Tale voce viene considerata da Buffett come strumento per valutare la "forma-mentis" del management: utile a capire se i manager investono su altre società che a loro volta presentano un vantaggio competitivo, oppure su attività fortemente concorrenziali.

Sommando l'attivo circolante con le attività a lungo termine, viste fino ad ora, si ottiene il totale dell'attivo, il quale può essere utilizzato per capire con quale efficienza la società utilizza le proprie attività.

Per misurare tale efficienza utilizziamo il ROA (*return on asset*), ovvero il rapporto tra l'utile di esercizio e gli asset. Rapporti molto elevati indicano una maggiore efficienza, tuttavia, Warren avverte che risultati eccessivamente elevati possono indicare una minaccia alla durata del vantaggio competitivo: valori elevati possono testimoniare una maggiore facilità ad entrare nel settore da parte di nuove aziende comportando una maggiore concorrenza e pericolo per i ricavi; inoltre, un ROA molto elevato può assoggettare l'azienda a nuove acquisizioni tramite la tecnica del *leverage buy-out*.<sup>229</sup>

---

<sup>228</sup> Per la partecipazione acquisita in Coca-Cola si veda il paragrafo 4.

<sup>229</sup> Il *leverage buy-out* è un'operazione straordinaria di acquisizione in cui i promotori creano una *newco* che attraverso la stipula di un grande debito andranno ad acquisire una società target per poi ripagare il debito con gli *asset* e i futuri utili della società acquisita. Dunque, se la società avrà un elevato ROA sarà più facile acquisire per il basso valore degli *asset* e/o con gli elevati utili che registra sarà probabilmente in grado di ripagare il debito stipulato dalla *newco*.

- Passività: come per le attività, le passività sono divise in correnti e non correnti.

Tra le passività correnti, ovvero gli impieghi che la società deve rispettare entro la fine dell'esercizio, risultano due voci interessanti:

1. Debiti a breve termine: Buffett si è sempre tenuto alla larga dalle società che preferivano un alto debito a breve termine rispetto quello a lungo termine, questo perché spesso anche se un comportamento aggressivo ha portato ad un guadagno nel breve termine, nel lungo periodo ha provocato diversi disastri finanziari<sup>230</sup>. Invece, ciò che Buffett ricerca è la durabilità, definita come la stabilità che deriva dall'essere conservativi, ovvero, dall'aver denaro quando gli altri hanno perdite. Un eccessivo debito a breve termine può portare la società a subire una forte dipendenza dai cambiamenti repentini del mercato di credito → rischio sulla stabilità.
2. Debiti a lungo termine in scadenza: rappresenta parte del debito a lungo termine in scadenza alla fine dell'esercizio. Ripetendo ciò che abbiamo sottolineato nella sezione dedicata al conto economico, una società che presenta un vantaggio competitivo dovrebbe essere in grado di generare una buona liquidità negli anni consentendole di fare a meno o di usare poco debito a lungo termine. Se vi è un elevato ammontare a scadenza → debito a lungo termine elevato → necessità di indebitarsi per produrre risultati → probabile assenza di alcun vantaggio competitivo.

Per valutare la capacità della società di adempiere ai suoi impegni di breve periodo, dagli analisti finanziari vengono utilizzati vari indici tra cui il *current ratio*: consiste nel rapporto tra attività circolanti e passività circolanti<sup>231</sup>. Un risultato positivo, di solito, si ha quando il rapporto è maggiore di uno; tuttavia, Buffett negli anni ha osservato come diverse società che presentavano un vantaggio competitivo avessero un rapporto inferiore ad uno, questo per la grande capacità reddituale posseduta dalle stesse che evitava la necessità di tenere elevate riserve liquide.

---

<sup>230</sup> M. Buffett, D. Clark, "Warren Buffett e l'interpretazione dei bilanci, identificare le aziende con un solido vantaggio competitivo", Tecniche nuove, Milano, 2009.

<sup>231</sup> Altri tipi di indici per valutare la liquidità nel breve periodo sono il *quick ratio* e il *cash ratio*.

Andando alle passività non correnti la prima voce che ritroviamo in bilancio è debiti a lungo termine: qui il discorso è abbastanza simile a quello fatto poc'anzi sul debito a lungo termine in scadenza.

Una società con vantaggio competitivo dovrebbe essere in grado di autofinanziarsi e quindi avere un basso valore di debito per più anni possibile<sup>232</sup>; nello specifico la società dovrebbe essere in grado con i suoi utili di estinguere il debito in 3-4 esercizi<sup>233</sup>.

Il valore totale del passivo in teoria, se la società fosse in grado di autofinanziarsi, dovrebbe avere un valore minore dell'*equity*.

Un indice utilizzato per verificarlo è il quoziente di indebitamento, ovvero D/E: un problema di tale rapporto è che spesso le società che godano di un vantaggio competitivo utilizzano parte degli utili non distribuiti per il riacquisto delle azioni, provocando una riduzione del valore al denominatore (*equity*) portando ad un aumento fittizio dell'indice di indebitamento facendole sembrare delle imprese mediocri. Onde evitare di confondere società ottime con quelle mediocri, Buffett consiglia di tenere in considerazione nel calcolo dell'*equity* anche le azioni proprie detenute dalla società al fine di ovviare a tale problema.

- *Equity*: sottraendo le passività alle attività otteniamo il capitale netto ovvero il capitale che inizialmente è stato investito dai soci più quello creato nel corso della gestione e lasciato nelle casse della società.

Se ci concentriamo su l'utile netto sappiamo che esso può essere distribuito come dividendo oppure utilizzato per il riacquisto delle proprie azioni o conservato per far crescere l'azienda. Tra tutte le voci presenti nella sezione dell'*equity*, quella sugli utili non distribuiti è una delle più importanti per valutare la presenza di un vantaggio competitivo nella società.

Se utili "*retained*" non aumentano → il patrimonio netto della società non cresce<sup>234</sup> → difficilmente la società sarà in grado di accrescere il proprio valore arricchendo gli

---

<sup>232</sup> Di solito l'arco temporale di riferimento quando parliamo di queste analisi è sempre di 7-10 anni.

<sup>233</sup> Può capitare che vi siano molti elementi che indichino che la società posseda un vantaggio competitivo, ma che allo stesso tempo, la società presenti un alto livello del debito a lungo termine. In questi casi è probabile che vi sia stato un'acquisizione con capitale di prestito, dunque, invece che puntare sulle azioni della società Buffett consiglia di puntare sui bond, poiché gran parte della capacità dell'impresa di generare i flussi verrà utilizzata per pagare il debito e non per finanziare l'espansione dell'azienda.

<sup>234</sup> Ovviamente per la crescita del patrimonio netto ci sarebbe l'alternativa di immettere nuova capitale da parte dei soci, ma nell'ottica in cui ci troviamo è interessante capire se il management attraverso la sua gestione è stata in grado di creare valore aumentando così il patrimonio netto ed arricchire gli azionisti. (di solito l'immissione di capitale da parte dei soci non è ben vista dagli investitori, in quanto, potrebbe indicare l'attraversamento di un

azionisti → importante andare a consultare il tasso di crescita degli utili non distribuiti per capire se la società sta crescendo<sup>235</sup>. Ad esempio, Berkshire dal 1965 al 2007 ha ottenuto una crescita media annua della riserva degli utili del 21%, passando da 4 dollari ad azione fino a 13.023 dollari per azione<sup>236</sup>.

Altro segno distintivo di una società con vantaggio competitivo è la presenza di azioni proprie nello stato patrimoniale, simbolo della possibilità della società di riscattare le proprie azioni grazie alla grande liquidità disponibile.

Se le azioni proprie aumentano → *equity* si riduce → ROE aumenta<sup>237</sup> : è importante dunque, stare attenti a queste situazioni è capire se l'aumento del ROE sia frutto di un reale vantaggio competitivo o di "ingegneria finanziaria" o combinazione di entrambi; per scoprirlo è necessario sommare il valore delle azioni proprie all'*equity* quando calcoliamo il ROE (come visto per il rapporto D/E).

ROE = Utile netto/Equity → le società acquisite da Buffett avevano per la maggior parte un ROE superiore alla media, esempi sono: Coca-Cola 30%, Wrigley 24%, Pepsi 34%<sup>238</sup>.

Basta esaminare il ROE in un settore fortemente concorrenziale per notare la grande differenza con quelli citati ora. Valori elevati del ROE costanti negli anni indicano la buona gestione da parte del management che sta creando buoni ritorni che accumulati accrescono il valore dell'azienda che nel lungo periodo si rispecchierà in un aumento stabile del prezzo delle azioni sul mercato.

---

periodo di crisi per la società che ha bisogno di nuova liquidità; tutte caratteristiche che farebbero storcere il naso a Buffett).

<sup>235</sup> Un caso particolare è quello di Microsoft: nel 2007 Microsoft dichiarava un valore negativo degli utili ritenuti poiché il suo motore economico è talmente potente da non aver bisogno di conservare consistenti quantità di capitale raccolto negli anni e ha scelto di spendere i propri utili non distribuiti in riscatti azionari e distribuzione dei dividendi. Ad oggi da Yahoo Finance sembra che le riserve di utili dell'azienda abbiano un andamento altalenante, questo testimonia quanto detto sopra, non vi è la necessità di ritenere grandi ammontare di capitale.

<sup>236</sup>Fonte dati: M.Buffett, D.Clark, "Warren Buffett e l'interpretazione dei bilanci, identificare le aziende con un solido vantaggio competitivo", Tecniche nuove, Milano, 2009.

<sup>237</sup> Come già detto precedentemente il ROE non è altro che un indice sviluppato dagli analisti finanziari per intercettare l'abilità della dirigenza nell'allocare il denaro degli azionisti e accrescere il valore dell'azienda.

<sup>238</sup> Fonte dati: M.Buffett, D.Clark, "Warren Buffett e l'interpretazione dei bilanci, identificare le aziende con un solido vantaggio competitivo", Tecniche nuove, Milano, 2009.

### 3.3. Il Rendiconto Finanziario

Il ruolo del rendiconto finanziario è quello di contabilizzare le entrate e le uscite di cassa nell'esercizio di riferimento senza, dunque, tener conto del principio della competenza; Buffett lo consulta per capire se la società sta creando più denaro di quello che usa.

Il rendiconto è suddiviso in tre sezioni:

1. Flussi di cassa derivanti dall'attività operativa;
2. Flussi di cassa derivanti dagli investimenti;
3. Flussi di cassa derivanti da attività di finanziamento.

PRUFROCK CORPORATION 2002 Statement of Cash Flows (\$ in millions)	
Cash, beginning of year	\$ 84
Operating activity	
Net income	\$363
Plus:	
Depreciation	276
Increase in accounts payable	32
Less:	
Increase in accounts receivable	- 23
Increase in inventory	- 29
Net cash from operating activity	\$619
Investment activity	
Fixed asset acquisitions	-\$425
Net cash from investment activity	-\$425
Financing activity	
Decrease in notes payable	-\$ 35
Decrease in long-term debt	- 74
Dividends paid	- 121
Increase in common stock	50
Net cash from financing activity	-\$180
Net increase in cash	\$ 14
Cash, end of year	\$ 98

La somma dei tre ci dà la variazione netta della liquidità, coincidente con la variazione di cassa, come può essere osservato dalla figura accanto<sup>239</sup>.

Concentrandosi sull'analisi del rendiconto finanziario la prima voce che attira l'attenzione sono le spese in conto capitale: le ritroviamo nella seconda sezione e spesso il loro ammontare dipende dal settore in cui opera la società. Ad esempio, pensando alle società telefoniche esse avranno alte spese in conto capitale per la costruzione delle reti di comunicazione; tali spese se persistenti nel tempo possono avere un'elevata influenza sugli utili, per questo Buffett tende ad evitarle.

Utile per capire se l'ammontare di tali spese è rilevante o meno è fare un rapporto tra le spese in conto capitale e gli utili accumulati negli ultimi dieci anni, tale intervallo di tempo rappresenta un *range* adeguato a capire cosa sta accadendo all'azienda. Di solito le società che ricerca Buffett hanno un valore del rapporto al disotto del 50%.

Altro elemento da considerare è la spesa per l'acquisto di azioni proprie, che di solito ritroviamo nella terza sezione del rendiconto.

<sup>239</sup> Fonte della figura: corso di *advanced corporate finance*, Estonian Business School, 2018-2019, professore H. Kahra.

Come già spiegato in precedenza le società che producono molta liquidità hanno il “problema” di trovare il modo migliore di impiegare tale surplus; se non vi sono opportunità di investimento non resta che distribuire parte della liquidità come dividendi. L’unico problema della distribuzione è che sui dividendi i soci devono pagare un’imposta per legge, cosa che non rende felice nessuno. Per eludere il pagamento Buffett predilige la soluzione del riacquisto delle azioni: in questo modo le *outstanding share* calano facendo aumentare sia EPS che il prezzo della singola azione e portando ad un consequenziale incremento del valore della quota del socio, senza nessun pagamento di imposte.

Esempio:

Dati	Svolgimento
Utili = 10 <i>million</i>	Se la società riacquista 500 k di azioni
Azioni <i>outstanding</i> = 1 <i>million</i>	Azioni <i>outstanding</i> = 500 k
EPS = 10 €	EPS = 20 €
$P_0(\text{book value}) = \text{Equity} / \text{Azioni outstanding}$	$P_0(\text{book value}) \uparrow$
	$P_0(\text{market value}) \text{ should increase too}$

Con questa manovra la società è in grado di aumentare l’EPS anche se l’utile non cambia e di portare ad un probabile aumento del prezzo delle azioni facendo crescere il patrimonio del socio senza pagare alcuna imposta finché esso non decida di vendere le azioni.

Dunque, diventa importante verificare nella parte delle attività di finanziamento se negli anni la società ha continuato ad acquistare azioni proprie per scorgere un qualche vantaggio competitivo che ha permesso alla stessa di generare più liquidità e di attuare di conseguenza tale strategia di riacquisto.

*“È necessario capire la contabilità e comprenderne le sfumature. La contabilità è il linguaggio degli affari, è un linguaggio imperfetto ma se non siete disposti a compiere lo sforzo necessario per imparare a leggere e interpretare i rendiconti finanziari, non dovrete scegliere da soli quali azioni acquistare”* cit. Warren Buffett<sup>240</sup>.

---

<sup>240</sup> La citazione è ripresa dal libro: M.Buffett, D.Clark, “Warren Buffett e l’interpretazione dei bilanci, identificare le aziende con un solido vantaggio competitivo”, Tecniche nuove, Milano, 2009.

## 4. Le acquisizioni di Berkshire: Barsheims e GEICO

### 4.1. L'acquisizione di Barsheims

La Barsheims era un'azienda a conduzione familiare che Buffett rilevò nel 1989.

Il suo business si concentrava sulla gioielleria, comprare la merce al prezzo più basso possibile e venderlo con meno ricarico possibile, così da mantenere prezzi bassi ed attrarre i clienti.

I costi operativi erano circa il 45% del fatturato e rappresentavano un ottimo valore rispetto alla concorrenza; Buffett affermava che secondo lui Barsheims fosse seconda solo a Tiffany<sup>241</sup> di New York in termini di fatturato<sup>242</sup>.

La trattativa per l'acquisizione iniziò nel febbraio del 1989 e vedeva contrapposti Buffett e la famiglia proprietaria Friedman; Buffett fece appena 5 domande:

1. Fatturato dell'azienda;
2. Profitti lordi (EBT);
3. Le spese dell'azienda;
4. Scorte del magazzino;
5. La disponibilità di Friedman nel continuare il lavoro svolto fino ad ora.

Alle risposte seguì l'offerta avanzata da Buffett che riuscì ad acquistare l'80% dell'azienda lasciando il 20 in mano alla famiglia proprietaria.

È interessante notare come, oltre alla grande velocità con cui le trattative venivano portate a termine, Buffett utilizzava le sue ampie conoscenze per sponsorizzare i brand che acquisiva creando una sinergia con l'Azienda<sup>243</sup>. La stessa cosa fece con la gioielleria di Friedman che egli presentò ai soci della Berkshire, nelle sue lettere per gli azionisti, con il fine di far crescere

---

<sup>241</sup> Noto marchio di gioielli nato a New York nel 1837 e diffusosi in seguito in tutto il mondo grazie anche al romanzo "Colazione da Tiffany". Ad oggi vanta un fatturato di 4,5 billion ed un utile di 450 million circa.

<sup>242</sup> E.Chirkova, "Strategie di acquisizione e *value investing* per guadagnare in borsa, Investire come Warren Buffett", Hoepli editore, Milano, 2016.

<sup>243</sup> Nel capitolo due abbiamo sottolineato più volte la differenza tra acquisizione strategica e finanziaria; da questo esempio notiamo come Buffett fosse in grado di unire le due definizioni: da un lato acquisiva in stile private equity con il fine di realizzare una plusvalenza data dall'aumento del valore dell'azienda acquisita, dall'altro per aumentare tale valore utilizzava le proprie conoscenze per creare sinergie ed allargare gli orizzonti dell'azienda.

la base clienti dell’Azienda grazie anche al servizio per quei tempi innovativo offerto da Barsheims riguardante l’ordinazione dei prodotti a distanza e consegna a domicilio, in questo modo i clienti venivano agevolati durante l’acquisto e ordinazione del prodotto che veniva spedito direttamente a casa dell’acquirente.

Da questa base nel 1992 nacque la “*Shareholders Sunday*”, evento in cui il negozio di Friedman rimaneva aperto la domenica solo per accogliere gli azionisti di Berkshire.

Nel 2004 il fatturato della Barsheims era cresciuto del 73% e di un altro 9% nel 2005<sup>244</sup>.

Da questa acquisizione si evidenzia come Berkshire non agiva come un normale fondo di *private equity*; il più delle volte il management delle società acquisite veniva riconfermato dando la possibilità alla gestione di continuare quanto di buono fatto e di continuare a produrre risultati positivi.

Inoltre, è importante sottolineare il tipo di sinergia che Buffett ricerca nelle acquisizioni, principalmente o di tipo finanziario<sup>245</sup> o legata al suo brand personale. L’acquisto di Barsheims viene visto come un esempio del secondo tipo.

Nel prossimo paragrafo si darà spazio ad una delle acquisizioni più importanti compiute da Berkshire nel corso della sua storia, cercando di esaminare quella che è l’applicazione e il riscontro pratico dei criteri del metodo di Warren Buffett esposti nel paragrafo 2 di questo capitolo.

---

<sup>244</sup> Fonte dati: E.Chirkova, “Strategie di acquisizione e *value investing* per guadagnare in borsa, Investire come Warren Buffett”, Hoepli editore, Milano, 2016.

<sup>245</sup> Una sinergia di tipo finanziario si realizza nel momento in cui l’acquisizione porta alla società acquisita vantaggi nel reperire in maniera più semplice ed agevolata dei finanziamenti sul mercato. Esempi sono l’aumento del *rating* della società o possibilità di avere più garanzie grazie all’acquirente ecc...

## 4.2. L'acquisizione di GEICO

Come detto all'inizio del capitolo, uno dei primi settori dove la Berkshire ha iniziato la sua espansione fu quello assicurativo. La prima società assicurativa acquisita da Buffett fu GEICO: una compagnia assicurativa fondata nel 1936 da Leo Goodwin che aveva intenzione di specializzarsi nel settore assicurativo automobilistico vendendo le polizze per corrispondenza, risparmiando così i costi degli agenti intermediari ammontanti circa al 10-25% del premio; altro elemento del suo business era quello di andare assicurare principalmente gli automobilisti a "rischio ridotto"<sup>246</sup>. La compagnia ebbe grandissimi risultati fino al 1970 sotto la conduzione di Lorimer Davidson che la fece diventare un gruppo da miliardi di dollari raggiungendo un livello del rapporto premio/eccedente<sup>247</sup> uguale a 5:1, superando l'indice medio del settore.

Alla fine degli anni Sessanta i tempi d'oro iniziavano a sparire e GEICO iniziò a riportare diverse perdite in bilancio che portarono alla svalutazione delle riserve con un massimo di meno 25 million nel 1970. Tra i costi che la società doveva fronteggiare c'erano quelli derivanti dai danni assicurati e i vari costi amministrativi; i problemi di GEICO furono vendere polizze assicurative che avrebbero procurato perdite e gli errori nelle stime delle riserve che ne provocarono una forte riduzione.

Per uscire dal tunnel la Società avviò un programma ambizioso e costoso di decentralizzazione e di investimento in nuovi campi, tali ambizioni portarono ad assicurare anche target meno sicuri per aumentare i ricavi nel breve periodo, in quanto da lì a poco esplosero le spese mediche e di riparazione auto provocando ulteriori perdite. Dal 1972 al 1973 il valore delle azioni passò da un picco di 61\$ al valore minimo di 10\$ che si abbassò ulteriormente a 7\$ nel 1975<sup>248</sup>.

Il problema di GEICO consisteva nell'aver abbandonato la sua filosofia di business di assicurare solamente i migliori automobilisti, inoltre, con l'aggiunta di un mancato controllo adeguato delle spese della società, il titolo crollava ai 5\$ senza dare l'impressione di volersi arrestare.

Nonostante la nomina del nuovo presidente, John J. Byrne, il titolo continuava a scendere arrivando ai 2\$, nonostante ciò, Buffett continuava ad acquistare azioni ordinarie investendo,

---

<sup>246</sup> Il senso era quello di abbassare il più possibile la probabilità di pagamento da parte della società scegliendo automobilisti attenti e affidabili che difficilmente avrebbero fatto scattare le condizioni per il pagamento.

<sup>247</sup> Un indice utilizzato per valutare il rischio della compagnia assicurativa, mettendo a confronto l'ammontare dei premi con il capitale conservato per i pagamenti degli eventuali danni.

<sup>248</sup> Fonte: R.G. Hagstrom, "Il metodo Warren Buffett", Hoepli editore, Milano, 2014.

mentre la società era sull'orlo del fallimento, 4,1 million per 1.294.308 azioni al prezzo medio di 3,18 dollari.

Per capire il senso di questi acquisti incessanti approfondiamo l'applicazione del modello di Buffett, visto nei paragrafi precedenti, al caso GEICO per capire quali fossero i punti di forza dell'azienda che Buffett aveva individuato nonostante il periodo per niente positivo che stava vivendo la società.

- Criterio semplice e comprensibile: Quando nel 1950 Buffett frequentava la Columbia University il suo professore Ben Graham era direttore della GEICO, grazie a lui riuscì ad ottenere una visita presso l'Azienda che lo convinse ad investire 10 mila dollari che poi dovette disinvestire a causa delle pressioni del padre e degli esterni che non vedevano di buon occhio una società assicurativa senza agenti.

Qualche anno dopo l'amministratore delegato di GEICO Jack Ringwalt introdusse Buffett alle dinamiche del business facendogli comprendere al meglio la produzione di utili di tale azienda.

A capo della Berkshire Buffett investì 4,1 million in GEICO più 19,4 million in azioni privilegiate convertibili che in seguito divennero ordinarie insieme ad un ulteriore acquisto di 19 million. Tra il 1976 e 1980 Buffett investì complessivamente circa 47 million, acquistando 7,2 milioni di azioni ad un prezzo medio di 6,67 dollari per azione. Nel 1980 l'investimento si era già apprezzato del 123%, valeva 105 milioni e rappresentava la maggior proprietà di Buffett<sup>249</sup>.

- Criterio una storia operativa coerente: a primo impatto tale criterio non sembrerebbe essere stato rispettato, abbiamo visto come in quegli anni la storia operativa della società non era stato affatto coerente causando gravi perdite negli anni. La situazione cambiò con la nomina di Byrne<sup>250</sup> il quale fu in grado di riposizionare la compagnia rendendola competitiva in quanto, nonostante le varie perdite subite negli anni la GEICO conservava il proprio vantaggio competitivo, ovvero, quello di evitare il lavoro degli agenti offrendo polizze a costi minori ai migliori automobilisti, riuscendo a battere così la concorrenza. → nonostante la grande liquidità data dai problemi

---

<sup>249</sup> R.G. Hagstrom, "Il metodo Warren Buffett", Hoepli editore, Milano, 2014.

<sup>250</sup> Di solito Buffett interpreta il cambiamento del management come un segno di crisi da parte dell'azienda, un segno, dunque, che non lascia presagire nulla di buono e che suggerisce di evitare l'acquisizione di aziende in queste condizioni. Con GEICO fu diverso.

operativi e finanziari affrontati, la GEICO valeva ancora un sacco di soldi perché il suo prodotto rimaneva integro.

- Criterio Trasparenza: uno dei fattori che convinse Buffett ad acquistare GEICO fu il piano di ristrutturazione di Byrne: si basava principalmente su due azioni, un aumento di capitale e un taglio deciso dei costi. Nel primo anno Byrne chiuse cento uffici riducendo il personale da 7 mila unità a 4 mila e rinunciò alle licenze per operare nei mercati del Massachusetts e New Jersey. Il primo riscontro di tali interventi fu una riduzione del numero degli assicurati da 2,7 a 1,5 milioni, facendo scendere la società dal diciottesimo posto al trentunesimo come compagnia assicurativa del paese. Nonostante una prima perdita di 126 million nel 1976, la conduzione di Byrne ebbe i primi effetti positivi l'anno successivo facendo registrare alla società un utile di 58,6 million<sup>251</sup>.

Nel corso degli anni, Byrne ha sempre riportato i progressi della GEICO in maniera trasparente, riportando anche le cattive notizie come nel caso delle perdite del 1985 che in brevissimo tempo furono superate.

- Criterio razionalità: gli utili prodotti venivano gestiti sempre con grande razionalità dal management. A partire dal 1983 gli investimenti redditizi cominciarono a scarseggiare e si optò per la restituzione degli utili agli azionisti tramite riacquisto delle azioni e dividendi.
- Criterio redditività del capitale: nel 1980 il ROE della società si attestava al 30,8%, quasi il doppio della media del settore assicurativo. Alla fine del decennio il valore iniziò a diminuire per cause imputabili alla maggior crescita del capitale rispetto agli utili; anche da qui nasce la decisione da parte della società di riacquistare le proprie azioni e distribuire dividendi così da mantenere livelli di ROE elevati diminuendo *l'equity*.
- Criterio margine di profitto: grazie all'attenzione ai costi di Byrne la società riuscì a mantenere i loro valore al 15% dell'ammontare totale dei premi incassati pari alla metà della media nel settore. In parte, questo dipendeva dal mancato costo degli agenti che

---

<sup>251</sup> R.G. Hagstrom, "Il metodo Warren Buffett", Hoepli editore, Milano, 2014.

GEICO non utilizzava. Il combined ratio<sup>252</sup> della società era nettamente migliore di quello del settore attestandosi sul 97,1%.

- Criterio qual è il valore della società: come detto quando Berkshire si apprestava ad acquisire GEICO la società era sull'orlo del fallimento. Nonostante ciò, per il business e il vantaggio competitivo residente nel suo prodotto Buffett era convinto dell'acquisto, anche se, a causa delle perdite era difficile stimare il valore economico della società. Nel 1980 la Berkshire possedeva un terzo della GEICO con un investimento di 47 million; quell'anno il valore della società sul mercato stava a 296 million. In seguito, la società realizzò 60 million di utili su ricavi per 705 million e la quota di Berkshire fu di 20. Al fine della valutazione Buffett prese in riferimento i 60 milioni ipotizzando che GEICO fosse in grado di sostenere la produzione di tale livello di utili all'infinito senza ricorrere a nuovo capitale. I 60 milioni scontati per il tasso di rendimento dei bond USA a lungo termine, ovvero il 12%, attestavano il valore economico della GEICO a 500 milioni, quasi il doppio del valore di mercato.
- Criterio regola del dollaro: tra il 1980 e il 1992 il valore di mercato della GEICO passò da 296 million a 4,6 billion, una differenza di 4,3 billion. In questi tredici anni gli utili totali furono di 1,7 billion, di cui 280 million di dividendi e 1,4 billion furono reinvestiti. → per ogni dollaro di utile ritenuto la società è stata in grado di produrre 3,12 dollari di valore di mercato per i propri azionisti. Tali risultati non dimostrano solo la straordinaria gestione del management ma anche la sua abilità nell'individuare le migliori opportunità di investimento.

Investendo un dollaro in GEICO nel 1980 si ottenevano 27,89 dollari nel 1992 esclusi i dividendi, formando un 29% circa di utile composto annuo decisamente superiore a quello di settore e del S&P500 che si attestavano intorno all'8,9% per il medesimo periodo.

L'acquisizione totale di GEICO venne completata nel 1996 per l'acquisto del 49% restante della società al prezzo di 2,3 billion.

---

<sup>252</sup> Il *combined ratio* è un rapporto utilizzato per le società assicurative per andare a misurare la loro redditività di gestione. Mette a rapporto i (costi generali + i costi dei sinistri) /raccolta premi. Se il margine è inferiore a 1 vuol dire che la compagnia ha un margine positivo della gestione dei danni prima dei risultati finanziari.

# APPROFONDIMENTI CAPITOLO

## La partecipazione di Coca-Cola

Nel 1988 il presidente della Coca-Cola era Donald Keough; a causa del crack azionario verificatosi nell'87 le azioni erano vendute al 25% in meno del prezzo precrisi ma stava risalendo grazie a qualcuno che comprava quote "come fossero noccioline", quel qualcuno era Warren Buffett.

L'acquisto totale per il 7% di Coca-Cola fu pari a 1,02 billion di dollari, valente esattamente un terzo dell'intero portafoglio di Berkshire in quei anni.

Analizziamo l'acquisizione attraverso l'applicazione dei criteri esposti nel secondo paragrafo di questo capitolo:

- Criterio semplice e comprensibile: il Business di Coca-Cola era relativamente semplice, →acquisto di prodotti e beni indifferenziati + lavorazione per la produzione del concentrato che ceduto agli imbottiglieri veniva combinato con altri ingredienti per poi vendere il prodotto finito ai dettaglianti.
- Criterio storia operativa coerente: inizia l'attività nel 1886, oggi viene venduto principalmente lo stesso prodotto ma con dimensioni aziendali ed estensione geografica significativamente differenti rispetto ad allora.

Nel XX secolo la società lavorava con dieci commessi viaggiatori che riuscivano a coprire tutto il territorio degli USA raggiungendo vendite complessive per 116K fusti l'anno che cinquant'anni dopo si sono trasformati in 207 million. Oggi Coca-Cola è considerata uno dei marchi più forti del mondo ed il primo nel settore del *beverage*.

- Criterio proiezioni a lungo termine favorevoli: Buffett afferma che a spingerlo ad acquistare Coca-Cola erano stati alcuni cambiamenti avvenuti negli anni Ottanta con la gestione di Roberto Goizueta e Donald Keough. Il periodo precedente era stato abbastanza duro per l'Azienda; attaccata sotto diversi aspetti, dall'inquinamento ambientale alle cattive condizioni di lavoro, appariva come un'azienda fortemente frammentata. Nonostante ciò, continuava a produrre utili per milioni di dollari che l'amministratore delegato Austin (precedente a Goizueta) pensò, erroneamente, di investire per diversificare l'attività in rami che avevano a che fare con il *core-business* della società.

Tra il 1944 e il 1980 Coca-Cola era cresciuta con una media annua del 5,6%, molto al di sotto dell'S&P500. Ad Austin succedette Goizueta che la prima cosa che fece fu riunire i maggiori cinquanta manager dell'azienda per incitarli a correre rischi ponderati e non a limitarsi a reagire alle iniziative altrui. In seguito, operò un forte taglio dei costi aumentando il margine di profitto → 1980: utili lordi = 12,9%, dopo il primo anno di Goizueta erano al 13,7%, nel 1988 al 19%. → la nuova gestione funzionava<sup>253</sup>.

- Criterio redditività del capitale: nel 1988 la redditività aveva raggiunto il 31% (ROE). Goizueta con la sua gestione stava triplicando i risultati di Austin portando il valore totale dell'azienda dai 4 billion del 1980 ai 14 billion del 1987 → tasso annuo medio di aumento era del 19,5%.

- Criterio razionalità: con il forte aumento di liquidità derivante dagli utili registrati, oltre ad aumentare i dividendi, Coca-Cola nel 1984 avvia il suo programma più grande di riacquisto di azioni → 6 million di azioni proprie.

Il modo di agire e di lavorare di Goizueta era il preferito di Buffett, elementi che lo portarono ad acquistare la partecipazione in Coca-Cola e a capire che l'azienda ormai era arrivata ad un punto di svolta grazie al nuovo management.

- Criterio *l'owner earning*: il risultato al netto delle imposte più la depreciation e meno il capex era di 152 million nel 1973, nel 1980 tale valore era di 262 million con una crescita dell'8%. Nel 1988 era passato a ben 828 million con una crescita di 17,8%. Tali valori portarono la redditività annuale media del titolo dal 1981 in poi al 31%.
- Criterio valore dell'attività: Al momento dell'acquisto il prezzo delle azioni di Coca-Cola stava a 15 volte gli utili e 12 volte la liquidità, superiori rispettivamente del 30% e 50% della media del mercato → Perché? Buffett era straordinariamente attratto dal *good-will* di Coca-Cola; l'Azienda era in grado di generare il 31% degli utili investendo pochissimo capitale, questo per Buffett significava molto di più che il prezzo del titolo il quale, come già detto, non aveva niente a che fare con il suo reale valore economico<sup>254</sup>. Se consideriamo *l'owner earning* del 1988 e il tasso di sconto dei bond USA del 9%, il risultato era un valore economico di 9,2 billion contro i 14,8 di mercato. A prima vista sembra che Buffett abbia pagato la società più del suo valore, ma se gli acquirenti erano

---

<sup>253</sup> Fonte dati: R.G. Hagstrom, "Il metodo Warren Buffett", Hoepli editore, Milano, 2014.

<sup>254</sup> Per calcolare il valore economico si stimava *l'owner earning* atteso nel corso della vita dell'attività, scontato ad un tasso d'interesse adeguato.

disposti a pagare più del 60% del valore ciò significava che parte del valore di mercato era costituito dall'enorme potenziale di crescita nel futuro.

Dal 1981 al 1988 l'owner earnig era cresciuto ad un tasso del 17,8%, molto maggiore del tasso a rischio zero → in questo caso il miglior modello di valutazione da utilizzare era quello a due fasi: crescita fuori dall'ordinario per un periodo e poi costante all'infinito a tassi inferiori. Per la valutazione Buffett ipotizzò aumento del 12% annuo degli *owner earning* per i prossimi 10 anni<sup>255</sup> per poi rimanere costante ad una crescita del 5% con tasso di sconto 9%; così facendo il valore di Coca-Cola ammontava a 38,37 billion.

- Criterio del margine di sicurezza: nel 1988 le azioni valevano 10€, Buffett ne acquistò 93 milioni e 400 mila per 1 billion di investimento totale. Come visto precedentemente in quei anni il valore di Coca-Cola era di circa 15 billion contro il suo valore economico, risultante dal calcolo di Buffet, che andava dai 20,7 billion ai 38, creando un margine di sicurezza che oscillava tra il 27 e 70%<sup>256</sup>. Dieci anni dopo l'investimento il valore di mercato dell'azienda era passato a 143 billion. In quel periodo l'azienda aveva prodotto 29 billion di utile e distribuito 10,5 billion come dividendi e la restante parte venne reinvestita. Per ogni singolo dollaro reinvestito l'azienda aveva creato 7,2 dollari.

L'investimento iniziale di Buffett di 1 billion valeva nel 1998 11,6 billion, lo stesso ammontare investito nell'S&P500 avrebbe portato ad ottenere un valore di 3 billion<sup>257</sup>.

Ovviamente questa è solamente una delle tante operazioni che hanno reso Buffett il personaggio che è oggi all'interno dell'economia finanziaria mondiale, altri esempi potrebbero essere American Express, il Washington Post, la società assicurativa Geico e tante altre<sup>258</sup>. Si rimanda all'appendice qui di seguito per un a breve illustrazione di quello che è stata la performance del portafoglio di Berkshire dal 1965 al 2018.

---

<sup>255</sup> Un'ipotesi plausibile visto che si tratta di una velocità di crescita inferiore a quella media dei sette anni precedenti.

<sup>256</sup> La differenza del valore del margine di sicurezza dipende dalle assunzioni fatte nel momento della valutazione del valore economico della società.

<sup>257</sup> Fonte dati: R.G. Hagstrom, "Il metodo Warren Buffett", Hoepli editore, Milano, 2014.

<sup>258</sup> Per un approfondimento sull'evoluzione della composizione del portafoglio di Berkshire fino al 2012 si consiglia la lettura del libro "Il metodo Warren Buffett", Hoepli editore, Milano, 2014, pp. 263 a 281.

# APPENDICE

## ESEMPIO DI BILANCIO DI SOCIETÀ CON VANTAGGIO COMPETITIVO VS SOCIETÀ PRIVA DI VANTAGGIO COMPETITIVO

ATTIVO			PASSIVO		
	Società con vantaggio competitivo	Società priva di vantaggio competitivo		Società con vantaggio competitivo	Società priva di vantaggio competitivo
Cassa e investimenti a breve termine	\$ 4.208	\$ 28.000	Debiti verso fornitori	\$ 1.380	\$ 22.468
Tot. Rimanenze	\$ 2.220	\$ 10.190	Ratei e risconti passivi	\$ 5.535	\$ 5.758
Tot. Crediti	\$ 3.317	\$ 69.787	Debito a breve termine	\$ 5.919	\$ 32.919
Spese anticipate	\$ 2.260	\$ 260	Debito a lungo termine	\$ 133	\$ 920
Altri crediti	\$ -	\$ 5	Altri debiti	\$ 258	\$ 258
Tot. Attivo circolante	\$ 12.005	\$ 108.242	Totale passivo circolante	\$ 13.225	\$ 62.323
Immob. tecniche	\$ 8.493	\$ 40.012	Debito a lungo termine	\$ 3.277	\$ 133.277
Avviamento netto	\$ 4.246	\$ 736	Imposta sul reddito differita	\$ 1.890	\$ 5.890
Attività immateriali	\$ 7.863	\$ 333	Capitali di terzi	\$ -	\$ -
investimenti a lungo termine	\$ 7.777	\$ 43.778	Altre passività	\$ 3.133	\$ 3.133
altre attività a lungo termine	\$ 2.675	\$ 22.675	Totale passivo	\$ 21.525	\$ 204.623
altre attività	\$ -	\$ 5.076			
Totale attivo	\$ 43.059	\$ 220.852	<b>CAPITALE NETTO</b>		
			Azioni privilegiate	\$ -	\$ 150
			Azioni ordinarie	\$ 1.296	\$ 880
			Riserva di sovrapprezzo	\$ 7.378	\$ 7.378
			Utili non distribuiti	\$ 36.235	\$ 7.821
			Azioni proprie	\$ -23.375	\$ -
			Tot. Capitale netto	\$ 21.534	\$ 16.229
			Tot. Passivo e Cap. netto	\$ 43.059	\$ 220.852

La figura sopra mette a confronto lo stato patrimoniale di una società con possibile vantaggio competitivo rispetto ad una che ne è priva. In verde vengono evidenziate le principali voci di differenza<sup>259</sup>. (I dati sono espressi in milioni di dollari).

<sup>259</sup> Fonte dati: M. Buffett, D. Clark, "Warren Buffett e l'interpretazione dei bilanci, identificare le aziende con un solido vantaggio competitivo", Tecniche nuove, Milano, 2009.

	<b>Società con vantaggio competitivo</b>	<b>Società priva di vantaggio competitivo</b>
Ricavi	\$ 28.857	\$ 172.455,00
costo del venduto	\$ 10.406	\$ 142.587,00
<b>Profitto lordo</b>	\$ 18.451	\$ 29.868,00
Spese generali amministrative	<b>\$ 10.200</b>	\$ 20.170,00
Ricerca e Sviluppo	\$ -	\$ 5.020,00
Ammortamenti	<b>\$ 1.107</b>	\$ 6.800,00
<b>EBIT</b>	\$ 7.144	\$ -2.122,00
Interessi passivi	<b>\$ 456</b>	\$ 10.200,00
Risultati da alienazioni di attività	\$ 1.275	\$ 402,00
Altro	\$ 50	\$ 35,00
<b>EBT</b>	\$ 7.913	\$ -11.955,00
Imposte sul reddito pagate	\$ 2.769	\$ -
<b>Utile netto</b>	\$ 5.144	\$ -11.955,00

La figura sopra mette a confronto il conto economico di una società con possibile vantaggio competitivo rispetto ad una che ne è priva. In verde vengono evidenziate le principali voci di differenza<sup>260</sup>. (I dati sono espressi in milioni di dollari).

<sup>260</sup> Fonte dati: M. Buffett, D. Clark, "Warren Buffett e l'interpretazione dei bilanci, identificare le aziende con un solido vantaggio competitivo", Tecniche nuove, Milano, 2009.

# La Performance di Berkshire vs S&P500

(1965-2018)

Year	Annual Percentage Change		
	in Per-Share Book Value of Berkshire	in Per-Share Market Value of Berkshire	in S&P 500 with Dividends Included
1965	23.8	49.5	10.0
1966	20.3	(3.4)	(11.7)
1967	11.0	13.3	30.9
1968	19.0	77.8	11.0
1969	16.2	19.4	(8.4)
1970	12.0	(4.6)	3.9
1971	16.4	80.5	14.6
1972	21.7	8.1	18.9
1973	4.7	(2.5)	(14.8)
1974	5.5	(48.7)	(26.4)
1975	21.9	2.5	37.2
1976	59.3	129.3	23.6
1977	31.9	46.8	(7.4)
1978	24.0	14.5	6.4
1979	35.7	102.5	18.2
1980	19.3	32.8	32.3
1981	31.4	31.8	(5.0)
1982	40.0	38.4	21.4
1983	32.3	69.0	22.4
1984	13.6	(2.7)	6.1
1985	48.2	93.7	31.6
1986	26.1	14.2	18.6
1987	19.5	4.6	5.1
1988	20.1	59.3	16.6
1989	44.4	84.6	31.7
1990	7.4	(23.1)	(3.1)
1991	39.6	35.6	30.5
1992	20.3	29.8	7.6
1993	14.3	38.9	10.1
1994	13.9	25.0	1.3
1995	43.1	57.4	37.6
1996	31.8	6.2	23.0
1997	34.1	34.9	33.4
1998	48.3	52.2	28.6
1999	0.5	(19.9)	21.0
2000	6.5	26.6	(9.1)
2001	(6.2)	6.5	(11.9)
2002	10.0	(3.8)	(22.1)
2003	21.0	15.8	28.7
2004	10.5	4.3	10.9
2005	6.4	0.8	4.9
2006	18.4	24.1	15.8
2007	11.0	28.7	5.5
2008	(9.6)	(31.8)	(37.0)
2009	19.8	2.7	26.5
2010	13.0	21.4	15.1
2011	4.6	(4.7)	2.1
2012	14.4	16.8	16.0
2013	18.2	32.7	32.4
2014	8.3	27.0	13.7
2015	6.4	(12.5)	1.4
2016	10.7	23.4	12.0
2017	23.0	21.9	21.8
2018	0.4	2.8	(4.4)
Compounded Annual Gain – 1965-2018	18.7%	20.5%	9.7%
Overall Gain – 1964-2018	1,091,899%	2,472,627%	15,019%

→Fonte dei dati è l'annual report di Berkshire del 2018←

# CONCLUSIONE

Arrivati alla fine di questo lavoro non ci resta che tirare le somme ed evidenziare quali sono stati i principali punti trattati e risultati ottenuti.

Riprendendo il grafico sul percorso della tesi, che troviamo nell'introduzione, siamo partiti dall'analisi della disciplina dell'IFRS 3R con l'obiettivo di determinare i confini delle Business Combination e di conseguenza essere in grado di definire un'operazione di acquisizione.

Gli elementi innovati introdotti dalla nuova disciplina dell'IFRS 3R hanno riguardato principalmente tre elementi:

1. Definizione di Business;
2. Definizione di controllo;
3. *Acquisition Method* per la contabilizzazione dell'operazione.

Sulla base dei primi due, business e controllo, si sono sviluppati gli altri capitoli, infatti, prima di parlare di motivazioni e processi di acquisizione, attraverso questi due elementi è importante comprendere quando un'operazione di aggregazione può essere definita acquisizione, quando, dunque, i concetti di business e controllo sostanziale vengono soddisfatti.

Messo in chiaro cosa si intende per *business combination* ed analizzata la disciplina e l'evoluzione storica del principio contabile internazionale di riferimento, si è passati alla trattazione di un particolare tipo di aggregazioni aziendali, ovvero, le acquisizioni.

Nel secondo capitolo, che rappresenta un po' il capitolo di svolgimento della tesi, si è sviluppata un'analisi dettagliata e approfondita di quelle che sono le motivazioni che possono portare ad un'acquisizione ed il processo che di solito viene seguito al fine di realizzarla ed ottimizzare i risultati potenziali.

Nel parlare di ciò si è voluta sottolineare un'importante differenza, ovvero, esistono acquisizioni strategiche e acquisizioni finanziarie, le prime spinte dalla volontà della società di voler rafforzare o allargare il proprio business attraverso acquisizioni del tipo orizzontali o verticali, entrambe finalizzate al miglioramento del business operativo dell'acquirente attraverso la realizzazione di importanti sinergie potenziali che possono riguardare il processo di produzione, il raggiungimento di economie di scala, lo sfruttamento delle tecnologie comuni, la condivisione del know-how e dell'esperienza o semplicemente ottenere una riduzione del rischio d'azienda attraverso la diversificazione; per quanto riguarda le seconde, le acquisizioni finanziarie, esse sono spinte principalmente da motivi riguardanti la realizzazione di una

plusvalenza finanziaria cercando di sfruttare le migliori occasioni sul mercato, entrare a far parte della gestione dell'azienda acquisita o di cui si è acquisita un'importante partecipazione, col fine di far aumentare il suo valore nel tempo e rivenderla attraverso l'individuazione di una *way out* per realizzare una buona plusvalenza sul valore d'acquisto.

Entrambi i tipi di acquisizione suddetti in linea generale condividono lo stesso tipo di processo di acquisizione formato da tre fasi Principali che vengono rappresentate in maniera più semplice e comprensiva nella figura che segue:

Macrofasi		Fattori strategici	Risorse coinvolte
Fase 1	Analisi e valutazione strategica	capacità di visione strategica	Management interno dell'acquirente
Fase 2	Negoziare e closing	forza contrattuale capacità negoziali livello del prezzo	Esterni: consulenti e professionisti
Fase 3	Integrazione ex post	capacità organizzativa leadership cultura prevalente	Management di ambedue le società

Fonte: Cfr., V. Conca, "Le acquisizioni, Valutare e gestire i processi di crescita", Egea spa, Milano, 2010.

Alla figura abbiamo aggiunto una fase alternativa alla terza, caratterizzante le acquisizioni finanziarie, ovvero, il momento di individuazione della *way out* per uscire dall'investimento e realizzare la plusvalenza obiettivo ultimo dell'operazione.

Invece, per quanto concerne le prime due fasi si è sottolineato come entrambe siano abbastanza simili e per le acquisizioni strategiche e per quelle finanziarie, ovviamente, è opportuno ricordare che esse vengono svolte in ottiche completamente diversi date le differenze negli obiettivi da raggiungere. Un esempio è presente nella valutazione strategica in cui l'acquirente che effettua l'operazione per ottimizzare il proprio business va a considerare le sinergie potenziali che insieme alla società target potrebbero realizzarsi, spostando, in questo modo, la stima del suo valore economico e dei vantaggi e svantaggi derivanti dall'operazione in una visione più soggettiva completamente estranea al mondo delle acquisizioni finanziarie.

Da qui abbiamo capito come, nonostante le fasi siano pressoché le stesse, è importante contestualizzarle a seconda del tipo di acquisizione che si sta andando a realizzare, così da intendere le ragioni che spingono all'acquisizione e come queste si rifacciano alle decisioni e valutazioni nelle varie fasi del processo.

Al fine di rendere sia il primo che il secondo capitolo maggiormente comprensibili e intuibili, nei capitoli tre e quattro si è lasciato spazio a due casi studio, uno per le acquisizioni strategiche e uno per quelle finanziarie, attraverso le quali sono stati ripercorsi i punti essenziali affrontati nei capitoli precedenti presentando esperienze e dati empirici.

In riferimento al terzo capitolo esso riprende strettamente tutta la disciplina dell'IFRS 3R che, insieme alle motivazioni dell'acquisizione e le varie fasi della trattativa, viene ripresa andando a verificare se l'acquisizione di Elettropaulo nel Gruppo Enel può essere definita tale applicando i vari step indicati dal principio contabile internazionale per la registrazione dell'operazione, dall'identificazione dell'acquirente fino alla rilevazione e calcolo del goodwill. In questo modo è stato riassunto e rappresentato attraverso fatti reali quanto detto nel primo e nel secondo capitolo, esaltando allo stesso tempo le varie fasi della procedura contabile applicata per la registrazione del *goodwill* realizzato con l'acquisizione.

In fine, per chiudere il cerchio, l'ultimo capitolo si è concentrato sulla trattazione dell'altro lato della medaglia, ovvero, sulle acquisizioni finanziarie realizzate da uno dei più grandi investitori della storia, Warren Buffet e la sua Berkshire.

La scelta di Warren Buffett non è stata casuale, oltre che derivante da una grande passione e ammirazione che chi scrive prova verso di lui, tale scelta ha voluto esaltare le differenze nel metodo e nel modo di agire di Buffett nel realizzare le sue acquisizioni rispetto a fondi di private equity. Se quest'ultimi, come detto all'interno del secondo capitolo, ripercorrono esattamente le fasi del processo di acquisizioni concludendole con la vendita della targate tranne una way out, Buffett lascia spazio ad un'altra visione, quella derivante dalla sua convinzione di detenere una società/partecipazione il più allungo possibile o, almeno, fino a quando i criteri del suo metodo non vengano rispettati dalla target. L'esempio che viene riportato nel quarto capitolo è quello della GEICO, società nel ramo delle assicurazioni, che acquisita tra la fine degli anni Settanta e Novanta ancora oggi è detenuta nel portafoglio della Berkshire, rappresentando una delle società simbolo del business.

Dopo questo lungo viaggio, in conclusione, possiamo affermare, grazie soprattutto ai due casi studio riportati, che indipendentemente dal fatto che una acquisizione sia strategica o finanziaria la creazione di valore per l'acquirente parte molto prima della *closing date* e continua anche dopo. È fondamentale percorrere al meglio le fasi del processo anche con l'aiuto di esperti *advisory* che possiedono il *know-how* è l'esperienza per la riuscita di un'acquisizione, la quale inizia nel momento della valutazione dei propri obiettivi, per individuare la migliore strategia per raggiungerli, e continua fino a dopo l'acquisizione con la fase di integrazione delle due

società o dell'individuazione della way out, per la realizzazione delle sinergie e il raggiungimento degli obiettivi pianificati dal management.

Di conseguenza, se gestite in maniera attenta e precisa le acquisizioni rappresentano una valida opzione per il miglioramento delle performance aziendali e la creazione di valore.

# BIBLIOGRAFIA

- **Capitolo 1**

C.Della Bella, “Le vakutazioni per il bilancio, la stima del full- goodwill,  
Egea editore, Milano, pp.56, 2010.

Deloitte, “Business Combination and changes in ownerships interests. A  
guide to the revised IFRS 3 and IAS 27”, 2008

F.Di Lazzaro, Slide di Principi contabili internazionali, Luiss, Roma

IASB, IAS 22 - Business Combination

IASB, IAS 36 – Impairment Test

IASB, IFRS 10 – Consolidated Financial Statements

IASB, IFRS 13 – Fair Value Measurement.

IASB,IFRS 3R, EC Staff consolidated version as of 18 february 2011 for information purposes only.

L.Potito, “Le operazioni straordinarie nell’economia delle imprese”, Giappichelli editore, Torino, 2013.

P.Tartaglia Polcini, “Bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS, regole ed applicazioni” Giappichelli editore, Torino, pp. 494, 2013.

P.Tartaglia Polcini, “La rappresentazione in Bilancio delle Business Combination, problematiche relative ai non *controlling interests*”, Giappichelli editore, Torino, 2008.

Price Waterhous Coopers (PWC), “Business Combination and non-controlling interests, application of the US GAAP and IFRS standards, Global second edition, 2016.

R.Perrotta, “Le operazioni di gestione straordinaria, l’applicazione dei principi internazionali alle Business Combination, Giuffré editore, Milano, 2005.

- **Capitolo 2**

A.Arcangeli, F.Bianchi, L.Rizzi, “Come gestire le operazioni di M&A”, Egea editore, Milano, 2012.

A.Sinatra, “La valutazione delle probabilità di successo nei processi di fusion e acquisizione. Strategie e organizzazione delle aziende.” Egea editore, Milano, pp. 55 e 266,1993.

E.Pinto, Slide di Operazioni straordinarie e valutazione d’azienda, Luiss, Roma.

G. Von Krogh, A. Sinatra, H. Singh, “The management of corporate acquisitions: International perspectives”, MacMilan press, 1994.

J.C. Freed, M.L. Rock, “Fusioni e acquisizioni. Aspetti strategici, finanziari, e organizzativi”, McGraw-Hill, Milano, pp. 141 – 450,1990.

K.Li, J.Benar, “Corporate Innovations and M&A”, December 2010.

L.Guatri, “Trattato sulla valutazione delle aziende”, Egea editore, Milano, 1998.

M.Comana, Slide strumenti di finanziamento per le imprese, Luiss, Roma.

M.Snicelotto, A.Pegoraro, “Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo”, 2009.

R.Caiazza, “Cross-Border M&A, determinanti e fattori critici di successo”, Giappichelli editore, Torino, 2011.

V.Conca, “Le acquisizioni, valutare e gestire I processi di crescita”, Egea editore, Milano, 2010.

- **Capitolo 3**

Enel, Comunicato stampa 16 Luglio 2018.

Enel, Comunicato stampa 17 Aprile 2018.

Enel, Comunicato stampa 19 Aprile 2018.

Enel, Comunicato stampa 23 Marzo 2018.

Enel, Comunicato stampa 26 Aprile 2018 - 09:36.

Enel, Comunicato stampa 26 Aprile 2018 – 16:24.

Enel, Comunicato stampa 3 Giugno 2018.

Enel, Comunicato stampa 31 Maggio 2018.

Enel, Relazione finanziaria 2018.

T.L. Wheelen, J.D. Hunger; “Strategic Management and Business Policy, toward global sustainability”, Pearson, Bentley University, 2012, pp. 173 a 236.

- **CAPITOLO 4**

Berkshire, Annual report 2018.

E.Chirkova, “Strategie di acquisizione e *value investing* per guadagnare in borsa, investire come Warren Buffett”, Hoepli editore, Milano, 2016.

H.Khara, Advanced Corporate finance slide, Estonian Business School, Estonia.

L.A. Cunningham, “Berkshire beyond Buffett, the enduring value of values”, Columbia University press, New York, 2014.

P.Pysh, S.Brodersen, “The intelligent investor, a summary of Benjamin Graham’s original work”, 100 page summaries press, Usa.

R.G.Hagstrom, “Il metodo Warren Buffett”, Hoepli Editore, Milano, 2014.

# SITOGRAFIA

[www.iasplus.com](http://www.iasplus.com)

[www.ifrs.org](http://www.ifrs.org)

[www.enel.com](http://www.enel.com)

[www.enel.it](http://www.enel.it)

[www.enelsudeste.com](http://www.enelsudeste.com)

[www.wikipedia.it](http://www.wikipedia.it)

[www.yahoofinance.com](http://www.yahoofinance.com)

[www.berkshirehathaway.com](http://www.berkshirehathaway.com)

# Ringraziamenti

Non sono mai stato bravo ad esternare i miei sentimenti, ma forse, oggi, è il momento giusto. Ricordo ancora il giorno in cui sono entrato alla Luiss: eravamo in un centro commerciale a Roma con Mamma, Papà e gli zii (Marina e Fabio). Passando da un negozio ad un altro Papà controllava la mail in attesa dei risultati, ad un certo punto esclamò: “Oh i risultati sono usciti...Vernuccio Adriano, min\*ia sei entrato!!”, Mamma inizia a piangere, uno dei tre figli era diventato “grande” ed era pronto a lasciare casa per una nuova avventura.

Nel giro di una settimana trovammo una stanza nello stesso palazzo in cui vivevano gli zii Piero e Rosalba, tanto per non farmi sentire troppo indipendente. Così, avevo conosciuto i miei primi coinquilini, Andrea e Nicola. Diciamo che la convivenza all’inizio non è stata facile, io ero quello nuovo, loro due ragazzi di San Giovanni conoscenti dai tempi di Dragon Ball, 1 contro 2 era tosta. Con il tempo abbiamo imparato a conoscerci instaurando un rapporto splendido, sincero e vero, nonostante le discussioni e pareri contrastanti che ci contraddistinguevano.

Per quanto riguarda la vita universitaria, i primi tre anni in Luiss sono stati tutto tranne che in discesa. Le poche amicizie strette mi hanno aiutato a superare i momenti più complicati, come la rottura della caviglia al secondo anno, che difficilmente avrei superato senza l’aiuto di Claudio, Giuseppe e Mario.

Finita la triennale decido di riconfermarmi alla Luiss e tra i dubbi delle varie magistrali scelgo il corso di AFC-Amministrazione, Finanza e controllo, mai scelta fu migliore!

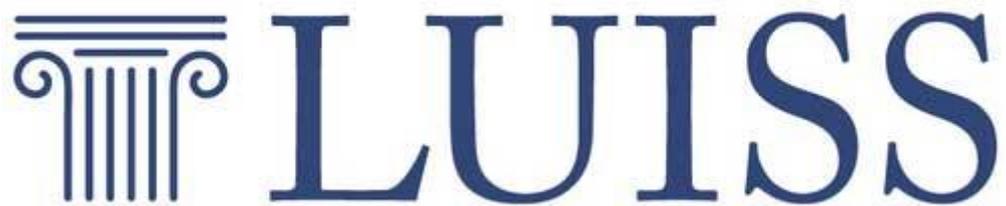
Questi due anni mi hanno dato la possibilità di affrontare un Erasmus a Tallinn e di conoscere colleghi fantastici e professori umani prima che competenti.

Per questo motivo, ringrazio Antonio, Lorenzo, Andrea B, Andrea P, Claudio, Paolino, Simone, Alessandro e Fabrizio per i bei momenti passati insieme in aula e non. Ringrazio, inoltre, il carissimo Professore Di Lazzaro per la disponibilità e presenza dimostrata durante la stesura di questo scritto.

Ultimo pensiero va: agli amici della palestra, con cui condivido una passione bellissima fatta di sudore, costanza e determinazione; agli amici di Palermo, sempre presenti, ieri, oggi e domani; alla mia piccola Elsa la cui dolcezza e spontaneità riempie le mie giornate di tranquillità e spensieratezza facendomi allontanare dai pensieri della solita routine.

Un grazie speciale va a Mamma e a Papà per avermi dato la possibilità di vivere questa esperienza, di incontrare tantissime belle persone e, soprattutto, per aver sempre creduto in me e sostenuto in qualsiasi momento. Vi voglio Bene.

Costanza e Determinazione sempre



DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT

CATTEDRA: PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI

**Le Business Combination: acquisizioni strategiche e finanziarie  
i casi Enel e Berkshire Hathaway**

**-RIASSUNTO-**

RELATORE:

Chiar.mo prof. Fabrizio Di Lazzaro

CORRELATORE:

Chiar.ma prof. Francesca Di Donato

CANDIDATO:

Adriano Vernuccio

695551

Anno Accademico

2018-2019

In un contesto in continua trasformazione, l'emergere di nuovi paesi nello scacchiere internazionale, la necessità di elevare barriere protettive e l'esigenza di incrementare il patrimonio cognitivo per l'acquisizione del miglior posizionamento competitivo hanno spinto le imprese ad effettuare in misura crescente operazioni di *Mergers and Acquisitions* (M&A).

Al fine di comprendere al meglio ed in maniera completa il tema delle acquisizioni, argomento *core* di questo scritto, si è deciso di iniziare la loro trattazione partendo da quella che è la disciplina internazionale delle *Business Combination*.

La disciplina delle *Business combination* inizia nel lontano 1981 con l'*exposure draft E22 accounting of Business Combination* che porta nel 1985 all'emanazione del principio contabile internazionale IAS 22.

Negli anni seguenti lo IASB, con l'obiettivo di rafforzare la veridicità, correttezza e comparabilità dei bilanci, decide di dare inizio ad un progetto di modifica della disciplina che porterà alla soppressione dello IAS 22 nel 2004, sostituito dal nuovo principio IFRS 3, il quale a sua volta verrà rivisto e modificato con l'emanazione del principio finale nel 2008 dell'IFRS 3 *revised*.

Prima di affrontare le sostanziali modifiche introdotte dal nuovo principio, vediamo velocemente quali erano le caratteristiche principali del vecchio IAS 22:

- Definizione di *Business Combination*: venivano definite come aggregazione d'impresa, ovvero, unione d'impresе distinte in un'unica entità, derivante o dall'unione tra le due oppure con l'ottenimento del controllo l'una sull'altra.

Da questa definizione venivano scisse due tipi di operazioni: le acquisizioni e i *pooling of interest*, cioè, aggregazioni di imprese in cui i rispettivi soci congiungevano il controllo su beni e attività, realizzando una condivisione di benefici e rischi.

- Definizione di controllo: l'ottenimento del controllo si aveva quando l'impresa riusciva a conseguire più della metà dei diritti di voto, oppure, non avendo la maggioranza dei voti, quando riusciva ad ottenere il potere per influenzare e determinare le scelte amministrative.
- Metodo di contabilizzazione: per quanto riguarda la registrazione contabile dell'operazione, lo IAS 22 indicava due strade da poter seguire in base al tipo di aggregazione: se la *business combination* consisteva in un'acquisizione il metodo utilizzato era quello del *purchase method*. Tale metodo era diviso in diverse fasi che riguardavano: l'individuazione della data di acquisizione, costo dell'acquisizione, rilevazione attività e passività identificabili, ripartizione costo di acquisizione,

determinazione del *fair value* e la determinazione dell'avviamento, il quale dopo la scrittura in bilancio veniva sottoposto ad ammortamento secondo la miglior stima della sua vita utile. La caratteristica principale del metodo era che la registrazione veniva basata sul costo di acquisto pagato dall'acquirente, il quale veniva distribuito sulle attività e passività identificate, esaltando, così, la quota d'interesse detenuta dall'acquirente senza alcun riferimento agli interessi di minoranza (Teoria della capogruppo - IFRS 10).

Per quanto concerne i *pooling of interest*, il metodo di contabilizzazione utilizzato era il *pooling of interest method*, secondo il quale le voci di bilancio delle imprese partecipanti nell'esercizio in cui è avvenuta l'operazione e le eventuali comparative indicate, devono essere incluse nel bilancio d'esercizio delle imprese aggregate come se l'aggregazione fosse avvenuta all'inizio del primo esercizio presentato.

La differenza risultante dal confronto tra l'aumento del capitale sociale e il valore della quota di PN detenuta nella società risultante è imputata a PN. Con tale metodo lo IASB puntava a conservare e rappresentare quelle che sono le caratteristiche peculiari di tale tipo di operazioni ovvero l'assenza di un'acquisizione e la condivisione di rischi e benefici.

La modifica della disciplina si caratterizza per due fasi con finalità differenti. La prima fase si concluse nel marzo del 2004 con: l'emanazione dell'IFRS 3, l'eliminazione del *pooling interest method* presente nello IAS 22 e l'introduzione dell'*impairment test* per l'avviamento, in sostituzione della procedura di ammortamento indicata nella vecchia disciplina.

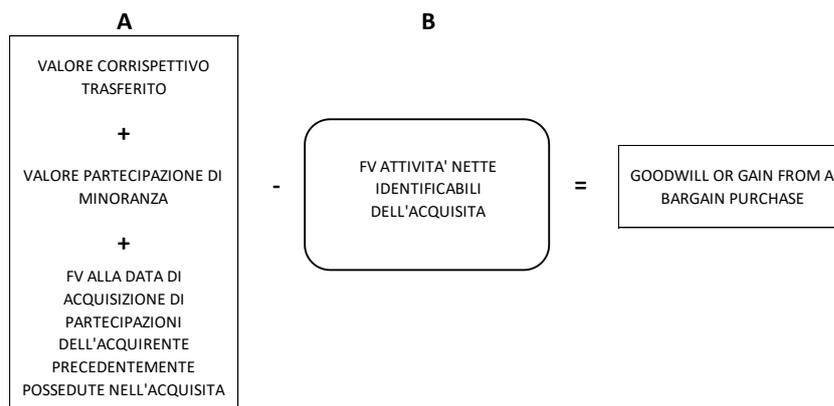
La seconda fase, invece, porta nel 2008 all'emanazione dell'IFRS 3R con il principale obiettivo di considerare tutti i tipi di aggregazione alla stregua delle acquisizioni aziendali, estendendo, in questo modo, l'unico principio di contabilizzazione indicato, ovvero, *l'acquisition method*. Presupposto fondamentale del metodo è che in tutte le operazioni di acquisizione vi deve essere un soggetto che ottiene il controllo su un'azienda o su un ramo d'azienda; la sostanza dell'operazione è l'ottenimento del controllo da parte di un soggetto acquirente, viene esaltato così il principio della *substance over form* che fa in modo che a prescindere da quale sia la natura giuridica e formale data dall'operazione, questa debba essere contabilizzata mediante un unico metodo.

All'introduzione del metodo suddetto di contabilizzazione, l'IFRS 3R aggiunge altre 3 principali novità rispetto alla vecchia disciplina:

5. Definizione *Business Combination*: “una transazione o altro evento in cui un acquirente ottiene il controllo di uno o più business”. A differenza della precedente versione qui lo IASB tende ad evidenziare la causa sostanziale dell’operazione piuttosto che l’effetto contabile ed aggregativo. Per questo motivo è importante evidenziare due elementi della definizione, il concetto di controllo sostanziale e di *business*. Il controllo può essere assunto in diversi modi, requisito essenziale però, è che chi ottiene il controllo sia in grado di esercitare potere decisionale sulle attività rilevanti dell’*acquiree*; nei casi più semplici il controllo deriva dalla detenzione della maggioranza dei diritti di voto e dalla conseguente capacità di esercitare tali diritti per la determinazione delle politiche operative e finanziarie dell’*acquiree*.
- Per quanto riguarda il concetto di business, a differenza della disciplina precedente, non è più richiesto che gli input sommati ai processi diano dei benefici economici, ma bensì, che abbiano l’astratta idoneità a produrli → esaltazione del piano potenziale, la produzione di output non è più un elemento rilevante per la definizione.
6. Valori da assumere in riferimento per l’iscrizione in bilancio della *business Combination*: in riferimento al metodo di contabilizzazione, l’unico usato dalla disciplina è l’*acquisition method*. L’abbandono del *purchase method* e l’adozione dell’*acquisition method* è pienamente in linea con la nuova nozione di *business combination*, ed inoltre, sottolinea il fatto che il passaggio del controllo non debba per forza avvenire attraverso una transazione di acquisto (*purchase*) ma anche tramite altro evento. Il metodo della nuova disciplina si compone di diversi step: identificare l’acquirente, determinare la data di acquisizione, individuare assets e passività identificabili e interessi di minoranza, misurazione *goodwill* o del *gain from bargain purchase*. L’adozione di tale metodo, in linea con il concetto di controllo sostanziale, segna il passaggio dalla teoria della capogruppo a quella dell’entità che punta alla rappresentazione in bilancio oltre che alla quota detenuta dall’acquirente anche a quella degli interessi di minoranza, esaltando il significato di controllo sostanziale.
7. *Full-Goodwill approach*: La metodologia prevista per la quantificazione dell’avviamento (*goodwill*) è uno degli elementi che più distingue l’IFRS 3R dalla sua vecchia versione. Nel *purchase method* l’acquisizione veniva percepita come una normale operazione d’acquisto dove veniva rilevato il costo di essa e poi allocato tra le attività e passività acquisite. Se dopo l’allocazione fosse emersa una differenza di valore, essa doveva essere imputata all’avviamento. L’attuale versione dell’IFRS 3 introduce un approccio differente, il *full-goodwill*. Esso richiede l’iscrizione in bilancio

consolidato, non solo della parte di goodwill imputabile al soggetto che detiene il controllo, ma anche di quella di pertinenza delle minoranze. La finalità è quella di far emergere l'intero *goodwill dell'acquiree* e non solamente quello dato dalla differenza tra corrispettivo e FV dei net assets, spostando così l'attenzione della disciplina dal prezzo del corrispettivo all'acquisizione del controllo di un business.

Da questo ragionamento deriva un nuovo calcolo per il goodwill che comprende la sommatoria di diverse componenti:



Se  $A > B$  siamo in presenza di un *goodwill* che dovrà essere rilevato nell'attivo dello stato patrimoniale dell'acquirente. Nel calcolo del valore risulta cruciale il come si valutano gli interessi di minoranza. Il principio indica due strade da poter percorrere:

4. Gli interessi di minoranza vengono calcolati secondo il FV della parte di PN non acquisita → *Partial goodwill approach*;
5. Gli interessi di minoranza sono calcolati al loro FV → *Full goodwill approach*.

È con l'utilizzo del secondo metodo che viene ad essere esposto in bilancio consolidato il valore del *goodwill* nella sua interezza, ovvero, una parte riferita alla quota di controllo e un'altra riferita ai non *controlling interests*. In questo modo il FV dei non *controlling interests* può risultare maggiore della relativa quota di PN riferita alle minoranze, rilevando così un *goodwill* delle partecipazioni di minoranza.

Una volta terminata l'analisi della disciplina internazionale sulle *Business Combinaton*, ed aver evidenziato le principali caratteristiche che un'operazione di acquisizione deve avere per essere definita tale, concentriamoci sullo studio delle motivazioni e del processo di tali operazioni, al fine di sottolineare differenze ed affinità tra acquisizioni strategiche e finanziarie.

È noto come le imprese siano delle organizzazioni orientate alla crescita. Spesso la spinta alla crescita è correlata al mutamento dello scenario economico di riferimento, diventa dunque centrale la capacità di sapersi muovere in coerenza con il dinamismo del mercato e il saper allocare le risorse secondo nuovi schemi e direzioni. Una strategia al fine di raggiungere la crescita e gli obiettivi pianificati dal management è rappresentata dalle operazioni di *M&A*, opzione preferita a quella della crescita interna per i diversi vantaggi riguardanti: la dimensione temporale, la rapidità di accesso a fattori di mercato e a risorse scarse, possibilità di realizzare sinergie con la società target ed investire in settori fortemente innovativi.

Le acquisizioni, inoltre, possono stimolare l'acquirente ad ottenere una maggiore visibilità sul fronte dell'evoluzione tecnologica, a migliorare il processo di sviluppo interno, ad acquisire licenze di produzione, *know-how* e a sfruttare le competenze trasferibili dall'impresa acquisita. L'acquirente industriale è, infatti, motivato da ragioni strategiche ad ampliare o rafforzare il proprio business attraverso operazioni di *M&A* che, modificando struttura e sistema aziendale, sono finalizzate a rafforzare o a preservare il vantaggio competitivo *dell'acquirer (Resource based view, se l'acquisizione interessa il know-how → knowledge based view)*.

Di tutt'altro intento, rispetto a ciò che è stato detto fin ora, sono le operazioni finanziarie.

Esse puntano a catturare il valore attraverso acquisizioni che rappresentano investimenti di portafoglio, riconducibili a semplici partecipazioni finanziarie che non nutrono un grande interesse nella gestione della target per la creazione di sinergie. Lo scopo è di trarre un rendimento dal capitale investito al momento dell'acquisto e del disinvestimento previsto in futuro.

Il processo di investimento, delle acquisizioni finanziarie, si compone principalmente di cinque fasi:

1. *Deal flow* e prima selezione;
2. Valutazione società target;
3. Strutturazione dell'operazione;
4. Definizione strategia e gestione della partecipazione;
5. *Way out*.

La differenza con le fasi caratteristiche delle acquisizioni strategiche, che vedremo a breve, risiede nella mancanza del momento di integrazione tra le due entità protagoniste dell'operazione; questo perché, anche se i due tipi di acquisizione hanno il medesimo obiettivo di creare valore, esso viene ottenuto con due filosofie differenti, una che punta alla realizzazione

di sinergie (acquisizione industriale/strategica) l'altra attraverso lo sfruttamento di opportunità sul mercato.

Dunque, in generale, il processo di acquisizione può essere suddiviso nelle seguenti macro-fasi:

1. **Analisi e valutazione strategica:** fase in cui si verifica se l'opzione di acquisizione sia la più idonea e compatibile con il piano strategico generale dell'impresa e con gli obiettivi prefissati. Fondamentale risulta una valutazione dello *status quo* dell'impresa e dei possibili risvolti dell'operazione.

Una volta approvata tale alternativa, viene disegnato il modello ideale di società target avente caratteristiche e potenzialità ricercate dall'acquirente costruendo un ranking delle caratteristiche essenziali per rendere il più possibile oggettiva la ricerca.

2. **Fase di negoziazione:** riguarda l'avvio, la gestione e la conclusione definitiva della trattativa. È una fase molto complessa del processo di acquisizione, proprio per questo spesso in tale fase l'acquirente è accompagnato dalla consulenza di *advisory* per la buona riuscita dell'operazione.

La prima componente nella fase di negoziazione che può essere osservata è quella dell'identificazione e selezione dell'impresa target. Avendo definito, nella fase precedente, le caratteristiche essenziali della potenziale *acquiree*, si procede con l'individuazione delle imprese che rispettino tali criteri, all'avvio dei primi contatti e all'identificazione dei candidati ideali attraverso una prima scrematura. Con l'avvio dei primi contatti e l'avanzare del progetto il rapporto tra le due parti necessita di un chiarimento formale che di solito consiste nel *confidentiality agreement* (lettera con la quale le controparti esplicitano l'avanzamento della trattativa dando un primo inquadramento formale all'operazione).

Dopo l'identificazione e la selezione della target si passa a valutare gli aspetti finanziari dell'operazione. È questa la seconda componente della fase di negoziazione che si pone l'obiettivo di redigere una valutazione finanziaria della società target e un piano finanziario per l'intero progetto.

La valutazione finanziaria rappresenta la base per la formazione del prezzo di offerta. Una volta raccolte le informazioni necessarie si procede alla valutazione del valore economico ( $W_e$ ), che rappresenta un primo step per la formazione del prezzo. La valutazione può essere fatta utilizzando diversi metodi, ognuno dei quali possiede specifiche caratteristiche da coordinare e correlare con il contesto e le peculiarità della valutazione. I metodi si dividono in generale in diretti e indiretti, i primi che stimano il

$W_e$  di una società partendo dai dati di mercato ed utilizzando dei fattori detti multipli, i secondi, invece, deducono il  $W_e$  partendo dalle informazioni ritrovate all'interno della stessa azienda.

I metodi indiretti si dividono in reddituali, finanziari, patrimoniali e misti: i primi due si basano sulla previsione dei futuri redditi o cash flow che la società sarà in grado di produrre per stimare il  $W_e$ , mentre i metodi patrimoniali, sulle attività patrimoniali possedute. I metodi misti sono una fusione tra i primi due e quello patrimoniale.

Il valore così calcolato rappresenta un punto di riferimento del prezzo finale dell'acquisizione. Nel passaggio dal  $W_e$  al prezzo finale, quest'ultimo può essere influenzato da vari fattori come ad esempio da elementi di natura strategica, finanziaria e fiscale, negoziale e contrattuale. Di solito, l'impatto maggiore deriva da quelli di natura strategica, ovvero, le sinergie realizzabili che vengono prese in considerazione nelle acquisizioni industriali, in cui il prezzo, a differenza che in quelle finanziarie, può assumere un valore soggettivo per l'impresa.

Dopo aver stabilito il prezzo di riferimento, può essere realizzato quello che è il piano finanziario per individuare i flussi monetari definitivi e stabilire la convenienza o meno dell'operazione.

Il fabbisogno finanziario complessivo di un'acquisizione si origina in due momenti distinti: al momento del *closing* per coprire il fabbisogno relativo al prezzo pattuito → fabbisogno diretto;

dopo il *closing* per gestire il processo di integrazione tra le due società e l'attuazione degli obiettivi prefissati → fabbisogno indiretto.

Al fine di evitare uno squilibrio temporale tra i flussi di diverso segno, è importante realizzare un'attenta programmazione dei fabbisogni e coperture finanziarie.

Le alternative principali di finanziamento sono tre: l'autofinanziamento, formato dalle risorse finanziarie internamente disponibili, il debito, composto dall'alternativa bancaria o dall'emissione obbligazionaria, e dall'emissione di nuove azioni finalizzata al pagamento totale o parziale dell'acquisizione (*Equity*).

Accanto a questi tre pilastri del finanziamento, si sono sviluppati nuovi strumenti con il fine di agevolare il finanziamento delle imprese e, dunque, anche di operazioni straordinarie, tali strumenti vengono detti ibridi, alcuni esempi sono: il debito mezzanino, obbligazioni convertibili, warrants e *crowdfunding*.

Terza e ultima componente della fase di negoziazione è rappresentata dalla conclusione e formalizzazione del contratto. Il primo passo da compiere è la stesura della lettera

d'intenti, negozio giuridico atipico che esprime la reale intenzione di concludere l'accordo, stabilire un termine entro il quale concludere, definire il contenuto di massima dell'accordo, fissare i criteri della *due diligence*, concordare l'esclusiva della trattativa e rinnovare le clausole di segretezza. Inoltre, deve esplicitare in maniera chiara ed inequivocabile: i criteri di determinazione del prezzo, i criteri per eventuali aggiustamenti del prezzo e quelli relativi alle modalità di pagamento. Una volta sigillata la lettera di intenti si procede con l'attività di *due diligence*. Essa consiste in un'attività investigativa che può riguardare diversi campi d'indagine della società target (esistono diversi tipi di *due diligence*, da quella legale a quella fiscale passando dal tipo ambientale ecc...) al fine di confermare la veridicità delle informazioni fornite dal venditore ed approfondire l'esistenza di costi occulti nel bilancio della target e di oneri e rischi latenti nell'operazione. Grazie all'ampia e approfondita valutazione accorsa con la *due diligence* la trattativa si avvia alla sua fase conclusiva con la formalizzazione di una proposta concreta di acquisto. Nella fase di predisposizione dell'offerta vengono esplicitati: oggetto dell'acquisizione, prezzo di riferimento, condizioni contrattuali e di pagamento, eventuali meccanismi di *earn-out*, garanzie, clausole particolari e la validità temporale dell'offerta.

Una volta raggiunto l'accordo per il prezzo si ha la necessità di perfezionare il contratto di acquisizione in tempi ristretti per evitare eventuali ripensamenti. Si procede così alla stesura del contratto finale, che non si discosterà di molto dalla lettera d'offerta sopracitata. Con la firma del contratto e con l'acquisizione del controllo della target inizia quella che può essere definita la fase più delicata dell'operazione, l'integrazione post acquisizione.

3. Fase di integrazione: Rappresenta l'ultima parte del processo di acquisizione dopo la chiusura formale del contratto, che caratterizza principalmente le acquisizioni strategiche, in quanto, in quelle finanziarie molto spesso la società target mantiene la propria autonomia gestionale. Questa fase risulta fondamentale per la buona riuscita dell'operazione, infatti, è un momento centrale per il conseguimento delle risorse e competenze ricercate *dall'acquirer*.

V. Conca nel suo libro "*La gestione ex-post dei processi di M&A*" indica quattro fattori critici da dover affrontare per gestire in maniera efficace l'integrazione, tali fattori sono: integrazione organizzativa e culturale: vi può essere la presenza di barriere di tipo culturale derivanti dall'etica delle persone o/e dalle procedure organizzative della

società stessa. In questo caso risulta essenziale la costituzione di un *post-merger team* per gestire e superare gli attriti tra le due società;

generazione del consenso: attraverso il carisma di alcuni manager e un buon piano di comunicazione è importante trasmettere alla struttura societaria la voglia e l'esigenza di reagire positivamente ai cambiamenti in corso, per instaurare un rapporto di fiducia reciproca tra le persone che in seguito dovranno collaborare;

trasferimento risorse e competenze: creare un flusso osmotico tra le due unità organizzative evitando di attivare una pericolosa crisi di rigetto;

Tempi di adattamento e risposta: necessità di prevedere, e possibilmente contenere, i tempi nei quali la nuova struttura integrata possa iniziare ad operare a regime, per questo, risultano prioritarie le modalità di impostazione, di avvio e di gestione del processo di integrazione. Da qui, si sottolinea l'importanza di una pregressa strategia di collaborazione per ridurre i tempi di integrazione ed ottimizzare così il ritorno finanziario dell'investimento.

Una buona gestione e programmazione del management può portare anche ad una riduzione dei costi strettamente legati al fabbisogno di integrazione, tanto maggiore è la necessità di integrare le due strutture tanto maggiori saranno i costi, si va dalla diversificazione che implica costi marginali, alle acquisizioni *core to core* dove i costi sono più elevati.

Dall'impostazione di questi quattro fattori critici possiamo mostrare come l'integrazione può essere realizzata o attraverso un'espropriazione da parte dell'acquirente delle risorse e competenze che ritiene rilevanti per il suo business imponendo la propria cultura (colonizzazione), o attraverso un adeguamento reciproco delle strutture aziendali (matrimonio).

Ovviamente i casi di successo esistono e come, essi fanno riferimento ad acquirenti che eseguono operazioni con una certa sistematicità, in periodi sia di recessione che di crescita, cominciando con piccoli *deals* a basso rischio grazie ai quali riescono a sviluppare un adeguato *know-how* prima di affrontare le operazioni più grandi e complesse. Stabiliscono un *core-team* che rimane dedicato alle operazioni di *M&A* e che definisce processi e linee guida per istituzionalizzare l'esperienza acquisita nel corso delle varie operazioni.

Tali società hanno trovato il modo di catturare il *know-how* sviluppato in ogni *deal*, riuscendo così a scalare la curva di esperienza delle acquisizioni.

→ Non hanno solo colto delle opportunità ma si sono organizzate per crearle.

Conclusa la panoramica sulle acquisizioni, di seguito, verranno riportati due casi studio rispettivamente per acquisizione strategica e acquisizione finanziaria con l'obiettivo di riprendere quanto detto fin ora a livello pratico.

Cominciamo dall'acquisizione strategica: in data 17 aprile 2018 Enel Sudeste, società interamente detenuta dal gruppo Enel, lancia un'offerta pubblica d'acquisto per l'acquisizione dell'intero capitale sociale di Eletropaulo. L'offerta consisteva in 28 reais brasiliani per azione per un ammontare totale potenziale di 4,7 billion di reais, circa 1,1 billion €.

Le motivazioni dell'offerta risiedono nella realizzazione della *corporate strategy* annunciata nel 2017 dall'AD del gruppo, Francesco Starace, basata sull'espansione territoriale del business in paesi come l'Africa e il Sud America, mantenendo un focus principale sull'innovazione e sostenibilità del servizio offerto.

Dopo una serie di rilanci da parte di Enel che hanno portato il prezzo per azione a 45,22 reais con un ammontare potenziale investito di 7,5 billion reais, circa 1,76 billion €, Eletropaulo in data 5 giugno 2018 comunica di aver accettato ufficialmente l'offerta avanzata. Dopo il *closing* l'adesione all'offerta ha raggiunto il 93,3% del capitale sociale di Eletropaulo conferendo ad Enel una posizione rilevante nel business della distribuzione dell'energia in Brasile, conquistando il 20% del mercato totale con più di 70 milioni di utenze.

Importante ai fini dello scritto, risulta prestare attenzione, oltre alle motivazioni e fasi della trattativa viste qui sopra, all'applicazione dell'IFRS 3R per la registrazione dell'operazione avvenuta. Prima di tutto, bisogna capire se l'acquisizione in questione rispetta la definizione di *business combination*: “*Transazione o altro evento in cui un'acquirente ottiene il controllo di uno o più business*”. Due, dunque, sono gli elementi da sottolineare e approfondire in questa definizione, il controllo e il concetto di business:

- **Controllo:** vi sono diverse modalità per ottenere il controllo su un'altra società; nello specifico caso di Enel ed Eletropaulo, Enel riesce ad ottenere il 93,3% del capitale sociale della società target e i relativi diritti di voto che consegnano ad Enel il potere di dirigere le attività rilevanti di Eletropaulo e sottolineano la presenza di un controllo sostanziale.
- **Business:** necessario che gli input e i processi siano potenzialmente in grado di produrre degli output. Nel caso di Eletropaulo, trattandosi di una società operante con un proprio ciclo produttivo composto da input-processi-output, è indubbio poter parlare di business.

Con la conferma di questi due elementi, possiamo procedere all'applicazione passo-passo di quelle che sono le fasi del metodo di contabilizzazione dell'IFRS 3R, ovvero, *dell'acquisition method*.

1. Identificazione acquirente: Di solito, l'acquirente coincide con la società che trasferisce cash, assets o assume passività; l'identificazione dell'acquirente è strettamente legata al concetto di controllo analizzato poc'anzi e dal quale abbiamo potuto intendere come nell'acquisizione di Eletropaulo, Enel abbia assunto indiscutibilmente il controllo sostanziale dell'acquisita.
2. Data di acquisizione: data in cui l'acquirente ottiene il controllo sostanziale con il trasferimento del corrispettivo pattuito. Rappresenta il momento temporale a cui si devono riferire le rilevazioni e misurazioni da compiere sulle attività e passività assunte. Nel caso in esame la data di acquisizione coincide con il 7 giugno 2018, giorno in cui Enel ottiene il 73,38% del capitale sociale di Eletropaulo in cambio del corrispettivo di 45,22 reais brasiliani per azione (non viene presa in considerazione il giorno 4 luglio 2018 in cui Enel ha ottenuto un ulteriore 19,9% del capitale sociale di Eletropaulo portando la partecipazione totale al 93,3%).
3. Rilevazione attività acquisite e passività assunte: a pagine 247 della relazione finanziaria di Enel del 2018, osserviamo quali erano i valori contabili di Eletropaulo in data 7 giugno 2018. Procedendo alla stima del *fair value* alcune attività e passività hanno subito delle variazioni:

Dati in Milioni di €	Valore contabile ante 7 giugno 2018		Dati in Milioni di €	Valori rilevati al 7 giugno 2018
Immobili, impianti e macchinari	€ 14,00		Immobili, impianti e macchinari	€ 14,00
Investimenti immobiliari	€ 10,00		Investimenti immobiliari	€ 10,00
Attività immateriali	€ 968,00		Attività immateriali	€ 2.411,00
Attività per imposte anticipate	€ 611,00		Attività per imposte anticipate	€ 704,00
Altre attività non correnti	€ 932,00		Altre attività non correnti	€ 932,00
Crediti commerciali	€ 828,00		Crediti commerciali	€ 828,00
Rimanenze	€ 66,00		Rimanenze	€ 61,00
Altre attività correnti	€ 179,00		Altre attività correnti	€ 169,00
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	€ 226,00		Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	€ 226,00
Finanziamenti	-€ 1.018,00		Finanziamenti	-€ 1.025,00
Benefici ai dipendenti	-€ 725,00		Benefici ai dipendenti	-€ 725,00
Passività per imposte differite	-€ 165,00		Passività per imposte differite	-€ 655,00
Altre passività non correnti	-€ 123,00		Altre passività non correnti	-€ 123,00
Fondi rischi e oneri	-€ 522,00		Fondi rischi e oneri	-€ 774,00
Debiti commerciali	-€ 377,00		Debiti commerciali	-€ 377,00
Altre passività correnti	-€ 544,00		Altre passività correnti	-€ 544,00
<b>Attività nette acquisite</b>	<b>€ 360,00</b>		<b>Attività nette acquisite</b>	<b>€ 1.132,00</b>

Risulta, perciò, una differenza di valore delle attività nette acquisite di 772 million.

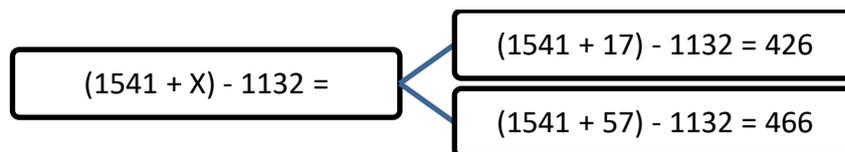
4. Misurazione *goodwill/bargain purchase*: con la teoria dell'entità il *goodwill* viene iscritto sia per la parte imputabile all'acquirente che per quella imputabile agli interessi di minoranza, facendo così emergere l'intero *goodwill* della società acquisita in funzione del controllo sostanziale che viene assunto *dall'acquirer* su l'intera *acquiree*. Cambia, così, il calcolo del *goodwill* derivante dalla seguente formula: (Corrispettivo + interessi di minoranza) – *Fair value net asset*, se il valore è maggiore di zero ci sarà un *goodwill*, in caso contrario un *bargain purchase*.

Ruolo centrale assumono gli interessi di minoranza che possono essere stimati in due modi: o al valore contabile o al *fair value*. Tale scelta pone le basi dei due approcci proposti *dall'acquisition method*: *full goodwill approach (fair value)* o *partial goodwill approach* (valore contabile).

Capiamo meglio di cosa si tratta tornando al caso di Enel ed Eletropaulo: Enel acquisisce il 93,4% circa di Eletropaulo per un corrispettivo pari a 1.541 million di euro corrispondenti ad attività nette al *fair value* di 1.132 million di euro.

$$\rightarrow \text{“GW/BP”} = (1.541 + X) - 1132$$

La X può assumere due valori: 17 se gli interessi di minoranza sono valutati a valore contabile; 57 se essi vengono valutati al *fair value* (tali valori sono presi sempre dalla relazione finanziaria 2018 di Enel).



La differenza tra i due *goodwill* e dei due approcci è data dalla variazione degli interessi di minoranza derivante dal tipo di valutazione utilizzato.

In conclusione, il gruppo Enel con l'acquisizione di Eletropaulo ha registrato un *goodwill* pari a 466 milioni di euro, imputabile sia alla controllante che ai soci di minoranza, simbolo, probabilmente, delle potenziali sinergie derivanti dalla correlazione dei due business.

Dopo l'esamina dell'acquisizione strategica procediamo ad affrontare il caso della Berkshire Hathway con le acquisizioni finanziarie compiute da Warren Buffett. Rispetto ad un normale

fondo di *private equity* la Berkshire non acquisisce partecipazioni o intere società per realizzare delle plusvalenze monetarie attraverso le *way out*, ma l'idea di fondo è quella di detenere il più a lungo possibile la partecipazione acquisita e conservarla in portafoglio fin quando rispetti i criteri del metodo di Buffett. Tale metodo è presentato da Robert G. Hagstrom nel suo libro "*The Warren Buffett way*" nel quale, dopo un attento studio delle varie acquisizioni compiute da Buffett negli anni, individua l'applicazione di alcuni principi ricorrenti divisibili in quattro categorie:

1. Criteri di Business: riguardano la comprensione che l'investitore deve avere del business scelto al fine di prevedere la sua evoluzione, la verifica dei risultati operativi storici e delle proiezioni di lungo termine, che, se favorevoli, sottolineano la presenza di un vantaggio competitivo.
2. Criteri di Management: fanno riferimento allo studio della qualità del management della società target. La qualità è costituita dalla capacità degli amministratori di allocare in maniera razionale il capitale della società, cercando di sfruttare le opportunità di crescita senza farsi influenzare dal comportamento delle altre aziende del settore se irrazionale. Per capire se il management ha svolto tale compito con successo Buffett usa la regola del dollaro: paragona la somma degli utili ritenuti nel tempo con la variazione del valore di mercato della società per capire quanto valore sul mercato hanno creato gli utili reinvestiti (*Retained earnings* >  $\Delta MV$ ).

Altro elemento che Buffett desidera vedere in un management è la trasparenza dello stesso: necessità di comunicare in maniera chiara e trasparente i risultati della società, siano essi positivi o negativi.

3. Criteri finanziari: è la parte più quantitativa dell'analisi in cui ci si concentra sull'evoluzione nel tempo di indici come il ROE, gli *owner earning* ( $EBT - T + D - Capex$ ) e i margini di profitto, importantissimi per studiare la capacità dell'azienda di trasformare i ricavi in utili attraverso un attento monitoraggio dei costi.

Tali indici per essere costruiti fanno capo ad una profonda e precisa analisi dei bilanci in cui Buffett cerca di concentrarsi su quelle voci che ritiene essenziali per distinguere un'ottima società da una mediocre, esempi sono: margine operativo lordo, spese amministrative-general-ricerca, *depreciation*, margine operativo netto, liquidità, rimanenze, crediti, immobilizzazioni materiali, ROA, DBT e DLT, *l'equity*, D/E e le azioni proprie detenute dalla società. Tutti questi elementi risultavano fondamentali per un'analisi affidabile della società target.

4. Criteri di mercato: hanno il fine di farci comprendere se il prezzo da pagare per una società è conveniente o meno. Per capirlo bisogna confrontare il valore di mercato della società (MV) con il suo valore economico ( $W_e$ ), se questo secondo fosse maggiore del MV potrebbe essere conveniente acquisire partecipazioni.

L'obiettivo dei criteri di Buffett non è solo quello di individuare attività redditizie sopra la media, ma anche di acquisirle a prezzi al di sotto della valutazione economica, ciò garantisce un margine di sicurezza sull'investimento.

Uno dei primi settori dove la Berkshire ha iniziato la sua espansione fu quello assicurativo. La prima società assicurativa acquisita da Buffett fu GEICO: una compagnia assicurativa fondata nel 1936 da Leo Goodwin specializzata nel settore automobilistico.

Dopo grandi risultati negli anni Sessanta le performance della società iniziarono a calare portando il titolo della società dal valore di 61\$ al minimo di 2\$ dopo il 1975. Nonostante ciò, Buffett iniziò a comprare le azioni di GEICO fino a raggiungere, in un primo momento, un investimento totale di 4,1 million di dollari al prezzo medio per azione di 3,18\$. Al primo impatto sembrerebbe che Buffett sia andato contro il suo stesso modello, in realtà GEICO, nonostante le ultime performance negative, continuava a rispettare i criteri di Buffett: era un business ed una società che Warren conosceva molto bene; in passato l'AD di GEICO l'aveva introdotto nelle dinamiche del business facendogli comprendere al meglio la produzione degli utili dell'azienda. Indipendentemente dai risultati degli ultimi tempi, GEICO conservava un forte vantaggio competitivo consistente nel suo modo di operare senza intermediari che gli consentiva di offrire polizze a costi minori ai migliori automobilisti.

Con la nomina del nuovo AD J. Byrne la società aveva ritrovato la propria filosofia di business: egli procedette ad un forte taglio dei costi e ad un aumento di capitale per rilanciare la società con un primo risultato di un utile di 58,6 million nel 1977. Nel 1980 il ROE della società era del 30,8% quasi il doppio della media del settore assicurativo.

In quell'anno l'ammontare investito in GEICO da parte della Berkshire ammontava a 47 million con la società che presentava un valore di mercato di 296 million. Supponendo che la GEICO fosse stata in grado di produrre utili per 60 million all'infinito e, dividendo tale valore per il rendimento dei bond USA (12% all'epoca), il risultato era un  $W_e$  di 500 million, quasi il doppio di quello corrente.

Buffett ci aveva visto bene, tra il 1980 e il 1992 il valore di mercato della GEICO passò da 296 million a 4,6 billion, una differenza di 4,3 billion! Investendo un dollaro in GEICO nel 1980 si ottenevano 27,89 dollari nel 1992 esclusi i dividendi, formando un 29% circa di utile composto

annuo decisamente superiore a quello di settore e del S&P500 che si attestavano intorno all'8,9% per il medesimo periodo. Tutto ciò portò a completare l'acquisizione totale della società nel 1996 per l'acquisto del 49% del capitale rimanente al prezzo di 2,3 billion.

In conclusione, possiamo affermare, grazie soprattutto ai due casi studio riportati, che indipendentemente dal fatto che una acquisizione sia strategica o finanziaria la creazione di valore per l'acquirente parte molto prima della *closing date* e continua anche dopo. È fondamentale percorrere al meglio le fasi del processo anche con l'aiuto di esperti *advisory* che possiedono il *know-how* e l'esperienza per far sì che un'acquisizione riesca.

La determinazione del successo inizia nel momento della valutazione dei propri obiettivi, per individuare la migliore strategia per raggiungerli, e continua fino a dopo l'acquisizione con la fase di integrazione delle due società o dell'individuazione della migliore *way out*, per la realizzazione delle strategie e degli obiettivi pianificati dal management.

Di conseguenza, se gestite in maniera attenta e precisa le acquisizioni rappresentano una valida opzione per il miglioramento delle performance aziendali e la creazione di valore.