

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Operazioni Straordinarie e Valutazione d'Azienda

**LE M&A COME STRATEGIE VINCENTI DI CRESCITA AZIENDALE:
ANALISI DEL CASO SALINI-IMPREGILO-ASTALDI**

Relatore:

Prof. Eugenio Pinto

Candidato:

Andrea Liberatori

Matr. 704251

Correlatore:

Prof. Alessandro Musaio

ANNO ACCADEMICO 2019-2020

INDICE

INTRODUZIONE.....	4
-------------------	---

CAPITOLO 1 - Le operazioni di M&A

I. Cosa si intende per M&A?.....	5
II. Analisi storica: le “diverse ondate”	7
III. Mercato globale e domestico: analisi rapporto KPMG 2003-2013.....	11
IV. Il ruolo geografico nelle M&A: i <i>cross-border</i>	18
V. Tecniche particolari di acquisto.....	20
VI. Le fasi di un’operazione di M&A.....	23
VII. La <i>due diligence</i>	25
VIII. I protagonisti del settore M&A.....	27
IX. Aspetti contabili.....	28
X. Aspetti fiscali.....	32
XI. La regolamentazione comunitaria.....	36

CAPITOLO 2 - La creazione di valore nelle operazioni di M&A e la relativa valutazione

I. La crescita aziendale e le modalità di attuazione.....	38
II. Le motivazioni strategiche.....	42
III. Vantaggi e svantaggi.....	45
IV. La definizione degli <i>acquisition criteria</i>	49
V. Il processo di integrazione post-operazione.....	50
VI. Il ruolo della componente manageriale.....	52
VII. Analisi della concorrenza nel mercato delle M&A.....	57
VIII. Come avvicinare domanda e offerta: la determinazione del prezzo.....	59
IX. I metodi di valutazione delle aziende.....	62
X. Studi empirici sulla convenienza delle M&A: successo o insuccesso?.....	65

CAPITOLO 3 - Analisi del caso aziendale Salini-Impregilo-Astaldi

I.	Overview del settore delle grandi infrastrutture.....	68
II.	I protagonisti del <i>case study</i>	74
	• Webuild S.p.A: origini e sviluppo.....	74
	• Astaldi S.p.A: origini e sviluppo.....	78
III.	Il contesto in cui si inserisce la fusione: il progetto “Campione Nazionale”	83
IV.	La <i>proxy fight</i> Salini vs Gavio.....	84
V.	Il lancio dell’OPA.....	87
VI.	Le prospettive future di crescita.....	90
VII.	Le motivazioni sottostanti l’operazione.....	93
VIII.	I risultati raggiunti.....	95
IX.	L’acquisizione di Astaldi S.p.A.: il “Progetto Italia”	98
X.	I <i>target</i> fissati e i benefici attesi.....	100
XI.	Confronto tra le due operazioni: analogie e differenze.....	103
	CONCLUSIONI	105
	BIBLIOGRAFIA	107
	SITOGRAFIA	109

INTRODUZIONE

Le fusioni e le acquisizioni (“Mergers and Acquisitions: M&A”) sono sempre state oggetto di grande interesse da parte del mondo finanziario; in tutti i Paesi industrializzati la dimensione di questo fenomeno è considerevole. Tali operazioni di finanza straordinaria, diffuse con una certa regolarità e frequenza a partire dalla fine dell’Ottocento, hanno assunto un ruolo fondamentale nella crescita aziendale, fattore fisiologico presente nel DNA di tutte le imprese, rappresentando l’approccio alternativo più affidabile tra quelli esistenti. Le aziende, dovendo infatti scegliere tra una crescita per via interna, basata sullo sfruttamento delle risorse e delle tecnologie preesistenti, ed una crescita per via esterna, formalizzata attraverso accordi, partnership, fusioni ed acquisizioni, hanno trovato più semplice e conveniente il secondo approccio. Entrambi gli orientamenti, pur differendo per tempi e costi, sono accomunati dall’obiettivo di creare valore per gli “shareholders” e ottenere un vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti. In tale ambito, queste tipologie di operazioni hanno contribuito allo sviluppo e all’evoluzione delle relazioni tra le aziende facilitando anche l’adeguamento al mutamento ambientale.

Durante i periodi caratterizzati da un’intensa attività di questo tipo, i manager dedicano una parte significativa del loro tempo alla ricerca di imprese da acquisire e a preoccuparsi delle possibili minacce di acquisizione da parte di altre aziende. Inoltre, tali operazioni sono diventate sempre più complesse in quanto richiedono il coinvolgimento di professionisti dotati di specifiche competenze tecniche e di consolidata esperienza nel settore.

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

Questo lavoro si propone di descrivere ed analizzare le operazioni di M&A collocandole nell’ottica delle scelte strategiche aziendali, cercando di dimostrare come queste costituiscano un valido strumento con cui assicurarsi un’efficiente crescita e la creazione di valore.

L’elaborato si articola in tre capitoli.

Il primo capitolo, prettamente teorico, introduce il tema delle fusioni e delle acquisizioni descrivendone le caratteristiche essenziali e l’andamento evolutivo a livello globale e domestico.

In seguito, si analizzano nel dettaglio i principali meccanismi di acquisizione e gli aspetti fiscali e contabili di tali operazioni.

Il secondo capitolo, di fondamentale importanza nella presente discussione, si focalizza sulle motivazioni strategiche delle M&A e i relativi effetti sull’economia; inoltre, tramite un’analisi delle fonti di valore economico ed una rapida rassegna dei principali risultati, valuta l’effettivo successo di queste scelte strategiche.

Il terzo ed ultimo capitolo consiste nell’analisi del caso aziendale “Salini-Impregilo-Astaldi”, utilizzato come modello di riferimento per rafforzare la tesi sostenuta nel secondo capitolo e più in generale in tutto l’elaborato.

CAPITOLO 1 - Le operazioni di M&A

1.1 Cosa si intende per M&A?

Le operazioni di “Mergers and Acquisitions” (M&A) sono attività di finanza straordinaria, che modificano la struttura aziendale, le risorse umane, la gestione e l’organizzazione di due o più imprese. Tali operazioni costituiscono “opportunità di riorganizzazione e di trasformazione della dimensione e della struttura delle imprese suscettibili di modificare la ricchezza iniziale di chi vi apporta risorse imprenditoriali e finanziarie” (E. Rossi). Pur differendo per diversi aspetti, si è soliti trattare le fusioni e le acquisizioni congiuntamente, a tal punto che nei paesi anglosassoni, ad esempio, questi due termini sono complementari.

Nel primo caso con il termine fusione si intende “l’unificazione di due o più società in una sola”. Con tale operazione si realizza la formale integrazione tra i sistemi aziendali delle imprese in questione.

Le fusioni possono avvenire:

- Per incorporazione: una delle società partecipanti (l’incorporante) sopravvive ed ingloba tutte le altre che si estinguono (le incorporate); i soci di queste ultime ricevono, in sostituzione della partecipazione detenuta e secondo il rapporto di cambio, le azioni o quote della società incorporante;
- Per unione: tutte le società partecipanti si estinguono e dalla loro integrazione nasce una nuova società, le cui azioni o quote vengono attribuite ai soci delle società cessate, in virtù di un dato rapporto di cambio, determinato sulla base della loro situazione patrimoniale effettiva.

Nel secondo caso con il termine acquisizione si indica “l’operazione attraverso la quale un’impresa acquista, dietro corrispettivo, la proprietà di una quota totalitaria o di maggioranza di un’altra impresa”. Durante tale processo, entrambe le aziende mantengono la propria identità.

Le acquisizioni si dividono in:

- Orizzontali: integrazione di due imprese operanti nella stessa linea di *business*; in questo modo l’acquirente riduce la pressione competitiva a cui era sottoposta e, allo stesso tempo, ottiene una crescita dimensionale (sono le più frequenti);
- Verticali: l’acquirente espande il proprio controllo “a monte” verso le materie prime o “a valle” verso il consumatore finale riducendo così i costi; ciò consente di migliorare l’approvvigionamento di beni o servizi e di potenziare la rete commerciale;
- Conglomerati (o concentriche): coinvolgono aziende che operano in settori diversi e non sono legate da relazioni del tipo cliente-fornitore; portano ad una diversificazione della produzione e del mercato e alla riduzione dei costi di transazione.

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

Un'ultima tipologia di acquisizione, molto particolare, è l'"acquisizione ostile" (o *takeover*) che consiste in una scalata attuata da soggetti esterni all'azienda; in sostanza, l'impresa *bidder* agevola il crollo del prezzo delle azioni dell'azienda *target*, tramite una serie di operazioni di speculazione finanziaria, per acquistarle, successivamente, sino ad ottenere la maggioranza assoluta o relativa delle stesse ed a subentrare alla proprietà precedente contro la sua volontà. La condizione necessaria affinché si verifichi un'acquisizione ostile è che l'azienda obiettivo sia a proprietà diffusa (altrimenti si verificherebbe un mero trasferimento di proprietà); in questo caso, a differenza dell'acquisizione "amichevole", il prezzo è determinato dal mercato.

Le M&A sono lo strumento maggiormente utilizzato per conseguire l'obiettivo della crescita in breve tempo, consentendo alle imprese di ottenere nuove risorse, capacità e competenze senza dover effettuare lunghi e dispendiosi investimenti e di conquistare, conservare o rafforzare un vantaggio competitivo.

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

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

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

Il grado di sviluppo del mercato dei capitali ha influito sull'entità e sulle caratteristiche delle M&A, in quanto operazioni di natura straordinaria.

Come già accennato in precedenza, le fusioni e le acquisizioni, pur accomunate dal medesimo obiettivo di espansione e di crescita aziendale, possiedono alcune peculiarità ben note; la differenza fondamentale, a livello concettuale, è che con la fusione nasce una nuova realtà aziendale, mentre tramite l'acquisizione una società acquista il controllo di un'altra, la quale resta giuridicamente autonoma.

Nella tabella sottostante sono elencate le principali differenze tra fusione e acquisizione:

Fusione	Acquisizione di azienda
Consolidamento di due o più imprese con lo scopo di creare un'entità più forte, che può essere o meno una <i>NewCo</i> (prende vita nel caso di fusione per unione).	Acquisto di un'entità da parte di un'altra, solitamente caratterizzata da una struttura e un'organizzazione più complesse e dimensioni maggiori.
Il corrispettivo dell'operazione è rappresentato da strumenti finanziari, emessi specificatamente per dare attuazione alla fusione (tipica operazione «carta contro carta»).	Il negozio giuridico viene regolato con un corrispettivo in contante, scambio di azioni o, più in generale, <i>asset</i> reali o finanziari.
Nella fusione per unione, le società si estinguono come unità indipendenti ed assumono una nuova configurazione in un'entità più ampia. I soci delle partecipanti subentrano nella compagine sociale della società risultante dalla fusione.	La società acquisita continua ad esistere gestendo il corrispettivo dell'operazione, salvo che non si decida di attuare una successiva liquidazione.
Comporta sempre aumenti di capitale e, quindi, emissione di nuove azioni, salvo il caso di partecipazione al 100% dell'incorporante nell'incorporata.	Non comporta emissione di nuove azioni.
Genera effetti diluitivi sulla proprietà, tranne nel caso di partecipazione al 100% dell'incorporante nell'incorporata (ho effetti diluitivi solo in presenza di concambio).	Per l'acquirente non vi è alcun effetto diluitivo sulla proprietà.
Avviene sempre in condizioni di <i>mutual agreement</i> .	Può essere ostile o amichevole.
È <i>time consuming</i> e può comportare maggiori oneri dal punto di vista economico e legale.	È un'operazione relativamente economica, veloce e semplice da attuare.

Fonte: Elaborazione personale

1.2 Analisi storica: le “diverse ondate”

Le M&A sono un fenomeno relativamente recente. L'attività di crescita esterna, da parte delle imprese, ha avuto inizio soltanto con la nascita dei mercati finanziari e delle società di capitali. Inoltre, le fusioni e le acquisizioni ricorrono con un andamento ciclico, ossia in periodi di tempo più o meno lunghi, ma ben definiti. In sintesi, si evince come queste operazioni siano fortemente influenzate dalle trasformazioni dell'ambiente economico.

È opportuno suddividere la seguente analisi in sezioni distinte, evidenziando, per ciascun periodo storico, in che modo i mercati reali e finanziari possano aver condizionato le scelte aziendali, rispettando la sequenza temporale delle diverse ondate (c.d. “*merger waves*”).

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

Il primo “*merger movement*” ha avuto inizio, negli Stati Uniti, intorno al 1896, raggiungendo il suo apice fra il 1898 e il 1902, per poi esaurirsi con il crollo della borsa del 1903. Questa prima ondata ha ridisegnato sostanzialmente la struttura dei principali settori industriali.

Negli USA i principali fattori di sviluppo furono:

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

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

A differenza di quella americana, l’esperienza britannica si differenziò sia per l’intensità del fenomeno che per i settori coinvolti. In seguito alla lunga recessione, la Gran Bretagna aveva perso il suo tradizionale primato in campo industriale, la cui struttura soffriva dei difetti del *first comer* e della mancanza di un’adeguata protezione doganale da parte del governo nazionale.

In Gran Bretagna i fattori chiave furono:

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

In questo caso, i processi di concentrazione riguardarono principalmente le imprese operanti nei settori tradizionali, nel tentativo di razionalizzare la produzione e ridurre i costi, sfruttando le possibili economie di scala.

Inoltre, le imprese britanniche dimostravano una scarsa propensione ad allargare la propria base azionaria.

LA SECONDA ONDATA (1922-1929)

Negli USA, in questo periodo, le M&A si differenziarono sia per i settori coinvolti che per le motivazioni economiche che ne erano alla base. I protagonisti furono istituzioni finanziarie e imprese di pubblici servizi. Prevalsero, quindi, le acquisizioni realizzate da grandi imprese con l'obiettivo di ripristinare le situazioni di oligopolio preesistenti.

I principali fattori critici di successo della seconda ondata riguardarono gli aspetti commerciali ed in particolare la necessità di raggiungere volumi di vendita notevoli, per ottenere risparmi di costi ed una maggiore efficienza nelle aree della distribuzione. È in questo periodo che si pongono le basi delle nuove reti di vendita.

Infine, rispetto alla precedente ondata, il ruolo svolto dai mercati finanziari e dalla borsa assunse particolare rilievo. Le imprese sfruttarono il momento favorevole per emettere nuove azioni e raccogliere strumenti finanziari, impiegati nell'acquisizione di altre aziende.

In Gran Bretagna, invece, i fenomeni di concentrazione trasformarono profondamente la struttura economica; proprio in questo periodo si affermarono i maggiori gruppi industriali inglesi e furono coinvolte anche imprese operanti nei settori tecnologicamente avanzati. Ciò fu reso possibile dall'assenza di una rigida disciplina in materia di monopoli e dallo sviluppo del mercato borsistico come fonte di finanziamento per le imprese.

LA RECENTE ONDATA (fino al 1987)

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

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

Altri importanti fattori furono:

- *Deregulation* delle banche commerciali;
- Andamento positivo delle principali borse mondiali;
- Rafforzamento dei rispettivi *core businesses* delle imprese;
- Maggior flessibilità nell'applicazione delle norme antitrust;
- Duplice funzione del mercato mobiliare:
 - Finanziamento delle imprese acquirenti;
 - Controllo delle aziende.

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

Nell'Europa continentale (Francia e Germania), la differenza principale con i paesi anglosassoni riguardò le dimensioni dei mercati borsistici ancora molto ridotte e il modesto sviluppo dei mercati finanziari. Le obbligazioni *high yield* rimasero estranee o quasi mai utilizzate (così come i *raiders*).

Le strategie di crescita esterna delle imprese europee, quindi, hanno seguito una logica prevalentemente industriale; il mercato mobiliare ha svolto esclusivamente la funzione di finanziamento delle imprese acquirenti.

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

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

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

I motivi del ritardo riguardarono:

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

Per quanto concerne i fattori di sviluppo delle acquisizioni (specialmente orizzontali) vi furono:

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

Nelle prime ondate di M&A la tipologia maggiormente utilizzata è stata la fusione fra imprese per lo più simili per dimensioni e attività svolta. In seguito, prevalsero le acquisizioni di piccole aziende da parte delle imprese maggiori, sempre all'interno dello stesso settore. Infine, si diffusero le operazioni di integrazione verticale o di diversificazione settoriale. In generale, emerge che i periodi di maggiore attività acquisitiva sono di norma preceduti da rilevanti mutamenti negli scenari competitivi. Inoltre, nei mercati in rapido sviluppo, il ricorso alle acquisizioni è marginale (si cresce per linee interne); ciò evidenzia la relazione stabile tra le operazioni di crescita esterna e il ciclo di vita del settore.

1.3 Mercato globale e domestico: analisi rapporto KPMG 2003-2013

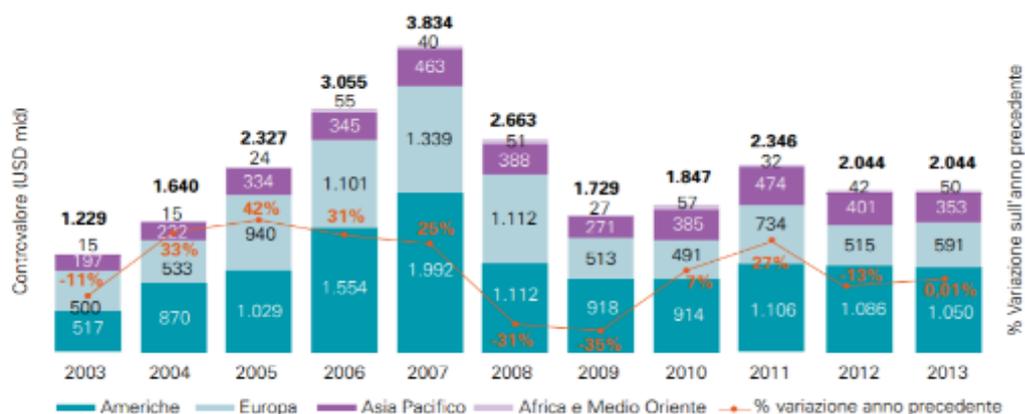
Focalizziamo ora la nostra analisi sull'andamento del mercato M&A sia a livello globale che domestico nel decennio 2003-2013, utilizzando come spunto di riflessione lo studio effettuato dalla società di consulenza KPMG contenuto nel "Rapporto Mergers & Acquisitions 2013".

Lo scopo di quest'analisi è l'esame delle tendenze evolutive del mercato nazionale ed internazionale delle fusioni ed acquisizioni, con approfondimenti sulle dinamiche settoriali, sulle principali operazioni e sulla "direzione" delle transazioni (Italia su Italia, Estero su Italia, Italia su Estero).

A livello internazionale, dopo quattro anni di crescita ininterrotta (2004-2007), culminati con l'eccezionale risultato conseguito nel 2007 (29.323 operazioni completate per un controvalore di USD 3.834 miliardi), nel 2008 la recessione mondiale innescata dalla crisi dei *subprime* ha determinato una battuta d'arresto del mercato globale M&A, sia in termini di volumi che di valore.

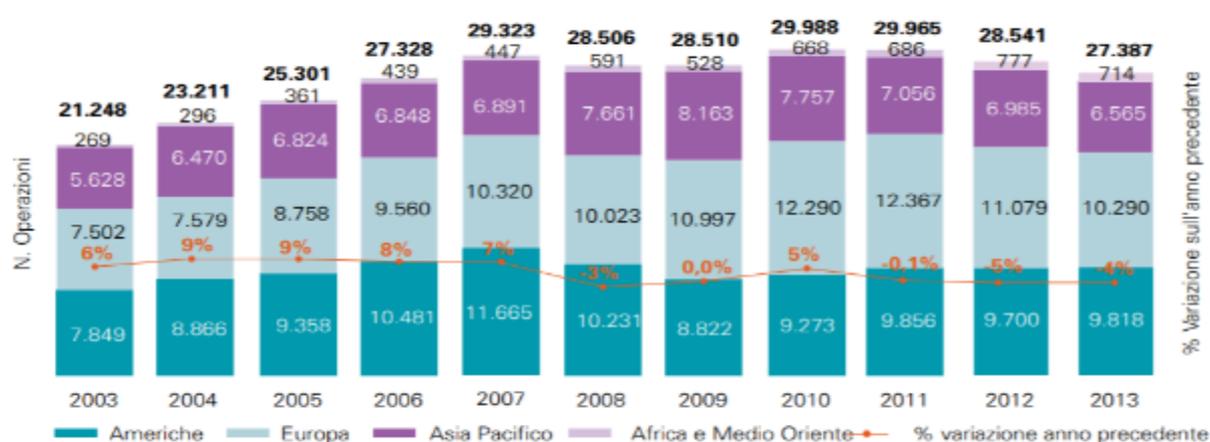
Per maggior chiarezza si riportano i seguenti grafici relativi a volumi e controvalori:

Grafico 1 - Mercato mondiale M&A 2003-2013: controvalore operazioni completate per area geografica del target



Fonte: elaborazioni KPMG Corporate Finance su dati Thomson Reuters (M&A completed, target)

Grafico 2 - Mercato mondiale M&A 2003-2013: numero operazioni completate per area geografica del target



Fonte: elaborazioni KPMG Corporate Finance su dati Thomson Reuters (M&A completed, target)

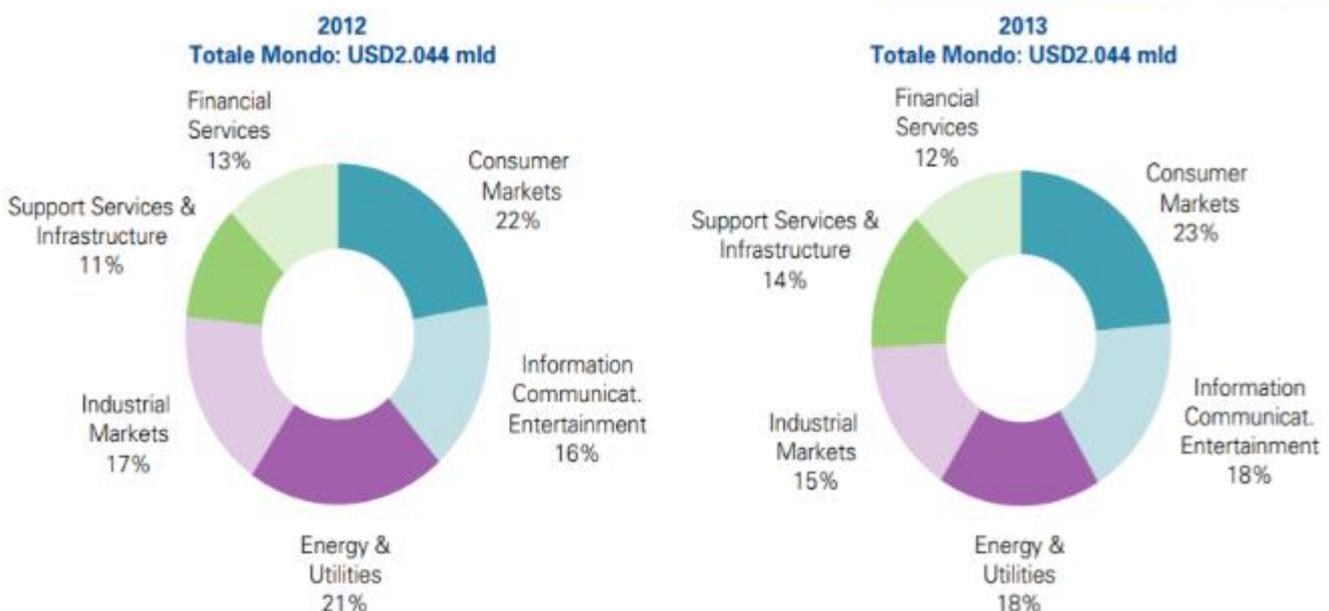
Nel 2013, il mercato mondiale delle fusioni e delle acquisizioni ha mantenuto una posizione “attendista”, consolidando l’attività sui livelli non esaltanti raggiunti l’anno precedente: il controvalore, infatti, si è attestato a USD 2.044 miliardi, in linea con l’anno precedente, mentre i volumi, in ulteriore lieve contrazione (- 4%), hanno pressoché eguagliato il dato del 2006, fermandosi a 27.387 operazioni completate.

A differenza dell’anno precedente, caratterizzato da una tendenza discontinua, nel 2013 l’andamento del mercato si è mantenuto alquanto lineare sia in termini di controvalore, attestatosi ad oltre 540 miliardi di dollari in tutti i trimestri, ad eccezione del terzo (poco meno di USD 400 miliardi), sia di numero di operazioni completate (intorno a 7.000 *deal* nei primi tre trimestri, scesi a 6.400 transazioni negli ultimi mesi dell’anno). I dati semestrali si sono invece mediamente mantenuti sui livelli registrati nel 2012.

Le operazioni di maggiori dimensioni sono concentrate principalmente nei comparti delle telecomunicazioni e tecnologie e nel farmaceutico, settori soggetti a rapidi cambiamenti e alle prese con innovazioni dirompenti, nei quali le aziende acquirenti sono disposte a pagare prezzi elevati per garantirsi crescita, nuove tecnologie, capacità di sviluppo di nuovi prodotti e copertura di mercato.

Quanto ai settori di appartenenza delle aziende *target*, nel 2013 si sono osservati risultati diversi rispetto a quelli emersi nel triennio precedente, così riassunti nel seguente grafico:

Grafico 3 - Mercato mondiale M&A 2012-2013 per macro settore di attività della società acquisita (target): peso % sul controvalore complessivo



Fonte: elaborazioni KPMG Corporate Finance su dati Thomson Reuters (M&A completed, target)

L’attività M&A che nel 2013 ha interessato investitori finanziari e *private equity* ha registrato un nuovo record di volumi: le 5.676 operazioni completate (+ 3%) hanno, infatti, superato la precedente soglia massima raggiunta nel 2012; al risultato raggiunto hanno positivamente contribuito gli investitori finanziari delle Americhe e dell’Asia. Questi dati confermano il ruolo attivo degli investitori finanziari e *private equity* nel mercato M&A mondiale.

A titolo illustrativo, si evidenziano tre operazioni, superiori a dieci miliardi di dollari, realizzate nel corso dell'anno negli Stati Uniti che hanno coinvolto società di *private equity*:

- ❖ “3G Capital Partners Ltd” e “Berkshire Hathaway Inc” di Warren Buffett hanno rilevato l'intero capitale di “H.J. Heinz Company”, storico marchio alimentare statunitense, per 23,5 miliardi di dollari;
- ❖ il fondo “Silver Lake Partners” ed il fondatore e CEO Michael Dell (tramite la controllata “Denali Intermediate Inc”) hanno promosso un *leveraged buyout* da USD 21,5 miliardi sull'86,6% del capitale di “Dell Inc”, al termine del quale le azioni del produttore di *personal computer* sono state delistate dal Nasdaq;
- ❖ “Lehman Brothers Holdings Inc” ha ceduto per 16,3 miliardi di dollari il *business* di “Archstone Enterprise LP”, composto principalmente da un portafoglio di immobili di alta qualità situati nei principali mercati statunitensi, alla *joint venture* costituita da “Equity Residential” (60%) e “AvalonBay Communities Inc” (40%), entrambi primari operatori specializzati nell'acquisizione, lo sviluppo e la gestione di immobili di prestigio.

Nella seguente tabella sono elencate le principali M&A mondiali del 2013:

Target	Nazione Target	Bidder	Nazione Bidder	Quota	Valore USD mld	Data
TNK-BP Ltd [®]	Russia	OAO Neftyanaya Kompaniya Rosneft	Russia	100,0%	53,9	21-03-13
Xstrata Plc	Svizzera	Glencore International Plc	Svizzera	65,9%	37,4	02-05-13
HJ Heinz Co	USA	Gruppo di investitori, comprendente Berkshire Hathaway Inc e 3G Capital Partners Ltd	USA	100,0%	23,5	07-06-13
Sprint Nextel Corp	USA	SoftBank Corp	Giappone	78,0%	21,6	10-07-13
Dell Inc	USA	Gruppo di investitori, comprendente Silver Lake Partners e Denali Intermediate Inc	USA	86,6%	21,5	29-10-13
Nexen Inc	Canada	CNOOC Canada Holding Ltd (Gruppo CNOOC China National Offshore Oil Corp)	Canada/ Cina	100,0%	19,1	25-02-13
Grupo Modelo SAB de CV	Messico	Anheuser-Busch Mexico Holding S de RL de CV	Messico	44,5%	18,0	04-06-13
NBCUniversal Media LLC	USA	Comcast Corp	USA	49,0%	16,7	19-03-13
Virgin Media Inc	USA	Liberty Global Inc	USA	100,0%	16,4	07-06-13
Archstone Enterprise LP	USA	Gruppo di investitori, comprendente Equity Residential e AvalonBay Communities Inc	USA	100,0%	16,3	27-02-13

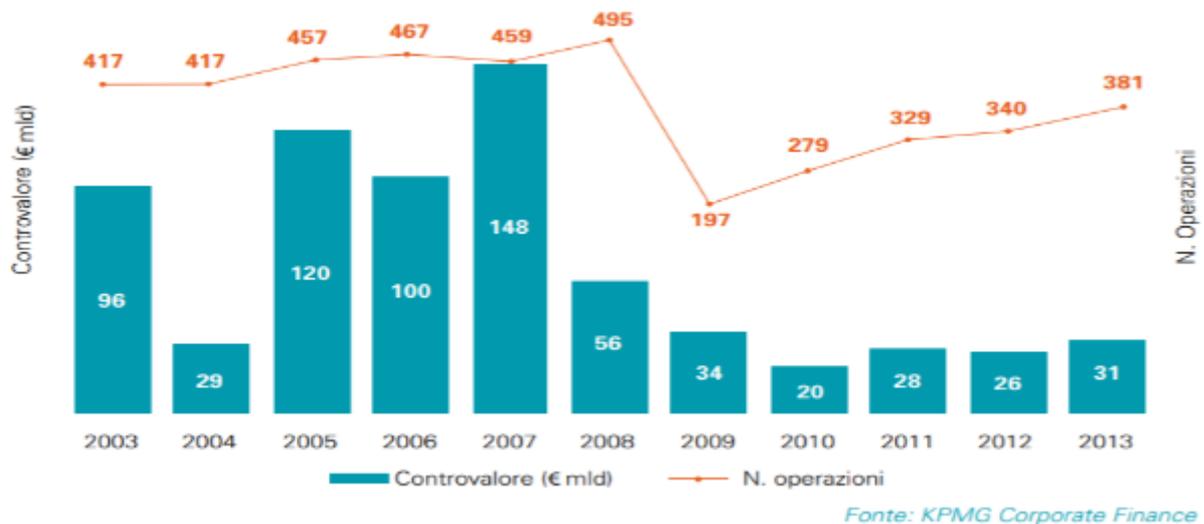
Fonte: KPMG Corporate Finance

Nel contesto nazionale, il migliorato quadro economico generale e le condizioni più favorevoli sui mercati finanziari europei hanno contribuito a rafforzare la fiducia degli operatori italiani e a ravvivare negli investitori stranieri l'interesse per il Paese.

Il mercato italiano delle M&A consolida i segnali di ripresa. Il 2013 si chiude con un aumento nel controvalore totale che si attesta a 31 miliardi di euro rispetto ai 26 del 2012 (+19%). In lieve crescita, anche, i volumi con 381 operazioni rispetto alle 340 dell'anno precedente.

In sintesi, come si evince dal seguente grafico, gli anni che intercorrono tra il crollo delle *Twin Towers* e la crisi finanziaria mondiale del 2008, hanno visto crescere il numero di operazioni di M&A in Italia, fino al controvalore record di 148 miliardi di euro nel 2007.

Grafico 9 – Mercato italiano M&A 2003-2013: controvalore e numero operazioni completate



“Nonostante un quadro ancora estremamente incerto, si intravede finalmente una prima inversione della tendenza. Il 2013 si è chiuso con controvalori e volumi più alti degli ultimi quattro anni. Gli operatori esteri sono tornati con convinzione ad investire nelle aziende italiane, mentre sul piano domestico si sono viste operazioni interessanti di aggregazione in grado di promuovere processi di consolidamento e di ristrutturazione nei settori a più elevato valore strategico per il sistema produttivo nazionale” afferma Maximilian Peter Fiani, Partner KPMG Corporate Finance.

Le operazioni M&A di tutte le fasce dimensionali sono state interessate da aumenti a doppie cifre sia in valore che in volume. Inoltre, il mercato italiano rimane comunque altamente frammentato: con un controvalore cumulato di € 16,2 miliardi, le prime dieci operazioni hanno contribuito ad oltre il 50% dell'intero mercato M&A.

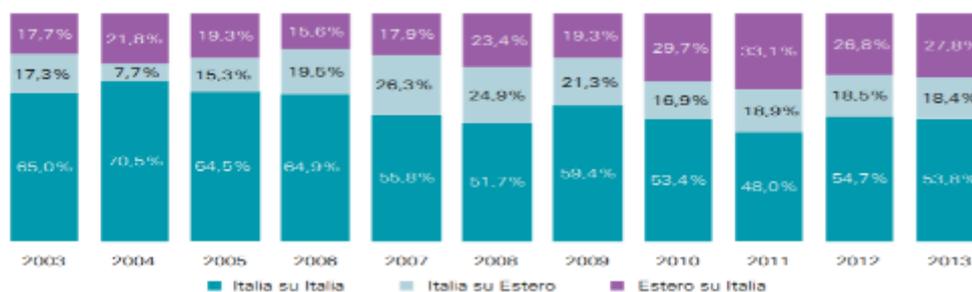
Dopo la battuta d'arresto del 2012, l'attività M&A *cross-border*, di cui si parlerà più dettagliatamente nel paragrafo successivo, ha ritrovato vigore grazie alla crescita registrata sia dalle transazioni Estero su Italia che dalle acquisizioni italiane all'Estero.

In termini di volumi si osserva che:

- il peso delle transazioni Italia su Italia rispetto al mercato complessivo rimane stabile rispetto al 2012 (54%) grazie a 205 operazioni completate (+ 10%);
- le acquisizioni Italia su Estero confermano il loro contributo all'attività M&A complessiva (il 18% del mercato con 70 operazioni, in crescita dell'11% sul dato 2012);

- le transazioni Estero su Italia completate, in crescita del 16% rispetto al 2012, contribuiscono al 28% dei volumi complessivi.

Grafico 10 - Mercato italiano M&A 2003-2013: breakdown operazioni in funzione della direzione dei deal (peso percentuale sui volumi complessivi)

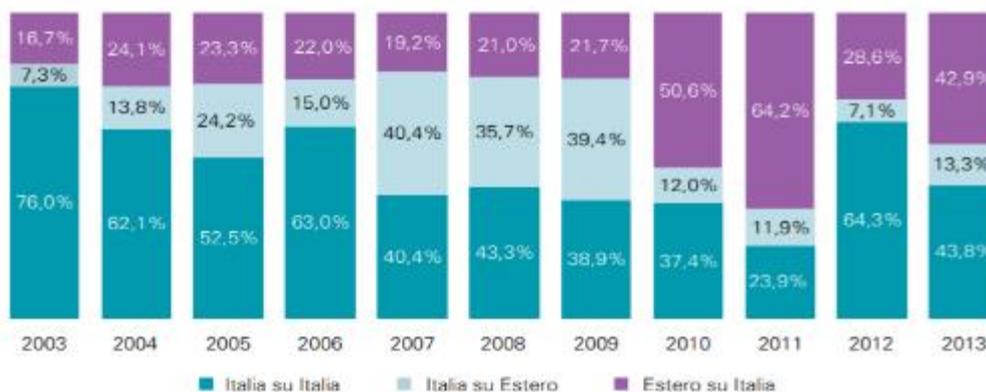


Fonte: KPMG Corporate Finance

Rispetto ai controvalori:

- le operazioni Italia su Italia scendono a € 13,6 miliardi (-18% rispetto all'anno precedente) tornando sui livelli rilevati nel 2009 e riducendo il loro contributo al 44% del mercato complessivo;
- le acquisizioni Italia su Estero guadagnano terreno, attestandosi al 13% dell'intero mercato grazie a valori più che raddoppiati (€ 4,1 miliardi, contro € 1,8 miliardi del 2012);
- i deal Estero su Italia crescono dell'81% rispetto all'anno precedente, raggiungendo 13,3 miliardi di euro, pari al 43% del mercato italiano totale.

Grafico 11- Mercato italiano M&A 2000-2013: breakdown controvalori in funzione della direzione dei deal (peso percentuale sui valori complessivi)



Fonte: KPMG Corporate Finance

Quindi, i dati rilevati esprimono una tendenza che vuole le aziende sempre più orientate a *target* al di fuori dei confini nazionali, per cui gli stranieri si rivelano maggiormente interessati alle imprese italiane, mentre gli italiani a quelle oltre confine; l'attività *cross-border* si sta confermando sempre di più come uno dei fattori distintivi del mercato M&A italiano, sia in entrata che in uscita.

La classifica delle prime dieci operazioni completate nel 2013, sintetizzata nella tabella sottostante, riacquista una forte connotazione transfrontaliera, con cinque operazioni Estero su Italia e due *deal* Italia su Estero.

Rispetto all'anno precedente, la classifica presenta una lieve contrazione in valore assoluto (-6% rispetto ai € 17,2 miliardi del 2012) e un significativo ridimensionamento in termini relativi; quest'ultima si presenta molto più equilibrata rispetto agli anni passati sia rispetto ai controvalori delle singole acquisizioni, sia rispetto ai settori di appartenenza delle aziende *target* rappresentati e alla direzione delle operazioni.

Tabella 9 – Mercato M&A Italia: le prime dieci operazioni completate nel 2013

Target	Naz. Target	Bidder	Naz. Bidder	Quota	Valore € mld	Cross border
ENI East Africa SpA (Gruppo ENI)	Italia	CNPC China National Petroleum Corporation	Cina	28,6%	3,2	✓
Gemina SpA	Italia	Atlantia SpA	Italia	100,0%	2,2	
Loro Piana SpA	Italia	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA	Francia	80,0%	2,0	✓
Avio SpA (divisione 'Military and civil engines')	Italia	General Electric Corporation	USA	100,0%	1,9	✓
Snam SpA	Italia	Mercato	Italia	11,7%	1,5	
Generali PPF Holding BV	Rep. Ceca	Assicurazioni Generali SpA	Italia	25,0%	1,3	✓
Cerved Group SpA	Italia	CVC Capital Partners	UK	100,0%	1,1	✓
CNH Global NV	Olanda	Fiat Industrial SpA	Italia	12,0%	1,1	✓
Impregilo SpA	Italia	Salini Costruttori SpA	Italia	62,3%	1,0	
EcoRodovias Infraestrutura e Logística SA (Gruppo Impregilo SpA)	Italia	Primav Construções e Comércio SA, BTG Pactual	Brasile	29,2%	0,9	✓
Controvalore prime 10 operazioni					16,2	
Controvalore totale delle operazioni M&A 2013					30,9	
% prime 10 operazioni su totale					52,5%	

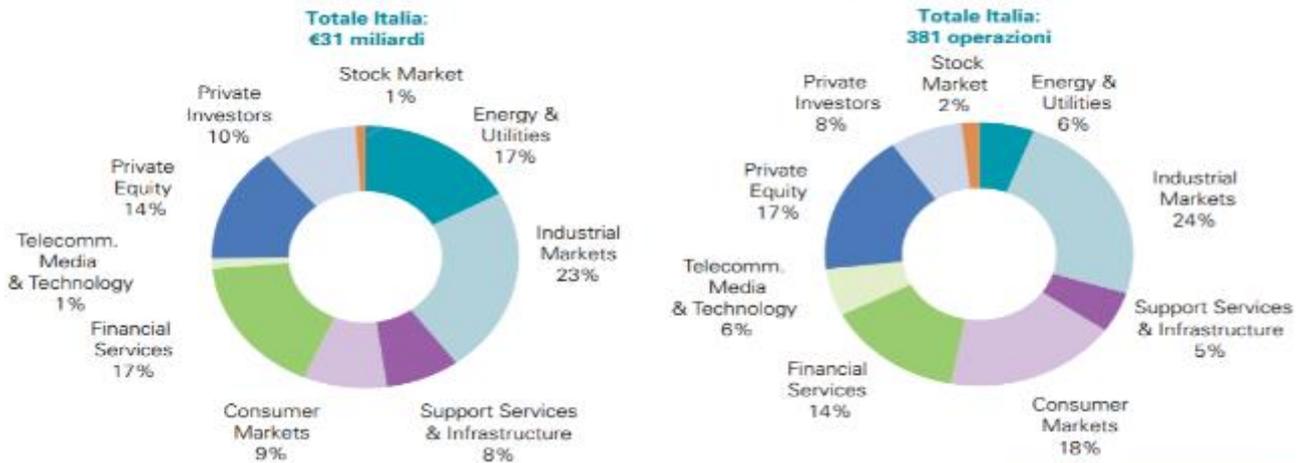
Fonte: KPMG Corporate Finance

Dalla tabella precedente emergono alcune tra le operazioni più rilevanti quali la cessione da parte di Eni di una quota pari al 28,6% della controllata “Eni East Africa S.p.A.” a “CNPC” (*China National Petroleum Corporation*) per 3,2 miliardi di euro e l'acquisizione dell'80% di “Loro Piana S.p.A.” da parte del gruppo francese “LVMH” (*Louis Vuitton Moët Hennessy*) per 2 miliardi di euro.

Infine, si presenta un'analisi delle operazioni concluse nel 2013 sulla base del macrosettore di appartenenza delle società acquirenti (*bidder*) e delle società acquisite (*target*).

Per quanto concerne il settore *bidder*, come mostrato nel grafico sottostante, l’“Industrial Markets” si pone al primo posto in classifica sia per controvalore (€ 7,2 miliardi), sia per volumi (90 operazioni completate). Al secondo posto, *ex aequo* con 5,3 miliardi di euro, pari al 17% dei valori complessivi, si trovano il comparto “Energy & Utilities” e i “Financial Services”.

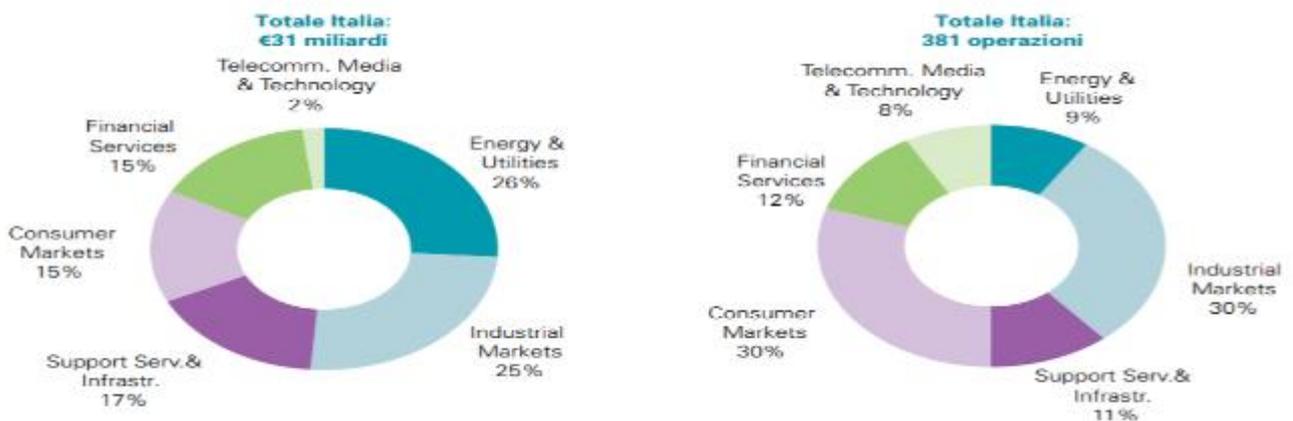
Grafico 14 - Mercato italiano M&A 2013: peso % del numero operazioni completate e del controvalore per macro settore di attività della società acquirente (bidder)



Fonte: KPMG Corporate Finance

L’analisi del settore *target* presenta delle differenze rispetto all’anno precedente. Primi *contributor* del mercato M&A italiano in termini di controvalore, sostanzialmente a pari merito, sono i settori “Energy & Utilities” e “Industrial Markets” (rispettivamente con € 8 e € 7,8 miliardi). Le acquisizioni aventi per oggetto società industriali hanno registrato, nel 2013, il maggior incremento in valore (oltre il 200%).

Grafico 16 – Mercato italiano M&A 2013: peso % del numero operazioni completate e del controvalore per macro settore di attività della società acquisita (target)

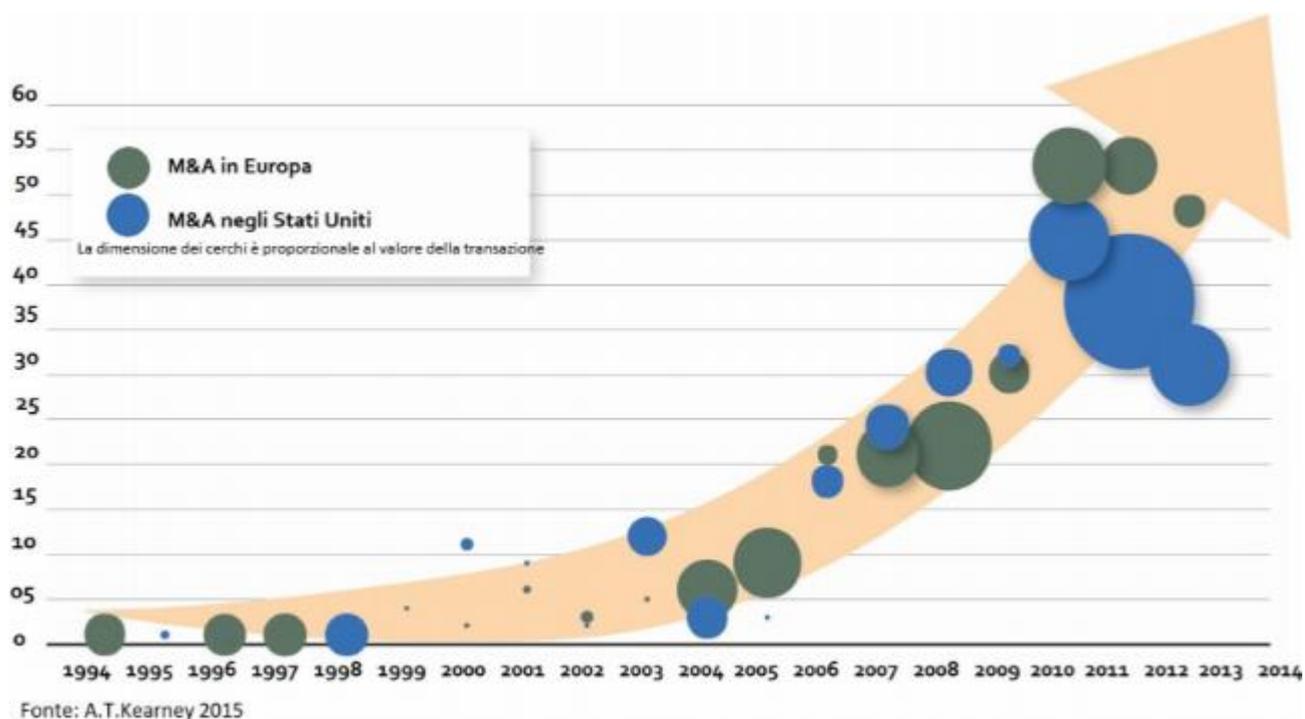


Fonte: KPMG Corporate Finance

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

Dall'analisi relativa al mercato globale delle M&A, si evince che, nonostante ancor oggi la maggior parte delle operazioni di fusione e acquisizione vengano concluse all'interno delle tre aree geografiche più industrializzate (Stati Uniti, Europa e Giappone), a partire dagli inizi del ventunesimo secolo, si è assistito ad un crescente manifestarsi di operazioni focalizzate all'interno dei paesi attualmente in crescita o in via di sviluppo. Affianco ai paesi del Sud America (come il Brasile) o dell'Est Europa (come la Russia), si stanno infatti affermando diverse potenze asiatiche, come la Cina, la Corea e l'India. Tali cambiamenti hanno fatto emergere un nuovo equilibrio mondiale caratterizzato da una pluralità di centri di potere economico che viene comunemente identificato come *multipolar world*. È proprio in questo contesto che l'attività *cross-border* M&A, di cui abbiamo già accennato in precedenza, ha assunto una rilevanza sempre maggiore.

“Si tratta di una tendenza positiva che sta interessando anche il nostro Paese“, afferma Paolo Sersale, responsabile della *practice* M&A dello studio legale “Clifford Chance” in Italia. “Di fronte ad un mercato interno che da tempo mostra segnali di debolezza, gli scambi internazionali sono la principale opportunità per tornare a crescere. In questo contesto, si sono visti e si vedranno investimenti esteri in Italia, anche da paesi emergenti che fino a poco fa erano oggetto di investimenti italiani, come Cina e Brasile. Altrettanto, le imprese italiane devono crescere all'estero per competere sullo scacchiere globale”. Riguardo all'acquisizione, da parte di operatori stranieri, di aziende storiche italiane Sersale conclude: “questo trend non deve preoccupare; anzi, la capacità di attirare investimenti internazionali è un segnale positivo per il Paese ed un volano per la crescita delle nostre imprese”. Nel seguente grafico sono rappresentate, a titolo illustrativo, le M&A cinesi in Europa e negli USA dal 1994 al 2014:



Le *cross-border* M&A possono essere definite come quelle “transazioni in cui *assets* di aziende che appartengono a paesi differenti sono combinate per dar vita ad una nuova entità legale.” Esse si configurano come investimenti diretti all'estero in quanto presuppongono l'intenzione dell'investitore di acquisire un significativo livello di influenza sulla gestione dell'impresa; quest'ultimo aspetto li distingue dagli investimenti di portafoglio che sono semplici partecipazioni finanziarie di soggetti non interessati alla gestione aziendale.

Esistono tre possibili scenari che riguardano il *cross-border* M&A:

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

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

Le motivazioni che stanno spingendo le imprese operanti in un determinato mercato a realizzare operazioni di M&A in paesi differenti possono essere di natura macroeconomica (la crescita e l'importanza assunta dai paesi in via di sviluppo), microeconomica (il ruolo sempre più attivo dei *private equity* e degli *institutional investors* nel campo economico) e strategica (l'importanza di sfruttare e possedere specifiche conoscenze tecnologiche e informatiche).

Il concetto di *cross-border* M&A è strettamente correlato con le strategie di internazionalizzazione, finalizzate a beneficiare dei vantaggi ottenibili operando in Paesi terzi.

Inoltre, le differenze culturali, se gestite in modo efficace, possono essere trasformate in vantaggi competitivi che, una volta radicati nella nuova organizzazione, generano sinergie; anzi proprio in virtù di queste prevedibili differenze, i manager delle aziende acquisite tendono a resistere al cambiamento e alla perdita di autonomia in misura minore.

Il processo di integrazione, tuttavia, non consiste nella mera fusione di due culture in una sola, ma prevede la creazione di un ambiente in cui gli individui siano disposti a lavorare insieme, in un clima di accettazione e rispetto reciproco.

1.5 Tecniche particolari di acquisto

Fino adesso abbiamo descritto come le fusioni e le acquisizioni consentano alle imprese di cambiare la proprietà e il management e come spesso impongano mutamenti fondamentali nella strategia aziendale; tuttavia, questo non è l'unico modo in cui la struttura proprietaria di un'impresa può essere modificata. In questo paragrafo esamineremo altre tecniche assoggettate alla disciplina delle M&A tra cui il *leveraged buyout* (LBO), l'offerta pubblica di acquisto (OPA), l'offerta pubblica di acquisto e scambio (OPAS) e la *proxy fight*.

Il *leveraged buyout*, figura di origine anglo-americana, costituisce una tecnica particolare di ristrutturazione industriale e significa letteralmente acquisizione attraverso debito. In sostanza, tale procedura consiste in una complessa serie di operazioni giuridiche e finanziarie volte all'acquisizione del controllo di una società *target* da parte di un'altra società, generalmente costituita per l'occasione (*newco*), mediante il ricorso al capitale di credito e all'indebitamento (*leveraged*) della stessa società acquisita.

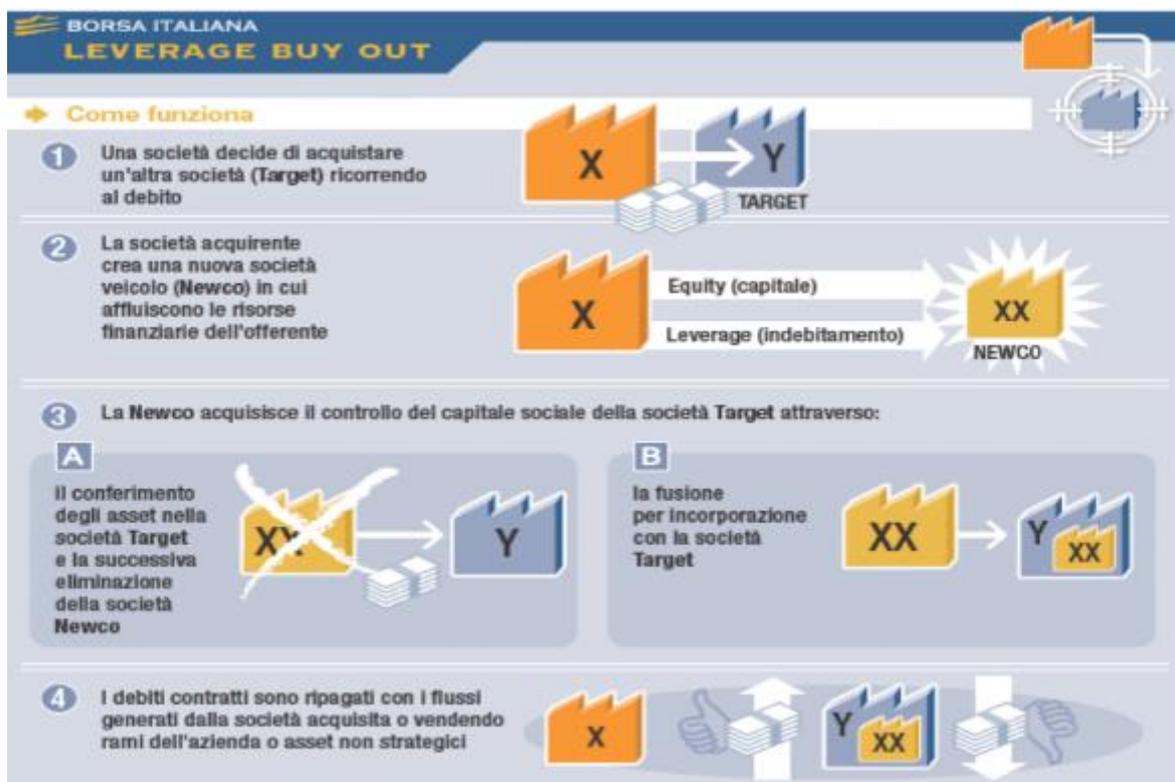
L'iniziativa dell'acquisto è spesso assunta dagli stessi dirigenti della società *target*, e in tali casi si tratta di *Management buyout* (MBO); in altri casi, però, a promuovere offerte di questo tipo sono gli investitori istituzionali, tipicamente fondi di *private equity* o di *venture capital*.

Nello specifico, il *leveraged buyout* prevede la creazione di una nuova società (*newco*), che, assume il ruolo di società "veicolo", atta a consentire l'operazione; nella *newco* affluiscono le risorse finanziarie dell'offerente, ossia *equity* ed indebitamento. In seguito, quest'ultima procede all'incorporazione della società *target*, acquisendone l'intero patrimonio, che si sostituisce alle quote o alle azioni destinate ad essere annullate dopo la fusione, con la conseguenza di far gravare l'indebitamento sul patrimonio della società bersaglio, ormai confuso con quello della controllante; il debito contratto per l'acquisizione viene ripagato con i flussi generati dalla società acquisita o con il ricavato dell'alienazione di alcuni rami aziendali non strategici della *target*.

Una condizione essenziale è che la società *target* sia in grado di produrre flussi di cassa elevati e stabili nel tempo; inoltre, poiché l'operazione sfrutta in misura notevole l'effetto di leva finanziaria, si richiede che i tassi di interesse sul mercato restino su livelli non elevati.

Fino al 2003 il *leveraged buyout* non era consentito in base all'articolo 2358 del Codice civile che proibiva di accordare prestiti o fornire garanzie per consentire l'acquisto di azioni proprie (c.d. "divieto di assistenza finanziaria"). La "riforma Vietti" del diritto societario del 2004 ha eliminato ogni incertezza riconoscendo la liceità del LBO in presenza di alcune condizioni e obblighi informativi imposti alla procedura tra cui la predisposizione di un'articolata relazione da parte degli amministratori.

Nel seguente schema sono sintetizzate le tipiche fasi di un'operazione di *leveraged buyout*:



Fonte: Borsa Italiana

L'offerta pubblica di acquisto (OPA) è un'offerta di acquisto di azioni rivolta direttamente agli *shareholders* della società obiettivo; si tratta, sostanzialmente, di un invito a disinvestire e ad essere liquidati, indirizzato a chi possiede azioni dell'azienda *target* da parte di chi vorrebbe entrarne in possesso. È un'operazione possibile quando il capitale di una società è assai frazionato, tanto che possa considerarsi diffuso tra il pubblico in misura rilevante; riguarda principalmente titoli quotati ed è quindi sottoposta alla vigilanza della Consob.

L'offerta, finalizzata ad ottenere il controllo della società *target*, è irrevocabile, va supportata da un'ampia documentazione informativa ed è valida per un periodo di tempo che va dai 15 ai 25 giorni, o dai 15 ai 40 giorni a seconda del tipo di offerta.

Vi sono due tipologie di OPA:

- **Obbligatoria** (articolo 106, 1° comma, TUF): va estesa alla totalità dei soci sulla totalità dei titoli, se si è pervenuti a detenere una partecipazione superiore al 30% del capitale e a disporre di una quota di diritti di voto superiore al 30% della totalità dei medesimi; secondo la *passivity rule* la società *target* non può attuare misure difensive per limitare offerte e scalate esterne. L'offerta deve essere promossa entro venti giorni ad un prezzo non inferiore al prezzo più elevato pagato per gli stessi titoli dall'offerente nei dodici mesi antecedenti alla comunicazione;
- **Volontaria** (articolo 107, 1° comma, TUF): è proposta esclusivamente da un soggetto che intende acquistare almeno il 60% delle azioni ordinarie di una società.

Inoltre, l'OPA è consensuale quando il consiglio di amministrazione della società *target* si pronuncia favorevolmente all'offerta stessa, mentre si ha un'OPA ostile, quando il CdA della società da scalare è contrario all'offerta.

La predisposizione di una specifica disciplina delle offerte pubbliche di acquisto è avvenuta con la legge del 18 febbraio 1992, n.149, cui è seguita la riforma operata dal TUF del 1998, incentrata su alcuni principi fondamentali: la protezione degli interessi degli azionisti di minoranza, la contendibilità delle società quotate, la trasparenza delle operazioni di acquisto del controllo, la necessità del loro transito in borsa e la parità di trattamento di tutti gli azionisti della società *target*.

L'offerta pubblica di acquisto e scambio (OPAS) è un'acquisizione realizzata in borsa in cui il corrispettivo, a differenza dell'OPA, è costituito in parte da denaro e in parte da titoli.

Infine, la *proxy fight* è la “battaglia” attraverso la quale una società tenta di acquisire il controllo di un'altra raccogliendo dagli azionisti esistenti il numero di deleghe necessario per avere in assemblea la maggioranza dei diritti di voto; infatti, come è ben noto, in un'assemblea di azionisti possono votare la sfiducia o il rinnovo ad un CdA i presenti in sala in proprio o per delega (ex art. 2372, 1° comma, c.c.). La delega deve essere conferita per iscritto ed è sempre revocabile. In una *proxy fight*, gli azionisti dissidenti cercano di raccogliere sufficienti deleghe per eleggere i propri candidati nel CdA al fine di cambiare la politica aziendale.

Molte “battaglie delle deleghe” vengono promosse dai più influenti azionisti insoddisfatti della gestione corrente; in altri casi, una *proxy fight* può costituire il preludio alla fusione di due imprese (come vedremo in seguito nell'analisi del caso aziendale Salini-Impregilo) in quanto i promotori ritengono che un nuovo CdA possa apprezzare meglio i vantaggi dell'integrazione fra due aziende.

Le *proxy fight* sono molto costose e difficili da vincere; coloro che le promuovono devono utilizzare il proprio denaro, mentre il management può impiegare i fondi e i canali di comunicazione societari per difendersi di fronte agli *shareholders*.

Dagli studi di O.Faley, professore di finanza alla Northeastern University di Boston, è emerso che le aziende soggette a *proxy fight* possiedono il 23% in più di disponibilità liquide rispetto a imprese comparabili; questo dipende dal fatto che l'eccesso di liquidità è fonte di importanti problemi di agenzia. L'analisi evidenzia che i valori di cassa diminuiscono notevolmente in seguito ad una *proxy fight* poiché quest'ultima comporta un aumento delle distribuzioni di liquidità agli azionisti.

1.6 Le fasi di un'operazione di M&A

Le operazioni di M&A non costituiscono un evento ma piuttosto un processo che può essere definito come quel “complesso di decisioni ed attività finalizzate alla realizzazione di un'operazione di finanza straordinaria”; esso inizia nel momento in cui un potenziale investitore decide di effettuare un'acquisizione e termina con il perfezionamento dell'accordo con la controparte.

Un aspetto fondamentale di un'operazione di M&A è il relativo periodo preparatorio; tanto più questo è lungo e impegnativo quanto più l'operazione si presenta difficile e complessa. Un'acquisizione che voglia avere successo deve innanzitutto ricevere un'adeguata pianificazione strategica. L'analisi comporta una riflessione accurata sugli obiettivi da raggiungere e sulla decisione che sia più coerente con essi, al fine di ottenere la creazione del massimo valore possibile; a tal proposito, è fondamentale la consapevolezza e la valutazione delle competenze distintive di cui si dispone.

In una prima fase, quindi, particolarmente significativa è l'analisi strategica ove si indagano le motivazioni sottostanti l'acquisizione e gli obiettivi prefissati. A tal proposito, come vedremo in seguito nell'analisi del caso aziendale, si rende necessaria la stesura di un solido *Business Plan* che, partendo da una *vision* e da una *mission*, definisce e pianifica la direzione che l'azienda intende prendere nel futuro (tra 3 e 5 anni), stabilendo i mezzi e i vantaggi competitivi da sfruttare per raggiungere i risultati nei tempi previsti. A conclusione di questo processo preparatorio vi è l'attività di ricerca ed individuazione di controparti potenzialmente interessate all'operazione (c.d. *targeting*), che viene svolta attraverso i criteri di selezione dettati dal cliente, l'esperienza del soggetto incaricato dell'operazione (*advisor*) e ulteriori risorse personali interne.

La seconda fase consiste in un'attività di selezione e valutazione in cui assumono particolare rilievo:

- ✓ Il *blind profile*: scheda anonima inviata alle aziende *target*, individuate nella fase precedente, per descrivere le opportunità in questione unitamente ad un accordo di riservatezza da sottoscrivere;
- ✓ Il *selling memorandum*: documento informativo rivolto alle aziende *target* che hanno espresso un interesse alla prospettata operazione e rappresenta la prima introduzione del potenziale acquirente alla società;
- ✓ L'offerta non vincolante: i cui principali contenuti sono:
 - Struttura del *deal*;
 - Prezzo;
 - Modalità di pagamento;
 - Garanzie;
 - *Due diligence*.

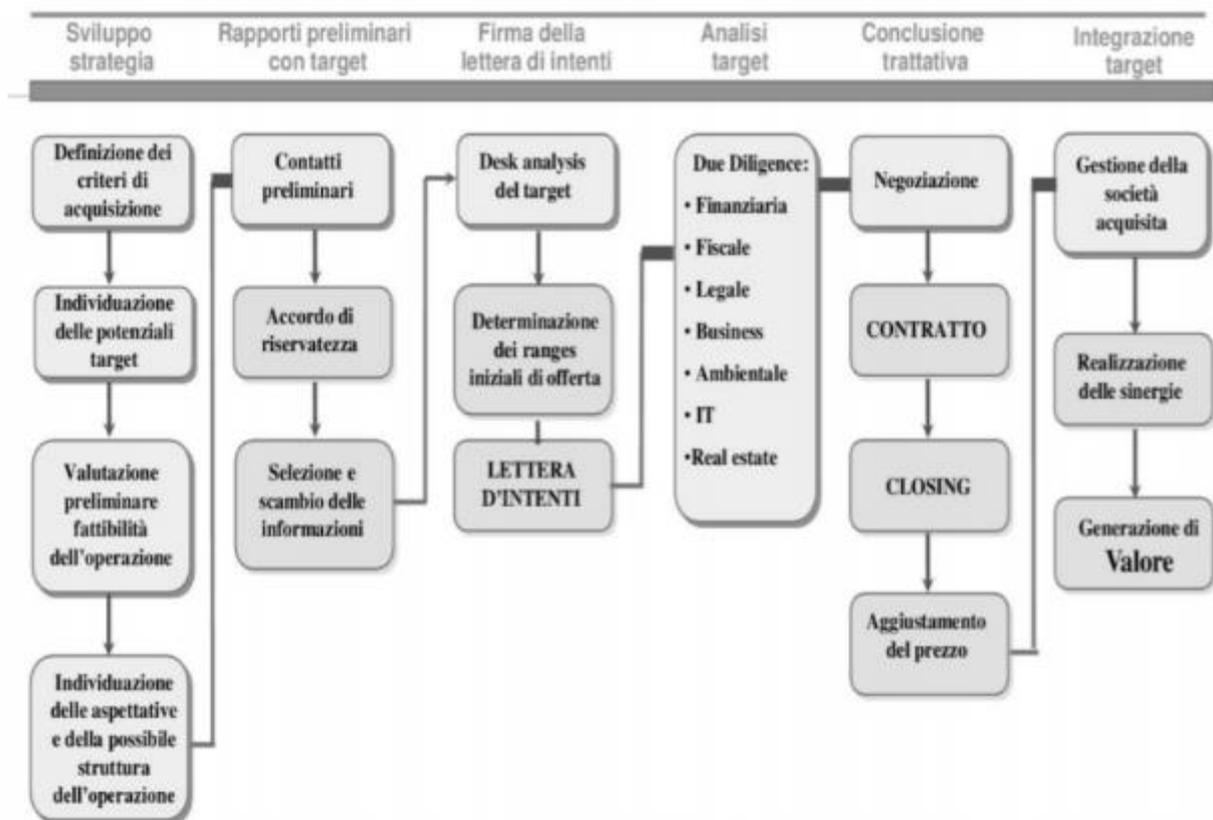
La fase successiva è dedicata alla negoziazione, dove entrano in gioco l'abilità negoziale, la forza contrattuale, la capacità di effettuare stime attendibili del valore dell'azienda obiettivo ed il contributo sostanziale di consulenti e professionisti esterni.

Dalla fase di negoziazione, la più critica dell'intero processo, si passa, in caso di successo, all'offerta vincolante; essa è contenuta in un documento dove viene sancito l'impegno vincolante dell'acquirente ad acquisire l'azienda *target*. In seguito, avviene la definizione e la formalizzazione del contratto di compravendita (*closing*).

Infine, assume particolare rilievo l'ultima fase quella relativa all'integrazione post operazione, fondamentale per far emergere il valore delle sinergie derivanti dall'unione; è un processo faticoso che richiede dedizione, tempo ed energie oltre che il coinvolgimento del management di entrambe le aziende in questione. I fattori critici di questa fase sono la capacità organizzativa, la leadership e la cultura prevalente.

Per cui, concludendo, o l'integrazione diventa uno degli imperativi strategici dell'acquirente e si identificano uno o più "paladini" del processo, che spingono per portare a compimento l'unione con l'azienda acquisita, oppure il rischio di aver svolto un bellissimo quanto poco proficuo esercizio di stile risulta assai elevato. Questa fase verrà trattata approfonditamente nel capitolo successivo.

Si riporta, nel grafico sottostante, una sintesi delle principali fasi di un'operazione di M&A:



Fonte: Slide di Operazioni di Finanza Straordinaria, Prof.A. Pansa, Anno: 2017/2018.

1.7 La *due diligence*

Le operazioni di M&A sono caratterizzate da un'asimmetria informativa tra le parti, per far fronte alla quale è opportuno che i soggetti svolgano un'adeguata *due diligence*. Infatti, da un lato, chi vende conosce il proprio *business*, i propri punti di forza e di debolezza, e durante una transazione può essere incentivato ad esaltare i primi e a tralasciare i secondi; dall'altro lato, chi si appresta ad assumere il controllo di una nuova realtà aziendale deve essere confidente sia di avere fatto una scelta strategica corretta, sia di conoscere realmente l'azienda che sta comprando.

La *due diligence* (letteralmente “dovuta diligenza”) è un concetto che deriva dal diritto privato e commerciale americano. Negli Stati Uniti negli anni '30, infatti, il *Securities Act* disciplinava quali indicazioni dovessero fornire i possessori di azioni e titoli per poter vendere il proprio prodotto. A tal proposito, si richiedeva un rapporto di autorizzazione presso la *Security and Exchange Commission*; gli esaminatori di tale commissione venivano perseguiti penalmente laddove gli investitori avessero perso denaro per il fatto che i venditori avessero intenzionalmente fornito informazioni false in un rapporto; per proteggersi, i responsabili dovevano certificare di aver condotto la verifica con la dovuta diligenza.

In particolare, si tratta di un accurato processo di verifica e controllo sulla società *target*, finalizzato a valutare l'effettiva convenienza dell'affare nonché ad individuare le potenzialità e i rischi connessi; tramite le informazioni raccolte durante la *due diligence* è, quindi, possibile valutare se l'operazione sia fattibile o se esistano elementi di criticità che la sconsigliano.

Tali operazioni di verifica vengono condotte da parte di soggetti tecnici, ovvero studi legali d'affari, studi commercialisti o società di consulenza; la società *target*, costantemente informata sull'andamento del processo, dovrà rendersi disponibile a consegnare tutte le documentazioni che verranno richieste dagli incaricati.

In particolare, la *due diligence list* consiste in un mero elenco degli argomenti e delle aree di indagine sui cui la società obiettivo dovrà provvedere a fornire tutte le informazioni richieste. Tale documento non va confuso con le *due diligence check list* che rappresentano le linee guida per la completezza delle verifiche, in quanto individuano per macroaree aziendali tutte le questioni che dovranno essere oggetto di verifica.

Il processo di *due diligence* ha molteplici finalità:

- Verificare specifici aspetti della società *target* (affidabilità, solidità, prospettive di sviluppo) al fine di limitare ogni possibile criticità;
- Chiarire lo sviluppo aziendale una volta realizzata l'operazione;
- Conoscere le persone chiave e le dinamiche dell'azienda *target*;
- Analizzare il mercato potenziale;
- Esaminare i rapporti contrattuali in corso, l'attendibilità dei bilanci, la regolarità della documentazione e la legalità degli atti.

I suoi risultati avranno influenza anche sul prezzo che verrà definitivamente pattuito e potrebbero prevedere particolari clausole di garanzia.

Vi sono tre tipologie di *due diligence*:

- ❖ *Full due diligence*: effettua un'analisi esaustiva di tutte le possibili criticità riguardanti l'azienda oggetto delle verifiche; richiede tempi lunghi e ha costi molto elevati;
- ❖ *Limited due diligence*: l'indagine si focalizza solo sulle aree aziendali ritenute meritevoli di maggiore attenzione; ha costi ridotti;
- ❖ *Data room due diligence*: fissa un punto di raccolta della documentazione della società *target* esterno alla stessa. Tutte le documentazioni vengono messe a disposizione dei professionisti incaricati e restano in visione per un periodo non superiore ai cinque giorni; coloro che accedono alla *data room* devono prima garantire di non diffondere in alcun modo i dati che acquisiscono.

In funzione dell'oggetto dell'indagine, invece, la *due diligence* può essere:

- ✓ Legale: volta a verificare la conformità normativa di tutti gli adempimenti contrattuali, amministrativi e societari dell'azienda *target*;
- ✓ Fiscale: finalizzata ad indagare gli aspetti meramente tributari-fiscali e la presenza di eventuali contenziosi in essere e passività non previste;
- ✓ Di mercato (o *business due diligence*): analizza il posizionamento dell'impresa obiettivo nel suo specifico mercato di riferimento permettendo di valutare i relativi risultati con il *Business Plan* della stessa;
- ✓ Ambientale: individua, da un lato, il potenziale impatto ambientale che l'attività svolta dall'impresa può avere, e, dall'altro, le caratteristiche dell'area territoriale nella quale l'azienda stessa opera.

Il costo di una *due diligence*, salvo diversi accordi, è sostenuto dalla parte che l'ha commissionata e dipende da numerose variabili, che a loro volta si presentano in modo differente in ogni specifica situazione; tra queste, l'aspetto negoziale costituisce il principale fattore in grado di influenzarne il costo.

Per estrinsecare appieno i suoi possibili benefici e aggiornarsi alla crescente complessità dei fenomeni economici, l'attività di *due diligence* si è ampliata in termini di copertura del processo d'acquisizione, aggiungendo alle tradizionali verifiche precontrattuali nuove indagini condotte sin dagli albori del possibile *deal*, come pure altre che si concretizzano immediatamente dopo il *closing* dell'investimento, come supporto alla gestione dell'integrazione.

Per concludere, si può affermare con certezza che il segreto del successo di una *due diligence* è il coordinamento e l'integrazione del *team*, in quanto consentono di accelerare il processo, massimizzare l'efficienza e sviluppare una sinergia informativa.

1.8 I protagonisti del settore M&A

Ad oltre dodici anni dal fallimento di “Lehman Brothers”, che rappresenta per molti versi l’icona della grave crisi economico-finanziaria, sebbene sia stata preceduta dallo scoppio della bolla immobiliare sui mutui *subprime* negli USA, il settore delle M&A sta attraversando ancora una fase molto difficile.

Oltre agli intermediari bancari, finanziari e assicurativi che mediante le attività di fusione e acquisizione perseguono lo sviluppo delle proprie strategie di crescita dimensionale per linee esterne, i protagonisti del settore M&A possono essere raggruppati in due macrocategorie: i *private equity* e i *corporates*.

Con riferimento ai *private equity*, l’attività di investimento da parte dei fondi nel settore finanziario ha registrato un vero e proprio crollo. Un tale picco negativo del mercato non si era visto neppure dopo la crisi del 2001-2002, che aveva colpito pesantemente tutte le attività di *private equity* e di *venture capital*. Gli operatori, al fine di fronteggiare questo grave stato di crisi, si sono negli ultimi anni concentrati sulla razionalizzazione del proprio portafoglio partecipazioni, con attività di ristrutturazioni sia industriali che finanziarie, le quali hanno determinato successive operazioni di *distressed M&A*, quando cioè una società viene “venduta a pezzi” oppure quando viene venduto il *business* direttamente da una procedura concorsuale con il beneplacito degli organi di vigilanza del settore finanziario (Banca d’Italia, Consob e IVASS). Questo “*distressed*” è in realtà il segmento più vivace dell’M&A in quanto, anche sotto la spinta dei significativi cambiamenti regolamentari in atto, indotti dalla necessità dei *regulators* di fornire una risposta alla crisi, il settore finanziario vive una fase di profondo riassetto.

Parallelamente, i gestori dei fondi di *private equity* si trovano a fronteggiare le richieste provenienti dagli investitori (i c.d. *limited partners*); ciò comporta la necessità di trovare delle soluzioni che non siano estremamente penalizzanti né per gli investitori né per i gestori del fondo (i c.d. *general partners*) e che siano conformi a quanto previsto dal regolamento di gestione dei fondi di *private equity*. Sono pertanto allo studio soluzioni di “riduzione proporzionale” degli impegni assunti che possano rappresentare un punto di equilibrio tra i diversi interessi in gioco. La rivisitazione degli accordi presi in epoca antecedente alla crisi interessa anche l’area delle *management fees* e *transactions fees* del fondo: ciò anche alla luce dei significativi *write-offs* (svalutazioni degli investimenti) che si sono resi necessari negli ultimi anni.

Oltre agli operatori di *private equity*, sono attivi i cosiddetti *corporates* i quali, rispetto ai *private equity*, sono i primi a muoversi sul mercato e si ritiene, pertanto, che saranno proprio i *corporates* a tornare protagonisti sull’onda della liquidità che le banche centrali stanno immettendo nel sistema economico-finanziario.

1.9 Aspetti contabili

Gli adempimenti contabili da assolvere relativamente alle operazioni di M&A variano a seconda si tratti di fusioni o acquisizioni. Nel seguente capitolo sono trattati gli aspetti contabili riferiti, dapprima, alle fusioni e, in seguito, alle acquisizioni.

FUSIONI

Contabilmente la fusione presenta numerose problematiche valutative poiché si caratterizza per l'unione tra società differenti o l'incorporazione di una o più società in un'altra; tale aspetto genera la necessità di trasferire tutte le attività e le passività delle società fuse o incorporate nello stato patrimoniale della nuova società o in quello dell'incorporante. Inoltre, il Legislatore ha imposto alcuni adempimenti contabili che integrano i documenti informativi e che devono essere redatti dagli amministratori delle società coinvolte nell'operazione.

Per quanto concerne il trasferimento delle attività e delle passività si distinguono due fasi. Nella prima fase si predisponde una situazione contabile di chiusura in corrispondenza della data da cui decorrono gli effetti giuridici della fusione e la conseguente estinzione delle società fuse o incorporate (anche nel caso di retrodatazione degli effetti contabili). In particolare, è necessario che:

- Gli amministratori delle società che partecipano alla fusione predispongano, con l'osservanza delle norme sul bilancio d'esercizio, una situazione patrimoniale di cui all'articolo 2501-*quater* del Codice civile; si tratta di un bilancio d'esercizio infrannuale, riferito ad una data non anteriore di oltre 120 giorni rispetto al giorno in cui il Progetto di fusione è depositato nella sede della società, che ha la funzione di aggiornare i saldi contabili rispetto ai valori emersi nell'ultimo bilancio approvato ma che non determina il rapporto di concambio;
- Si evidenzino, all'interno della situazione patrimoniale di cui al punto precedente, il capitale economico delle società partecipanti alla fusione;
- Si rediga il bilancio di chiusura delle società fuse o incorporate che include tutte le poste contabili rilevate fino alla data della fusione;
- Avvenga il trasferimento degli elementi patrimoniali attivi e passivi alla società incorporante o risultante dalla fusione.

Nella seconda fase, invece, si dà vita al nuovo complesso unificato e il bilancio di apertura viene redatto con riferimento al giorno successivo a quello in cui si verificano gli effetti reali indipendentemente dalla retrodatazione o meno degli effetti contabili. L'articolo 2504-*bis*, comma 4 del Codice civile prevede che “nel primo bilancio successivo alla fusione, le attività e le passività sono iscritte ai valori risultanti dalle scritture contabili alla data di efficacia della fusione medesima”, sancendo la “perfetta continuità contabile”.

Nel consolidare le poste contabili delle società partecipanti all'operazione, il bilancio iniziale di fusione rileva le cosiddette "differenze di fusione". Queste emergono quando non vi è coincidenza tra l'ammontare del patrimonio netto contabile (PNC) della società fusa o incorporata e l'ammontare della contropartita contabile che la società risultante o incorporante iscrive a fronte dell'acquisizione di detto patrimonio. Esistono due tipologie di differenze di fusione:

- 1) Differenze da annullamento: si verificano quando l'incorporante possiede una partecipazione nell'incorporata e derivano dalla differenza tra il valore della partecipazione, iscritto nell'attivo patrimoniale dell'incorporante, e il relativo patrimonio netto (PN) dell'incorporata trasferito all'incorporante. Si definisce "disavanzo da annullamento" la differenza positiva tra il valore contabile della partecipazione e la corrispondente frazione di patrimonio netto dell'incorporata; si definisce, invece, "avanzo da annullamento" la differenza negativa;
- 2) Differenze da concambio: emergono dalla differenza tra il valore dell'aumento di capitale sociale della società risultante dalla fusione o dell'incorporante e il patrimonio netto (PN) della società fusa o incorporata. Se il valore dell'aumento di capitale è maggiore del patrimonio netto allora si ha un "disavanzo da concambio", in caso contrario emerge un "avanzo da concambio".

L'articolo 2504-*bis* del Codice civile disciplina il trattamento contabile delle differenze di fusione che trova poi approfondimento tecnico operativo nell'OIC 4.

Il disavanzo da annullamento deve essere imputato, laddove si ritenga sia espressione di un plusvalore, agli elementi dell'attivo e del passivo delle società partecipanti alla fusione e per la differenza ad avviamento; se, invece, non trova giustificazioni economiche deve essere portato a decremento del patrimonio netto della società risultante dalla fusione o iscritto come costo nel suo conto economico. L'avanzo da annullamento deve essere iscritto in un'apposita riserva del patrimonio netto ("riserva da avanzo di fusione"), ovvero in un apposito fondo rischi nel caso in cui esso abbia la natura di oneri o perdite future.

Il disavanzo da concambio deve essere imputato alle attività come maggior valore dell'incorporata o fusa rispetto al suo patrimonio netto contabile. L'avanzo da concambio, invece, ha natura di sovrapprezzo azioni e deve essere iscritto in un'apposita riserva del patrimonio netto ("riserva da avanzo di fusione").

Relativamente alle differenze da concambio, si rende necessario trattare il tema del rapporto di cambio (o concambio); questo è definito all'interno del Progetto di fusione, redatto congiuntamente dagli amministratori delle società coinvolte, i quali illustrano i relativi criteri di calcolo e le eventuali problematiche riscontrate. Il rapporto di cambio serve a determinare il numero di azioni della società incorporante o risultante dalla fusione da assegnare ai soci delle società incorporate o fuse, in cambio del patrimonio aziendale confluito. Naturalmente, il rapporto deve esser tale per cui, a fusione avvenuta, i vecchi soci devono detenere una partecipazione nella società incorporante o risultante dalla fusione che abbia un valore economico pari alla partecipazione prima detenuta nella società incorporata o fusa.

Il rapporto di cambio è pari al rapporto tra il valore economico e il numero di azioni delle società incorporate o fuse e il valore economico e il numero di azioni della società incorporante o risultante dalla fusione. Il risultato finale consiste nel numero di azioni che la società incorporante o quella risultante dalla fusione deve emettere rispettivamente per ogni azione della incorporata o fusa, che per effetto della fusione erano state annullate.

Nel caso in cui la società incorporante o risultante dalla fusione rientri nell'ambito di applicazione dei principi contabili internazionali emanati dallo IASB (*International Accounting Standards Board*), la fusione dovrà essere contabilizzata anche in base a questi principi; il principio contabile internazionale che regola la fusione è quello contenuto nel IFRS (*International Financial Reporting Standards*) n. 3 emanato nel gennaio 2008.

L'IFRS 3 disciplina le "aggregazioni aziendali" (o *business combinations*) intese come "operazioni o altri eventi in cui un acquirente acquisisce il controllo di una o più attività aziendali, indipendentemente dalla modalità con cui tali operazioni vengono attuate". Secondo tale principio, per attività aziendale si intende "il complesso di fattori di produzione e processi applicati a tali fattori che sono in grado di creare produzione".

Rientrano nelle "aggregazioni aziendali" tutte quelle operazioni in cui si realizza un'acquisizione che implichi il trasferimento del controllo, ossia acquisizioni, fusioni, scissioni e conferimenti di azienda; al contrario, non rientrano nell'ambito di applicazione dell'IFRS 3 le operazioni che avvengono tra soggetti sotto controllo comune (*entities under common control*) o che creano una *joint venture*, in cui c'è un controllo condiviso, e le compravendite di un gruppo di attività che non presentano i connotati dell'attività aziendale.

L'IFRS 3 ha eliminato la possibilità di optare per il metodo di contabilizzazione denominato "*pooling of interests*", introducendo così un modello unico; infatti, tutte le operazioni di aggregazione aziendale devono essere contabilizzate con il "metodo dell'acquisizione" (*acquisition method*). Tale metodo considera la *business combination* dal punto di vista dell'acquirente, ossia dell'entità aggregante che ottiene il controllo sul *business* oggetto di acquisizione. Alla data di acquisizione, l'acquirente deve rilevare tutte le attività acquisite e le passività assunte (incluse quelle potenziali) ai rispettivi *fair value* (valore intrinseco di un'attività reale o finanziaria); inoltre, è necessario iscrivere l'eventuale avviamento, costituito dalla differenza tra il corrispettivo trasferito e il *fair value* delle attività e passività, che, invece di essere ammortizzato, viene successivamente sottoposto ad una verifica (*impairment test* ai sensi dello IAS 36) per valutarne la congruità del valore. L'eventuale avviamento negativo (*badwill*) deve essere immediatamente rilevato a conto economico.

L'IFRS 3 prevede determinati criteri di identificazione delle attività e delle passività:

- Per le attività diverse da quelle immateriali: probabilità di benefici economici futuri e determinazione attendibile del *fair value*;
- Per le passività diverse da quelle potenziali: probabilità del deflusso dei benefici economici e determinazione attendibile del *fair value*;
- Per le passività potenziali e le attività immateriali: determinazione attendibile del *fair value*.

La contabilizzazione della fusione assume determinati tratti distintivi a seconda si tratti di fusione per incorporazione con o senza concambio o fusione per unione.

Nella fusione per incorporazione con concambio, dove non vi sia la partecipazione dell'incorporante (o sia inferiore al 100%), quest'ultimo rileva al loro *fair value* le attività e passività acquisite e l'avviamento, nel caso in cui il *fair value* delle azioni emesse a favore dei soci dell'incorporata sia superiore al *fair value* delle attività nette; nell'incorporazione senza concambio, invece, quando la partecipazione sia pari al 100%, si fa una distinzione temporale tra il momento di acquisto del pacchetto azionario (antecedente) e quello della fusione (successivo). L'IFRS 3 fa riferimento esclusivamente al primo momento.

Per quanto concerne la fusione per unione, si individua il soggetto acquirente che di solito corrisponde all'entità cui spetta la maggioranza del capitale del complesso. Il trasferimento delle attività e passività delle società fuse dovrà essere contabilizzato nel complesso unificato sulla base del *fair value* del corrispettivo ricevuto, garantendo così la continuità contabile in capo al soggetto maggioritario.

ACQUISIZIONI

I profili contabili dell'acquisizione sono, in linea generale, più semplici di quelli relativi alla fusione. Come anticipato, tale operazione realizza il trasferimento di un complesso di beni e di rapporti giuridici attivi e passivi dal cedente al cessionario imponendo, alla data in cui si realizza la cessione, precisi e differenti adempimenti contabili. Inoltre, solitamente, l'atto di cessione è preceduto dalla stipula di un contratto preliminare, mediante il quale le parti contraenti si obbligano a concludere il contratto definitivo, e ove talvolta si prevede la dazione di una caparra o di un acconto sul prezzo pattuito.

La rilevazione contabile dell'acquisizione comporta adempimenti sia in capo al cedente che al cessionario.

Il cedente è tenuto ad effettuare le opportune scritture di assestamento in modo da imputare i costi e i ricavi della frazione di esercizio antecedente alla data di cessione (ad esempio quote di ammortamento di pertinenza, accantonamento al fondo TFR, debiti per fatture da ricevere, ratei e risconti attivi e passivi) secondo il principio di competenza economica. Con tali rettifiche, pertanto, il cedente determina (alla data di trasferimento) il valore del patrimonio netto dell'azienda ceduta, utile anche al perito nominato generalmente dal cedente per determinare il valore economico. In seguito, dovrà procedere con lo storno delle attività e delle passività oggetto di cessione a fronte del corrispettivo. Il valore del corrispettivo (denaro o altri beni) corrisposto dall'acquirente è generalmente differente dal valore patrimoniale dell'azienda ceduta facendo emergere in capo al cedente una plusvalenza (se la differenza è positiva) o una minusvalenza (se la differenza è negativa) da alienazione. Quest'ultima deve essere rilevata a conto economico del cedente e, oltre a concorrere alla determinazione della base imponibile per il calcolo delle imposte del periodo, deve essere iscritta tra gli altri ricavi se si tratta di plusvalenza o tra gli oneri diversi di gestione se si tratta di minusvalenza.

In modo speculare al cedente, il cessionario deve iscrivere nella propria contabilità le attività e le passività che compongono l'azienda acquisita; tale contabilizzazione deve avvenire a valori correnti, e non sulla base dei valori iscritti nella contabilità del cedente, compreso l'eventuale avviamento. Quest'ultimo emerge dalla differenza tra il prezzo di cessione pattuito ed il valore netto dell'azienda recepita; l'iscrizione dell'avviamento è condizionata al rispetto di quanto previsto nell'OIC 24 e deve essere ammortizzato dal cessionario secondo la sua vita utile stimata o, qualora non stimabile, in dieci anni. Si può verificare un avviamento negativo (o *badwill*) che, nel caso in cui trovi giustificazione in attesi presunti futuri risultati negativi dell'azienda acquisita, comporta la necessità per il cessionario di imputare il minor valore a riduzione del valore delle attività immobilizzate che compongono l'azienda ceduta e la parte che residua a fondo rischi e oneri futuri.

1.10 Aspetti fiscali

Analogamente al precedente paragrafo relativo agli adempimenti contabili, è preferibile trattare separatamente l'analisi degli aspetti fiscali della fusione e dell'acquisizione. Una disamina completa dell'argomento non può essere compiuta unicamente focalizzando l'attenzione sulla normativa adottata dal Legislatore tributario, in quanto la giurisprudenza e l'Agenzia delle Entrate hanno fornito nel tempo numerose interpretazioni delle norme che devono necessariamente essere considerate.

FUSIONI

Non è possibile trascurare gli aspetti fiscali delle fusioni, in quanto le norme tributarie condizionano, spesso pesantemente, l'attuazione di tali operazioni e influenzano in misura rilevante la formazione dei valori di bilancio che si determinano in relazione ad esse.

La disciplina fiscale della fusione è dettata dall'articolo 172 del TUIR (Testo Unico delle Imposte sui Redditi). Il comma 1 di detto articolo sancisce la cosiddetta "neutralità fiscale" dell'operazione, disponendo che la fusione tra più società "non costituisce realizzo né distribuzione delle plusvalenze e minusvalenze dei beni delle società fuse o incorporate, comprese quelle relative alle rimanenze ed il valore di avviamento". La citata disposizione chiarisce quindi che la fusione non è considerata ai fini fiscali un'operazione di carattere traslativo della proprietà, ma una vicenda relativa alla riorganizzazione della struttura societaria. La fusione, quindi, è "neutrale", ossia non è suscettibile di generare componenti positivi o negativi di reddito né in capo alla società incorporante o risultante dall'operazione, né in capo ai soci delle società fuse. In definitiva, la fusione non conferisce rilievo alle differenze (positive o negative) tra valori reali e valori fiscalmente riconosciuti dei beni delle società partecipanti.

Il carattere di neutralità fiscale si estende anche alle “differenze di fusione”; a tal proposito l’articolo 172, comma 2 del TUIR afferma che “nella determinazione del reddito della società incorporante o risultante dalla fusione non si tiene conto dell’avanzo o disavanzo iscritto in bilancio per effetto del rapporto di cambio delle azioni o quote o dell’annullamento delle azioni o quote di alcuna delle società fuse possedute da altre”. I beni ricevuti dall’incorporante assumono lo stesso valore fiscale che avevano presso l’incorporata; i divergenti valori contabili e fiscali devono essere annotati in un “prospetto di riconciliazione”, da unire alla dichiarazione dei redditi. Il richiamato principio di neutralità si estende anche alle fusioni attuate dai soggetti che applicano i principi contabili internazionali, per i quali esso riguarda tutti i maggiori valori iscritti in conseguenza della riespressione a *fair value* degli elementi patrimoniali operata secondo le regole dell’IFRS 3.

Di recente sono state introdotte due norme che permettono alla società incorporante o risultante dalla fusione di ottenere il riconoscimento fiscale dei maggiori valori iscritti in bilancio derivanti dall’utilizzo del disavanzo, per i soggetti che non applicano i principi IAS/IFRS, ovvero i maggiori valori conseguenti all’impiego del *fair value*, per i soggetti tenuti all’applicazione delle regole dell’IFRS 3.

La prima norma, contenuta nell’articolo 1, comma 46 della legge 244/2007, offre la possibilità di “affrancare” i maggiori valori iscritti relativamente alle immobilizzazioni materiali e immateriali, compreso l’avviamento, mediante il pagamento di un’imposta sostitutiva progressiva a scaglioni; l’aliquota di tale imposta è fissata in misura progressiva per scaglioni, come segue:

- 12% sulla parte dei maggiori valori compresi fino a 5 milioni;
- 14% sulla parte eccedente i 5 milioni e fino a 10 milioni;
- 16% sulla parte eccedente i 10 milioni.

L’imposta sostitutiva deve essere versata in tre rate annuali: la prima del 30%, la seconda del 40% e la terza del 30%. L’opzione per ottenere l’agevolazione si può esercitare sia nella dichiarazione relativa allo stesso periodo d’imposta della fusione, sia in quella dell’anno successivo; da evidenziare che gli effetti fiscali del pagamento dell’imposta si producono già a partire dall’esercizio in cui si opta, ai fini del calcolo degli ammortamenti, mentre ai fini del realizzo dei beni essi decorrono dal quarto esercizio successivo all’opzione.

La seconda norma, contenuta nell’articolo 15 del D.L. 29 novembre 2008, n.185 consente sia il riallineamento dei valori di avviamento e marchi ed altre attività immateriali, sia quello dei valori eventualmente attribuiti ad altre attività diverse da quelle previste dall’articolo 172 del TUIR. In particolare, prevede il pagamento dell’imposta sostitutiva entro il termine di versamento delle imposte dell’esercizio in cui è avvenuta l’operazione e deve esser fatto in una unica soluzione. Vi sono due aliquote: 16% sull’intero importo affrancato e 20% sull’intero importo affrancato dei crediti. Il riallineamento è esercitabile entro il termine di scadenza del versamento del saldo delle imposte di esercizio dell’operazione. Risulta interessante notare che la norma in questione consente il riallineamento “di altre attività immateriali”, quindi estendendo l’applicabilità anche ad intangibili che non rientrano nella definizione di “beni immateriali” (ad esempio spese di ricerca e sviluppo e portafoglio clienti).

La fusione è fiscalmente neutra anche per i soci. Il concambio non rientra tra le ipotesi alle quali la legge ricollega il realizzo di plusvalenze imponibili, ma è considerato una semplice sostituzione di titoli; infatti, l'articolo 172, comma 3 del TUIR sancisce che "il cambio delle partecipazioni originarie non costituisce né realizzo né distribuzione di plusvalenze o minusvalenze, né conseguimento di ricavi per i soci della società incorporata o fusa".

Per quanto concerne l'applicazione dell'IRAP alle fusioni, si osserva che i maggiori valori dei beni iscritti a bilancio della società incorporante o risultante dalla fusione sono irrilevanti ai fini IRAP.

Inoltre, la fusione non è assoggettata all'IVA a norma dell'articolo 2 del D.P.R. n.633/1972; si è tenuti solamente a comunicare l'avvenuta fusione ai competenti Uffici IVA entro trenta giorni dalla data di effetto della fusione.

Infine, la fusione comporta il pagamento dell'imposta di registro in misura fissa sia per la delibera che per l'atto di fusione.

ACQUISIZIONI

Come già visto in precedenza, le acquisizioni si qualificano per la cessione a titolo definitivo di un'azienda o di un ramo d'azienda. Questo aspetto risulta fondamentale per individuare il trattamento fiscale che il Legislatore ha previsto per tale operazione e per differenziarla rispetto alle altre operazioni straordinarie. Ai fini delle imposte, la disciplina degli atti giuridici stipulati nel contesto dell'acquisizione di un complesso aziendale è alquanto articolata.

In tema di imposte dirette, il margine ottenuto dal cedente sulla cessione è soggetto a tassazione. Come accennato nel paragrafo precedente, la differenza tra il prezzo di cessione ed il patrimonio netto dell'azienda ceduta può essere positivo (plusvalenza) o negativo (minusvalenza). Al fine della determinazione della plusvalenza/minusvalenza rilevante fiscalmente, il patrimonio netto dell'azienda ceduta deve essere determinato considerando tutti gli elementi patrimoniali al valore fiscalmente rilevante.

La plusvalenza, derivante dalla cessione di aziende a titolo oneroso, trova tassazione, a norma dell'articolo 86, comma 2 del TUIR, ai fini IRPEF e IRES, ma risulta esclusa dalla determinazione della base imponibile IRAP; questa si considera realizzata e pertanto tassabile alla data di stipula dell'atto di cessione o alla data successiva definita nel contratto stesso. Il nostro ordinamento tributario prevede regimi fiscali differenti per la plusvalenza a seconda della natura del cedente e del periodo di possesso dell'azienda. Infatti, vi sono tre regimi fiscali potenzialmente applicabili.

Il regime ordinario, unica soluzione adottabile se l'azienda ceduta è posseduta da meno di tre anni, comporta la tassazione nell'unico esercizio in cui la cessione è stata realizzata; in questo caso, quindi, la plusvalenza concorre per intero alla determinazione della base imponibile nell'esercizio in questione.

Se invece l'azienda è posseduta da almeno tre anni, il cedente può optare per il regime ordinario-differito secondo il quale la tassazione è frazionata. In particolare, con questo regime la plusvalenza concorre alla determinazione della base imponibile in quote costanti nell'esercizio del realizzo e nei successivi, non oltre il quarto (articolo 86, comma 4 del TUIR).

Infine, il Legislatore ha previsto la tassazione separata che può essere scelta, sempre su opzione, solo dall'imprenditore individuale che possiede l'azienda da più di cinque anni (articolo 58, comma 1 e articolo 17, comma 1 del TUIR). In questo caso, la plusvalenza non concorre alla determinazione della base imponibile IRPEF ma viene tassata autonomamente e in modo separato con aliquote fiscali agevolate.

La seguente tabella sintetizza il regime fiscale della plusvalenza da cessione d'azienda:

Cessione da parte di imprenditore individuale	Periodo di possesso azienda	Tassazione
Intera e unica azienda	da più di 5 anni	- regime ordinario - tassazione separata
	da meno di 5 anni	- regime ordinario
Ramo d'azienda	da più di 5 anni	- regime ordinario - possibilità di rateizzazione - tassazione separata
	da 3 a 5 anni	- regime ordinario - possibilità di rateizzazione
	da meno di 3 anni	- regime ordinario

Fonte: Euroconference News

Se tuttavia anziché una plusvalenza il cedente realizza una minusvalenza, questa rappresenta un componente negativo di reddito deducibile nell'esercizio di realizzo.

Con riferimento alle imposte indirette, la cessione di un ramo o di un'azienda è un'operazione esclusa dal campo di applicazione dell'IVA a norma dell'articolo 2, comma 3 del D.P.R. n.633/1972.

Al contrario, l'acquisizione è sottoposta alla registrazione e, a norma dell'articolo 4-ter del D.P.R. n.131/1986, è soggetta ad imposta di registro. Questa è dovuta in misura proporzionale e va calcolata sul valore corrente dei beni ceduti. Cedente e cessionario sono obbligati in solido per il pagamento dell'imposta di registro anche se, salvo diverso accordo tra le parti, generalmente risulta a carico dell'acquirente.

Infine, se l'azienda ceduta ricomprende anche un immobile occorre versare l'imposta ipotecaria e catastale nella misura fissa per ciascuna.

1.11 La regolamentazione comunitaria

L'esigenza di prevedere una normativa *ad hoc* in materia di concentrazioni aziendali sorgeva già nella seconda metà degli anni '50, in sede di redazione del Trattato di Roma, e tuttavia, nel vecchio Continente, il primo atto formale compiuto in questa direzione, può essere individuato in un *memorandum* che la Commissione emanò solo nel 1966. In tale documento si valutava la possibilità di regolare il fenomeno della concentrazione tra imprese attraverso l'uso di strumenti antitrust, in particolare tramite l'applicazione degli articoli 81 e 82 del TCE (Trattato della Comunità Europea) che vietavano, rispettivamente, le intese anti-competitive e l'abuso di posizione dominante. Tali disposizioni, tuttavia, si dimostrarono inadeguate poiché possedevano il carattere di controllo meramente "successivo" laddove, invece, vi era l'esigenza di assicurare la tutela della concorrenza nel mercato sin dal momento precedente al verificarsi degli effetti distorsivi sullo stesso.

Al fine di rimediare alla carenza di una normativa specifica, agli inizi degli anni Settanta, la Commissione Europea aveva avvertito l'esigenza di creare una disciplina in materia in grado di consentire un intervento *ad hoc*, realizzato attraverso la predisposizione di un controllo "preventivo" sulle operazioni di concentrazione ed in grado di impedire così *ab origine* qualsiasi effetto distorsivo della concorrenza.

Nel 1989 il Consiglio approvava la prima disciplina comunitaria sul controllo delle operazioni di concentrazione tra imprese. La necessità di tale previsione si inseriva nel procedimento di modifica del Trattato di Roma che culminò poi con l'emanazione dell'Atto unico. La normativa in questione si concretizzò nel Regolamento n. 4064/1989 che entrò in vigore solo nel 1990. Il Regolamento del 1989 realizzava alcuni meccanismi atti ad evitare le problematiche precedentemente sorte tramite l'impropria applicazione degli articoli 81 e 82 del TCE ed a tal fine, in particolare, prevedeva:

- l'obbligo della notifica preventiva delle concentrazioni alla Commissione;
- l'individuazione delle concentrazioni da notificare con riferimento a precise soglie di fatturato;
- il divieto di procedere ad una operazione di concentrazione quando questa realizzava la creazione o il rafforzamento di una posizione dominante sul mercato;
- un meccanismo di rinvio operante tra la Commissione e gli Stati membri nel caso in cui si fosse ritenuto che la prima sede di controllo non fosse la più adeguata (rinvio biunivoco).

In seguito, alcuni aspetti della citata disciplina furono modificati tramite il successivo Regolamento n. 1310 del 1997 che, oltre a tenere in debito conto il generale aumento del volume d'affari delle imprese europee, attuò la modifica delle soglie di fatturato e del procedimento di rinvio delle concentrazioni tra Commissione e Stati membri e, infine, introdusse una nuova ipotesi soggetta a controllo, quella relativa alla costituzione di un'impresa comune.

Successivamente all'entrata in vigore della nota riforma del diritto della concorrenza europea, si è inteso ulteriormente mettere a mano alla disciplina in questione, operando un intervento più organico rispetto alle modifiche adottate nel 1997, e tuttavia tenendo altresì in conto gli interventi adottati con quell'ultima revisione. Nell'inverno del 2004 veniva così emanata la vigente disciplina, contenuta nel Regolamento n. 139/2004, che prevedeva alcune modifiche relative al criterio di determinazione delle concentrazioni non compatibili con il mercato comune e ai procedimenti di rinvio delle concentrazioni tra Commissione e Autorità nazionali.

Come facilmente intuibile dal rapido *excursus* che precede, il regolamento comunitario sulle concentrazioni, tra il 1989 e il 2004, si limitava a proibire le operazioni di concentrazione che avevano come effetto quello di:

- ✓ creare o rafforzare una posizione dominante sul mercato;
- ✓ impedire il libero gioco della concorrenza.

Il criterio della dominanza non si è rivelato sempre appropriato nella valutazione dei possibili effetti di un'operazione di concentrazione, e si è molto discusso sull'opportunità di sostituirlo con altri ritenuti più idonei. A fronte delle perplessità e delle obiezioni sollevate dalla maggior parte degli Stati membri, è sorta altresì l'esigenza di introdurre un nuovo test che si basi sul criterio generale dell'impedimento significativo della concorrenza effettiva.

L'articolo 2 del Regolamento definisce incompatibili con il mercato comune “le concentrazioni che ostacolano in modo significativo la concorrenza effettiva del mercato comune o in una parte sostanziale di esso”. Fermo restando, come detto in precedenza, il mantenimento del test di dominanza, è stato introdotto il nuovo test denominato SIEC (*Substantial Impediment of Effective Competition*). Secondo il nuovo criterio, una concentrazione è vietata solo se impedisce sostanzialmente la concorrenza effettiva e non se comporta anche una posizione dominante sul mercato. Il nuovo test rappresenta una sorta di compromesso tra il test utilizzato nel sistema statunitense, imperniato sulla riduzione sostanziale della concorrenza, ed il test di dominanza. La dominanza, in questo caso, non rappresenta più il fulcro dell'intero sistema ma diventa l'esempio più tipico della riduzione sostanziale della concorrenza.

L'impiego di questo nuovo strumento, infine, consente ai paesi appartenenti all'Unione Europea di allinearsi maggiormente anche agli altri sistemi giuridici internazionali.

CAPITOLO 2 - La creazione di valore nelle operazioni di M&A e la relativa valutazione

2.1 La crescita aziendale e le modalità di attuazione

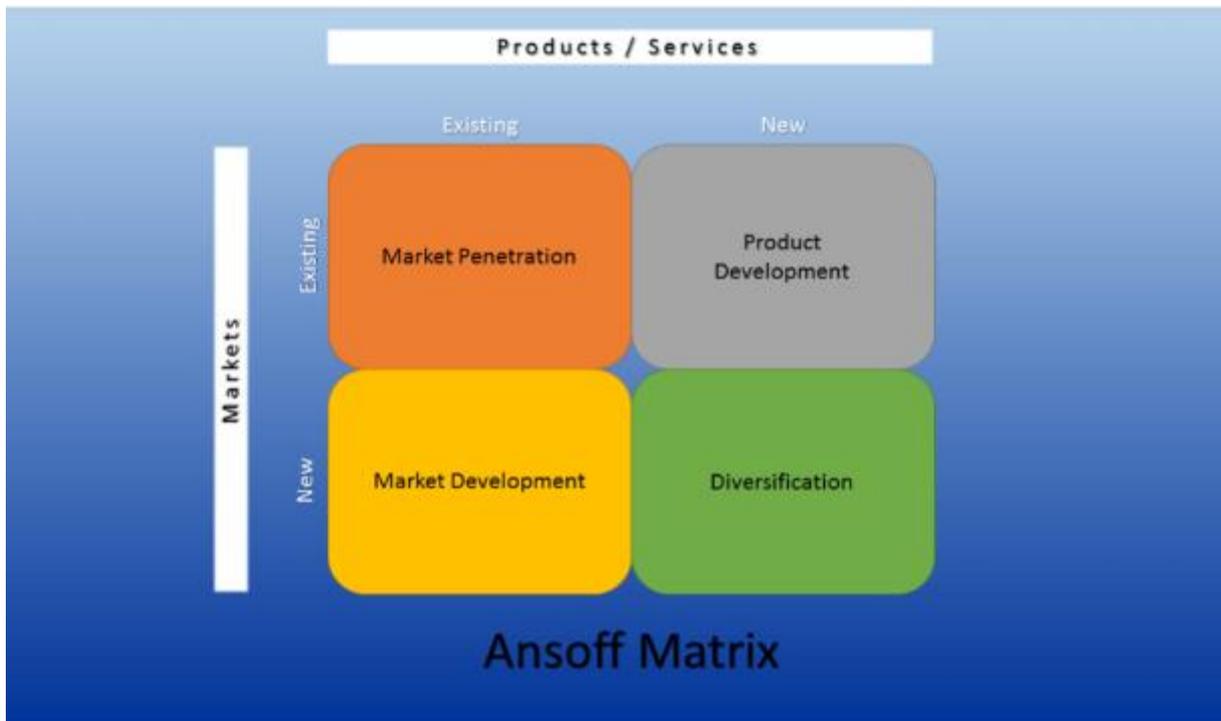
Come già accennato nell'introduzione del presente elaborato, l'impresa che intende essere vincente, assicurando a sé stessa sopravvivenza, continuità a lungo termine e condizioni di equilibrio duraturo, si deve prefiggere con impegno costante l'obiettivo di crescere, sia in senso dimensionale che in senso qualitativo; questo scopo presuppone un'analisi preliminare di ciò che si è e della posizione competitiva occupata nell'ambiente in cui si agisce, tenendo conto, da un lato, delle proprie forze, debolezze e potenzialità di cui si dispone e, dall'altro, delle tendenze evolutive presenti nel settore in cui si opera.

Data questa necessaria premessa, si evince, dunque, che le condizioni per crescere con successo sono, in primo luogo, l'elevata sensibilità del management ad intuire l'esigenza, i tempi e le modalità di crescita, ricercando soluzioni che assicurino la coerenza tra la qualità e il tipo di risorse di cui si dispone e ciò che richiedono i percepiti fattori esterni; ulteriori condizioni di successo sono le capacità organizzative idonee a gestire i processi espansivi, i mezzi finanziari adeguati e la cultura e la professionalità dei soggetti preposti alle varie funzioni aziendali.

Le diverse direttrici lungo le quali si muovono i processi di crescita aziendale, traendo spunto dalla nota "Matrice di Ansoff" (1957), sono quattro:

- ✓ Penetrazione del mercato: continuando ad operare nei medesimi segmenti di mercato e senza apportare modifiche ai prodotti offerti, si espandono i volumi di vendita tramite adeguate politiche di prezzo; inoltre, qualora i nuovi clienti fossero inizialmente dei concorrenti, si otterrebbe un incremento della propria quota di mercato;
- ✓ Sviluppo del prodotto: sempre operando nei medesimi mercati, si procede verso l'allargamento o il rinnovo della gamma offerta; in questo caso si persegue una politica di differenziazione rispetto alla concorrenza;
- ✓ Sviluppo del mercato: con gli attuali prodotti si conquistano nuovi mercati, intesi sia nel senso di nuove aree geografiche, sia di nuovi *target* di clienti;
- ✓ Diversificazione: si rinnova e si sviluppa la gamma dei prodotti e, insieme, si cerca l'inserimento in nuovi mercati, attuando programmi di diversificazione di vario tipo, e conseguendo economie di scopo.

Nonostante la "Matrice di Ansoff" sia una delle colonne portanti del piano di crescita, è opportuno far presente che si tratta di un concetto datato e semplificato. Il modello è stato sviluppato negli anni '50 del secolo scorso e dunque rispecchia il pensiero strategico-aziendale del tempo. Infatti, come raffigurato nello schema sottostante, questa matrice si basa esclusivamente su due fattori: prodotti e mercati, trascurandone molti altri tra cui, per esempio, il concetto di concorrenza.

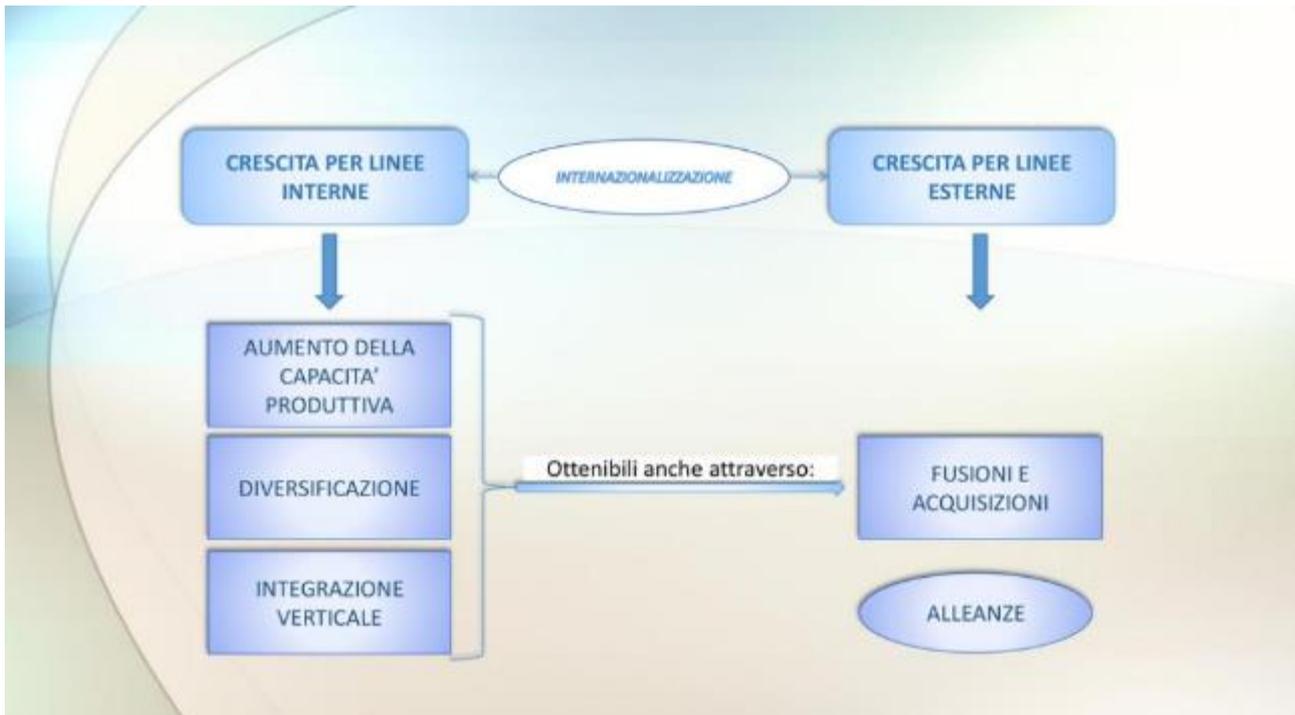


Fonte: IONOS by 1&1

Seguendo una o più delle indicate direttrici, le imprese promuovono la propria crescita:

- Amplificando la posizione occupata nel settore e nel *business* in essere (integrazione orizzontale);
- Allargando i propri confini incorporando attività “a monte” o “a valle” (integrazione verticale), oppure espandendosi in settori e in *business* complementari e collegati (diversificazione correlata);
- Entrando in settori ed in ambienti competitivi completamente diversi da quelli in cui si è presenti (diversificazione conglomerale).

Gli obiettivi di crescita possono essere raggiunti sia per linee interne (in particolare, se si seguono le prime tre direttrici), sia per linee esterne tramite fusioni e acquisizioni (specialmente per attuare diversificazioni).



Fonte: Elaborazione personale

La scelta dipenderà dalle specifiche strategie seguite dall'azienda e dalle caratteristiche strutturali del settore considerato. “Se l'impresa persegue, infatti, una diversificazione laterale delle produzioni, è probabile che la strategia si realizzerà mediante l'espansione interna dell'organizzazione aziendale, cioè attraverso la creazione *ex-novo* di impianti e laboratori di ricerca. Nel caso, invece, di una diversificazione conglomerale l'ipotesi più frequente è quella di un piano di acquisizioni aziendali. Il ridotto patrimonio tecnologico e di marketing posseduto dal management indurrà, quindi, a ricercare all'esterno le opportunità di inserimento in produzioni del tutto diverse” (S. Sciarelli).

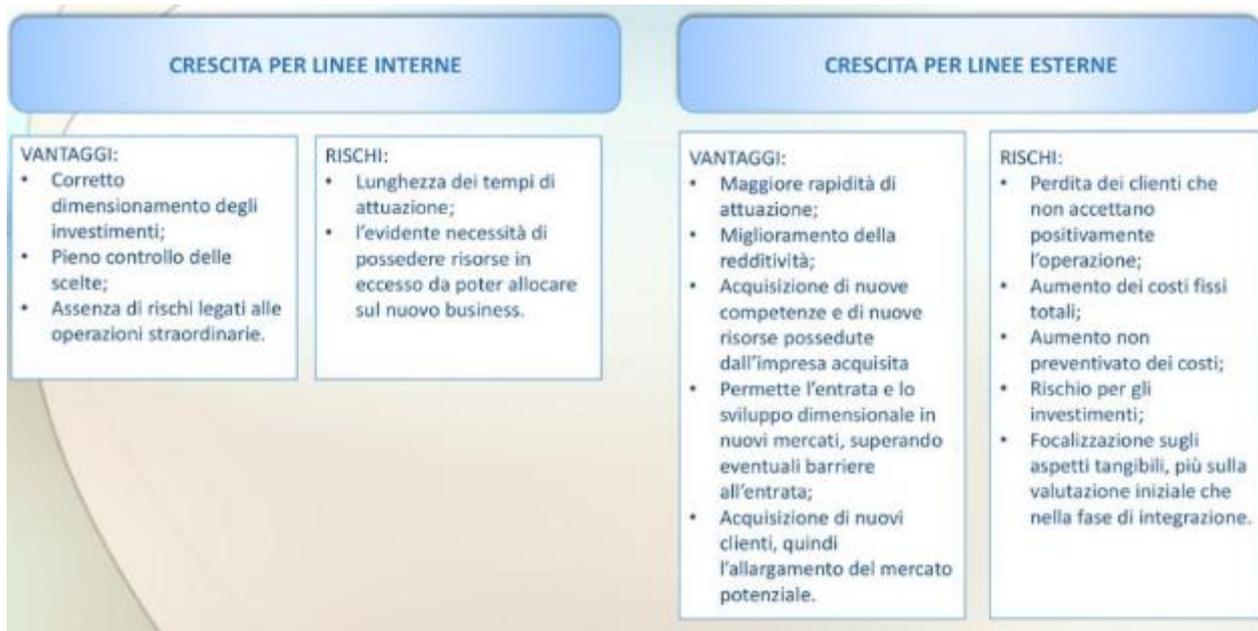
Quando la crescita è interna, l'impresa fa ricorso alle proprie forze e ai propri mezzi, portando a compimento appropriati programmi di investimento nell'area produttiva e in quella commerciale, facendo leva sull'autofinanziamento, o ricorrendo ad aumenti di capitale ed altre idonee fonti di finanziamento esterno; di conseguenza, il presupposto per crescere in questo modo è che si posseda un ingente ammontare di risorse necessarie. Come ben noto, le varie direttrici di crescita precedentemente menzionate richiedono, oltre alla disponibilità di sufficienti mezzi liquidi, conoscenze tecnologiche e capacità di marketing. In sintesi, una singola impresa, per realizzare determinate strategie di crescita, spesso non possiede, né può agevolmente creare, tutte le conoscenze necessarie. La crescita interna, però, offre indubbiamente il vantaggio di acquisire la disponibilità soltanto delle risorse e delle competenze ritenute davvero essenziali. Inoltre, questa modalità di crescita si presta meglio ad essere attuata con una gradualità compatibile con il “carattere” dell'organizzazione, con le sue competenze e anche con le sue insufficienze. Infine, è opportuno ricordare che la crescita per linee interne consente di non modificare in via permanente la compagine sociale.

La crescita per linee esterne, invece, si concretizza principalmente attraverso fusioni e acquisizioni di imprese già esistenti ed operanti sul mercato, ma anche tramite acquisizioni di marchi, alleanze commerciali strategiche e *joint ventures*. Ricorrendo alle M&A, si possono combinare i punti di forza di cui dispongono le aziende partecipanti, ottimizzando le risorse complessive e realizzando vantaggi di efficienza. In secondo luogo, la crescita esterna consente di raggiungere determinati obiettivi strategici in tempi assai più rapidi; l'impresa, attuando acquisizioni, si dota di *know-how*, nuovi processi produttivi, risorse tecnologiche avanzate e capacità strategicamente rilevanti, senza attendere l'esito di lunghi ed onerosi programmi di investimento. La rapidità con cui si concludono molte operazioni produce anche l'effetto di sorprendere i concorrenti, rafforzando la propria posizione competitiva. In terzo luogo, la crescita per linee esterne consente di entrare in settori o in mercati nei quali le barriere all'ingresso risultano insuperabili, o che richiedono il possesso di requisiti di legge o di fatto estremamente difficili da ottenere. Infine, solo facendo ricorso alle M&A si può contenere l'offerta globale di settore e si può rapidamente accrescere la propria quota di mercato.

Fusioni e acquisizioni rientrano nel novero delle decisioni strategiche dell'impresa, pertanto la scelta di acquisire dovrebbe essere il risultato di un'attività di pianificazione che, stabilito un sistema di obiettivi, individui nella crescita esterna uno dei percorsi strategici finalizzati al raggiungimento di tali scopi.

Per concludere, non è escluso, però, che per attuare lo sviluppo aziendale, si possano utilizzare contemporaneamente modalità di crescita esterna ed interna. In ogni caso, occorre sempre aver cura di salvaguardare il patrimonio di cultura e di conoscenze di cui l'impresa è riuscita a dotarsi nel tempo.

Nella tabella sottostante, sono riassunti vantaggi e rischi delle tipologie di crescita aziendale:



Fonte: Elaborazione personale

2.2 Le motivazioni strategiche

In un contesto economico sempre più competitivo e globalizzato, la crescita delle imprese assume i contorni di una scelta obbligata. Le fusioni e le acquisizioni si pongono come uno strumento assai efficace, talvolta l'unico utilizzabile, nel realizzare gli obiettivi trattati precedentemente.

Gli scopi che il management persegue quando realizza un'operazione di M&A sono estremamente vari ed interagiscono tra loro contemporaneamente sull'esito della stessa. In linea di principio, si può affermare che una fusione o un'acquisizione dovrebbe avere come risultato finale il conseguimento di un beneficio economico, misurabile come maggior valore assunto dal sistema aziendale che va a crearsi, rispetto alla somma dei valori delle singole imprese partecipanti, stimati prima che l'operazione avvenga e supponendo che esse restino autonome.

Le operazioni straordinarie sono scelte strategiche che l'azienda si trova a dover intraprendere nel corso della sua vita al fine di raggiungere l'obiettivo principale di ogni impresa: la creazione di valore. Occorre ricordare che la creazione di valore di un'azienda si genera allorché i rendimenti che essa è in grado di esprimere siano superiori a quanto costa remunerare congruamente i capitali procurati ed impiegati per ottenere quei rendimenti. Valutare la possibilità di creare nuovo valore economico mediante il ricorso ad operazioni di fusione e acquisizione richiede, in primo luogo, un esame approfondito del sistema aziendale e delle diverse aree di affari in cui l'impresa compete o intende competere. Un'azienda, che presenta elementi di debolezza nel *core business*, non è nelle condizioni ideali per impegnarsi in certe operazioni. Prima di intraprendere una strategia di crescita esterna, quindi, le imprese dovrebbero consolidare adeguatamente le proprie attività principali, eliminando eventuali debolezze e inefficienze. Allo scopo di creare valore, le M&A si compiono per due ragioni fondamentali: accrescere il potere di mercato e conseguire incrementi di efficienza.

Con l'espressione "potere di mercato" si intende la possibilità, per un'impresa, di esercitare un grado di controllo sui propri mercati di sbocco tale da consentirle di praticare prezzi più elevati di quelli che si formerebbero in un regime di concorrenza perfetta. Il maggior potere di mercato rappresenta il presupposto per conservare le posizioni raggiunte, potenziarle, impedire nuovi ingressi nel settore e contrastare i concorrenti; inoltre, è un mezzo per incrementare i ricavi.

Gli incrementi di efficienza, invece, producono riduzioni di costo. Questi si collegano a tutte le economie che le maggiori dimensioni consentono, in ogni area e funzione aziendale; ad esempio, anche l'area finanziaria ne trae giovamento, ampliando la capacità di ottenere credito più facilmente e a condizioni migliori. Le economie di scala, che si ottengono quando il costo medio unitario diminuisce all'incremento delle quantità prodotte, sono il naturale obiettivo delle acquisizioni orizzontali e talvolta anche delle acquisizioni conglomerali. Con le acquisizioni verticali, invece, le imprese ottengono il massimo controllo possibile sul processo produttivo, attraverso l'integrazione "a monte" verso le materie prime (assicurandosi

la continuità degli approvvigionamenti) o “a valle” verso i consumatori finali (migliorando l’accesso ai mercati di sbocco); in questo modo si facilita il coordinamento e la gestione.

Le maggiori opportunità per incrementare l’efficienza sembrano provenire dai settori che presentano un eccessivo numero di imprese ed una capacità produttiva in esubero. Queste condizioni tendono a scatenare un’ondata di fusioni e acquisizioni, che in seguito inducono le società a ridurre la capacità e l’occupazione e a liberare capitale per reinvestirlo in altri settori. Relativamente al settore bancario, ad esempio, uno studio del “Journal of Financial Economics” relativo a 41 grandi fusioni bancarie ha stimato una riduzione dei costi con un valore attuale pari in media al 12% dei valori di mercato combinati delle banche coinvolte nelle fusioni.

Inoltre, le acquisizioni concorrono alla crescita del valore anche grazie all’abbassamento del livello di rischio aziendale che riescono a determinare; ciò comporta a sua volta la riduzione del tasso di remunerazione dei capitali necessari all’impresa per coprire il proprio fabbisogno finanziario. Inoltre, in un mercato obbligazionario pienamente efficiente, l’unione di due aziende può permettere la raccolta di finanziamenti ad un tasso di interesse minore di quello che esse riuscirebbero ad ottenere separatamente.

Infine, con effetti positivi su entrambi gli obiettivi principali appena menzionati, le M&A offrono l’opportunità di potenziare ed integrare le risorse (in particolare quelle intangibili e quelle umane) di cui si dispone, nonché di arricchire e rivalutare il patrimonio di conoscenze. Ad esempio, risulterebbe conveniente ricorrere alla fusione qualora due imprese possiedano risorse complementari, che valgono di più insieme che separate.

Come già visto in precedenza, le fusioni e le acquisizioni sono utilizzate anche nelle strategie competitive, e mirano a conseguire o a rafforzare vantaggi competitivi di costo e di differenziazione. Proprio per questo diventano più frequenti in occasione di cambiamenti dell’ambiente esterno e di fasi evolutive dei settori in cui si opera. Sono dunque mirate verso aziende o unità aziendali minori che possono portare al miglioramento della gamma dei prodotti offerti, ad innovazioni nei processi e ad una più elevata qualità delle prestazioni fornite.

La maggior parte delle M&A, in Italia, si realizza con lo scopo della cosiddetta “razionalizzazione dei gruppi”. A tal proposito la Consob ha affermato che “le principali operazioni di fusione che hanno coinvolto società quotate sono generalmente riconducibili all’esigenza di semplificare e razionalizzare la struttura del gruppo, di ridurre i costi eliminando duplicazioni di unità operative, e di realizzare un più adeguato assetto organizzativo e societario. In alcuni casi la fusione ha riguardato più società quotate legate da rapporti di controllo, portando così ad una riduzione dei livelli di quotazione all’interno dello stesso gruppo.”

A volte, un’impresa può essere in condizione di ottenere dei potenziali benefici fiscali, ma non avere i profitti per usufruirne. Per esempio, dopo il fallimento e la riorganizzazione, “Penn Central” aveva miliardi di dollari di perdite fiscali inutilizzate; conseguentemente comprò “Buckeye Partners” e diverse altre società mature che pagavano imposte, in modo da poter compensare gli utili di queste società con le perdite riportate. In genere, in tutti i sistemi

fiscali queste procedure sono in qualche modo limitate per non originare sistematiche elusioni d'imposta. In Italia, ad esempio, gli abusi compiuti nella realtà, attraverso il commercio delle cosiddette "bare fiscali", ossia società prive di qualsiasi residua attività economica, tenute artificialmente in vita al solo scopo di poter lucrare le cospicue perdite fiscalmente riportabili, hanno indotto il Legislatore ad intervenire tramite il settimo comma dell'articolo 172 del TUIR, che richiede che la società che possiede perdite fiscali pregresse sia ancora "vitale". Tale condizione è soddisfatta, per il Legislatore fiscale, se dal conto economico della stessa, riferito al periodo precedente a quello in cui la fusione è stata deliberata, risulta un ammontare di ricavi ed un ammontare di costi per personale dipendente superiori al 40% della media dei due esercizi precedenti. In mancanza di tali condizioni, le perdite non sono riportabili.

La liquidità non è l'unica risorsa che può essere sprecata da una cattiva gestione. Si possono sempre individuare aziende con opportunità non sfruttate, costi da tagliare e vendite ed utili da migliorare. Queste sono le naturali candidate di offerte di acquisizione da parte di imprese che dispongono di un management migliore. Certamente, l'acquisizione non è l'unica modalità per migliorare la gestione di un'azienda, ma a volte può rappresentare la sola strada perseguibile in maniera pratica e semplice. Come noto, spesso i manager delle imprese ricche di liquidità preferiscono utilizzare tali risorse per acquisire altre aziende, piuttosto che distribuirle come dividendi straordinari. Il problema è che la diversificazione, pur riducendo il rischio, non aumenta il valore dell'impresa. In altri termini, secondo il c.d. "principio dell'additività del valore", si può sostenere che la diversificazione non influenzi il valore in un mercato perfetto, fino a quando le opportunità di diversificazione degli investitori non sono limitate.

Talvolta, si osserva che la decisione di acquisire un'impresa non è ispirata esclusivamente dalla finalità strategica di creare valore attraverso la crescita della dimensione aziendale. La ragione immediata può trarre origine da circostanze casuali o essere di altra natura, mentre la già menzionata finalità strategica potrebbe solo in un secondo tempo effettivamente presentarsi al fine di giustificare la decisione di acquisto. Per maggiore chiarezza, si pensi ad esempio ai casi di acquisti effettuati perché in alcune fasi di andamento particolarmente favorevole degli affari, o in occasione di eventi straordinari, si sono venute a creare liquidità eccedenti le correnti necessità.

Può soprattutto accadere che imprese di medio-grandi dimensioni e di consolidata posizione sul mercato si imbattano in occasioni di acquisto, a condizioni particolarmente favorevoli, di aziende più piccole e giovani dotate di competenze promettenti, ma dalle strutture fragili.

Altre volte, le M&A sono decretate dal management semplicemente perché la crescita delle dimensioni aziendali è apportatrice di maggior prestigio e di più elevati compensi, o per la presunzione di voler gestire sistemi aziendali di più ampia dimensione. Non è poi raro che l'acquisizione sia conclusa solo per evitare che un'impresa finisca preda di un concorrente o sia spiegabile esclusivamente attraverso spinte politiche o semplicemente emotive.

Alcuni imprenditori o dirigenti aziendali potrebbero decidere di acquistare un'azienda, al di fuori di una strategia precisa e senza una valutazione razionale della convenienza

dell'operazione, solo perché soggiacciono a sollecitazioni da parte di intermediari presenti sul mercato. Le ragioni emotive ora ricordate e gli obiettivi di semplice prestigio o di potere personale, qualora riescano a prevalere sugli interessi dell'impresa, conducono a rivelare tutte le conseguenze negative tipiche di uno sviluppo patologico e perseguito in modo distorto.

Al di là delle ragioni e degli obiettivi di chi acquista, meritano qualche cenno anche le motivazioni dei soggetti che cedono le aziende oggetto di trasferimento. Un soggetto possessore di un'impresa di ampie dimensioni può trovare convenienza a cederne determinate sezioni o unità, in quanto divenute non più strategicamente inquadrabili nel contesto generale, o non più accordabili con i nuovi orientamenti prescelti; a tale scopo, si abbandonano prontamente segmenti o aree di affari prospettanti un declino e si investe in altri che viceversa manifestano maggiori potenziali di crescita. In questi casi, più la cessione è realizzata tempestivamente, più si è in grado di ottenerne il massimo vantaggio.

Una cessione può anche essere effettuata per accrescere la flessibilità dell'impresa cedente, o per rimediare ad errori compiuti in precedenti operazioni di sviluppo. Talvolta serve per realizzare liquidità, di cui si ha fortemente bisogno per ridurre un insostenibile indebitamento o per poter effettuare altri investimenti non procrastinabili.

In riferimento, invece, ad imprenditori medio piccoli, si osservano altri motivi. Il cedente può trovarsi, per ragioni di carattere personale, ad aver perduto ogni energia decisionale. Inoltre, una forte spinta a cedere un'azienda si ha in quegli imprenditori che desiderano indirizzare il loro impegno e i loro capitali verso altre forme di *business* ritenute più interessanti e redditizie. Infine, può verificarsi che sopravvenuti ed insanabili contrasti tra i soci di un'impresa consiglino di cedere, risultando impossibile proseguire in una gestione ormai priva di un indirizzo unitario e divenuta solo fonte di logoranti polemiche.

2.3 Vantaggi e svantaggi

L'analisi delle motivazioni strategiche, trattata nel paragrafo precedente, non può che essere la premessa all'approfondimento dei benefici che un'azienda conta di ottenere mediante un'operazione di fusione o di acquisizione. Infatti, la giustificazione economica di un progetto di M&A può essere ritrovata solo mediante la valorizzazione degli effetti sinergici che la gestione unitaria può comportare. Il noto economista americano A. Rappaport distingue tre tipi di effetti sinergici: operativi, finanziari e fiscali; inoltre, egli afferma che "si tratta di vedere se essi assicurano all'acquirente un vantaggio strategico attraverso una superiorità nei costi, la differenziazione o altro ancora".

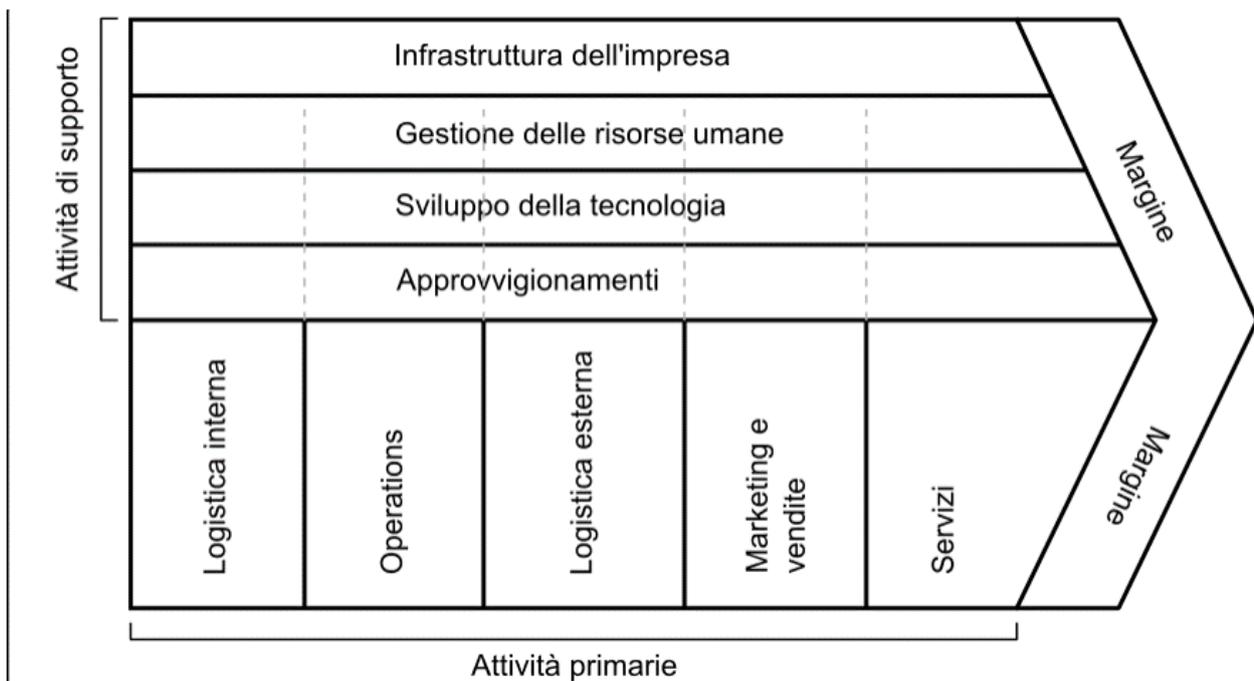
I benefici operativi sono potenzialmente presenti soprattutto in operazioni di M&A che riguardano aziende con prodotti affini, concorrenti o sostitutivi, l'uno dell'altro; tuttavia, non si può pensare che due imprese operanti in settori diversi non possano trarre giovamento da una gestione strategica unitaria. Come afferma G. Bruni "sul piano metodologico le situazioni vantaggiose possono essere individuate attraverso i diversi profili, originati dalle nuove

combinazioni produttive e dai mutati rapporti con il mercato”. Sviluppo di economie di scala, espansione nel mercato, accrescimento della produttività, ampliamento del *know-how*, snellimento delle strutture produttive aziendali e capacità di ricerca sono solo alcuni dei possibili vantaggi diretti e indiretti che un’operazione di M&A ben concepita e attuata può arrecare.

L’analisi delle sinergie operative fornisce alcuni spunti interessanti ai fini del nostro discorso sulle fonti di valore economico nei processi di fusione e acquisizione aziendali.

La possibilità di attivare sinergie operative dipende dalle imperfezioni presenti nei mercati in cui opera l’impresa. Tali carenze sono dovute essenzialmente alla presenza di costi di transazione e di fattori produttivi non frazionabili. Ulteriori imperfezioni di mercato derivano dalle barriere all’entrata e alla mobilità, determinate da risorse non economicamente riproducibili o dalla presenza di *sunk costs*, che riducono la contendibilità dei mercati, consentendo a certe imprese rendimenti superiori alla norma. Una prima considerazione, dunque, è che le sinergie operative sono strettamente legate all’evoluzione dei mercati e delle tecnologie. In secondo luogo, rispetto ad altre fonti di valore economico tipiche delle M&A, le sinergie operative si contraddistinguono per una maggiore soggettività, in quanto dipendono fortemente dalla struttura e dalle strategie delle imprese coinvolte nell’operazione. Infine, questi tipi di sinergie devono necessariamente essere oggetto di stime poiché, in misura maggiore o minore, a seconda delle circostanze, sono soggette ad un certo margine di approssimazione o di errore.

Alcuni autori hanno proposto di impiegare un particolare strumento di analisi strategica al fine di identificare le possibili sinergie derivanti da un’operazione di aggregazione, ossia il modello della “catena del valore” realizzato da Porter nel 1985. Questo schema, raffigurato nel grafico sottostante, suddivide le attività d’impresa in due tipologie: primarie e di supporto.



Fonte: Themarketingis

A tale scopo, si rende necessario scomporre le combinazioni produttive delle due imprese nelle singole attività della catena del valore; confrontando le due catene, possono emergere indicazioni preziose riguardo la possibilità che una gestione strategica unitaria comporti dei vantaggi in termini di efficienza operativa. Infatti, attività appartenenti a diverse catene del valore, che presentano notevoli interrelazioni effettive o potenziali, sono le candidate ideali ad un processo d'integrazione o di coordinamento.

Tuttavia, le sinergie non derivano esclusivamente dalle attività tangibili, ma possono emergere anche dal coordinamento di attività intangibili, attraverso l'accumulo, la combinazione e il trasferimento del patrimonio culturale e conoscitivo tra le aziende interessate.

Dal punto di vista finanziario, i principali vantaggi consistono in una riduzione del costo del capitale per le imprese coinvolte; ciò avviene per due motivi. Innanzitutto, una tale operazione comporta un miglioramento dello *standing* creditizio dell'azienda in questione poiché, in seguito ad un'aggregazione, l'impresa finanziariamente più debole vanterà un aumento delle garanzie a suo favore, guadagnando maggior fiducia da parte dei creditori e ottenendo di conseguenza una diminuzione dei costi di finanziamento. Il secondo motivo è rappresentato dalla riduzione del rischio operativo risultante dalla diversificazione delle attività d'impresa, che consente di ottenere prestiti ad un tasso inferiore e di remunerare il capitale di rischio in misura ridotta.

I benefici fiscali costituiscono dei fattori in grado di influenzare la decisione strategica di realizzare o meno un'operazione di M&A. Dal punto di vista impositivo, il principale beneficio consiste nella possibilità di imputare ad ogni esercizio quote di ammortamento più elevate, in virtù della rivalutazione contabile dei beni strumentali iscritti in bilancio nonché dell'eventuale avviamento. Talvolta, le fusioni e le acquisizioni rappresentano semplicemente uno strumento per incentivare la crescita dimensionale delle imprese. A tal proposito, occorre menzionare, tra le misure contenute nel D.L. 34/2019 (c.d. "Decreto Crescita"), il "Bonus Aggregazioni", ossia un'agevolazione fiscale a favore delle società risultanti da fusioni, scissioni o conferimenti d'azienda; in sostanza, si tratta di un bonus riconosciuto ai fini Ires e Irap nel limite di 5 milioni di euro alle imprese che risultano da operazioni di aggregazione aziendale realizzate a decorrere dal 1° maggio 2019 e fino al 31 dicembre 2022. La *ratio* di questa disposizione è legata a favorire la competitività delle aziende attraverso una loro aggregazione.

Le operazioni di M&A consentono anche di spostarsi in comparti di *business* adiacenti ai propri o entrare in nuovi mercati. Inoltre, al fine di ottenere tutte le risorse necessarie al nuovo contesto, sarà sufficiente sfruttare le peculiarità dell'azienda *target*; tutto ciò rappresenta una rilevante fonte di vantaggio competitivo. Si prenda ad esempio il caso di settori in cui la componente R&S è cruciale, come il farmaceutico: in questo caso condividere certe risorse può produrre grandi risultati, così come allargare la rete di distribuzione.

Infine, vi sono ulteriori vantaggi di natura manageriale; ad operazione conclusa, si può procedere ad un ricambio del management oppure ad una sua ricomposizione, magari dovuto ad un disallineamento tra gli interessi dei manager e degli azionisti.

Nonostante i tanti vantaggi, esistono una serie di potenziali rischi legati a queste operazioni che talvolta rendono il loro esito negativo. Infatti, l'illusione della rapidità nell'acquisire un'impresa già collaudata sul mercato, comporta la sottovalutazione di numerose problematiche connesse all'operazione.

Innanzitutto, si riscontrano numerose difficoltà nei processi di ristrutturazione manageriale dell'impresa e di omologazione di tutti i dipendenti ad una comune filosofia operativa. Infatti, il processo di integrazione post-acquisizione, di cui si parlerà più dettagliatamente in seguito, risulta spesso complesso a causa delle caratteristiche delle organizzazioni e delle culture aziendali che non sempre riescono a trovare un punto di incontro.

È abbastanza scontato che uno dei problemi cruciali di un'operazione di fusione o acquisizione è il costo, specialmente in caso di offerte pubbliche di acquisto; infatti, l'ingresso in nuovi mercati e l'espansione del proprio *business* sono processi molto dispendiosi. Talvolta, le acquisizioni implicano il rischio di sovradimensionamento degli impianti, con il conseguente sbilanciamento della struttura dei costi verso la componente fissa rendendo così l'impresa maggiormente vulnerabile all'oscillazione della domanda. Inoltre, soprattutto nelle operazioni di integrazione verticale o di diversificazione correlata, vi è un significativo aumento dei costi di coordinamento e controllo; infatti, la presenza di transazioni interne, non più regolate dal mercato, può nascondere un uso inefficiente delle risorse aziendali o in ogni caso rendere più incerto il controllo delle performance a livello divisionale.

Un ulteriore svantaggio consiste nella maggior complessità della gestione organizzativa, amministrativa e finanziaria che richiede eccessivi sforzi, sia dal punto di vista del tempo impiegato, che delle energie.

Inoltre, durante un'operazione di M&A, può accadere che le imprese coinvolte si "trascinino" dietro alcune attività di cui si è solo parzialmente interessati; infatti, la gestione e il mantenimento di tali attività, superflue al raggiungimento dei propri scopi, comportano elevati costi ed inutili sprechi di tempo.

Tra gli svantaggi tipici, vi sono anche:

- Perdita potenziale dei clienti specie se sottoposti a disservizi nella fase di riorganizzazione;
- Rischio per gli investimenti nelle *core activities* dell'impresa tanto maggiore quanto più l'operazione si configura come una diversificazione;
- Resistenze organizzative verso il cambiamento;
- Creazione di diseconomie di scala;
- Riduzione della flessibilità operativa;
- Dismissione delle attività superflue e conseguente riduzione dei posti di lavoro;
- Focalizzazione sugli aspetti tangibili sia nella fase iniziale, che in quella successiva di integrazione.

2.4 La definizione degli *acquisition criteria*

Dalla valutazione delle possibili sinergie emergono i criteri per operare una prima selezione delle aziende *target*. I cosiddetti *acquisition criteria* sono definiti tenendo presente, da un lato, le particolari risorse o competenze che l'impresa intende acquisire e dall'altro le caratteristiche strutturali ed economiche che possono favorire una vantaggiosa integrazione fra impresa acquirente e acquisita.

Una volta individuate le aziende che meglio rispondono agli *acquisition criteria*, è necessario verificare quali di queste siano effettivamente acquisibili. Questa è una fase molto delicata perché, se tra le imprese considerate nessuna è realisticamente acquisibile, i manager e gli imprenditori potrebbero essere incentivati a modificare gli *acquisition criteria* originariamente fissati per adattarli al panorama delle imprese disponibili, vanificando così il lavoro di analisi precedentemente svolto. Al contrario, altri potenziali acquirenti assumono un atteggiamento passivo, favorito dalla falsa convinzione che le imprese notoriamente in vendita siano le più convenienti.

In realtà, comportamenti “adattivi”, o peggio “attendisti”, non rappresentano una valida strategia nel mercato delle acquisizioni aziendali, sia perché l'occasione ideale potrebbe non presentarsi mai, sia perché l'evidenza empirica dimostra che, molto spesso, le acquisizioni più vantaggiose si realizzano su iniziativa dell'acquirente. Dunque, conviene che l'impresa assuma un comportamento attivo, comunicando gli *acquisition criteria*, non solo agli intermediari finanziari di propria fiducia, ma anche agli stessi dirigenti operativi, sollecitando eventuali opinioni e suggerimenti. D'altronde, il loro coinvolgimento nella pianificazione e nella valutazione delle operazioni di M&A assume notevole importanza.

I possibili candidati di un'acquisizione possono essere tenuti sotto osservazione per periodi più o meno lunghi, a seconda della rilevanza del fattore tempo rispetto agli obiettivi da perseguire ed ai prevedibili comportamenti di altri potenziali acquirenti. Gli acquirenti sistematici o le imprese che seguono politiche di acquisizioni “a grappolo”, impiegano solitamente appositi staff che si occupano a tempo pieno dello studio e della valutazione dei possibili obiettivi di un'operazione di acquisizione, eseguendo un monitoraggio costante sulle aziende che rispondono agli *acquisition criteria*. Molte imprese, considerando la selezione e il monitoraggio delle imprese acquisibili come parte integrante della pianificazione strategica, adibiscono a tali attività autonomi dipartimenti o appositi staff della funzione pianificazione e sviluppo.

Nelle imprese in cui le M&A rappresentano un fatto occasionale, le notizie sui potenziali candidati provengono, oltre che dalle classiche fonti informative, quali *investment banks* o istituzioni finanziarie, dai colloqui con quei dirigenti operativi che, per la loro attività, hanno maggiori contatti con le aziende *target*.

2.5 Il processo di integrazione post-operazione

Più volte, nel corso della trattazione, si è fatto riferimento ai problemi che sorgono nella fase immediatamente successiva ad un'operazione di fusione o di acquisizione. L'esigenza di realizzare una forma di integrazione, più o meno estesa, rappresenta una questione importante, la cui soluzione, in molti casi, influenza fortemente il rendimento per le imprese. Uno studio specifico, condotto su un campione di operazioni, dimostra che in più di un terzo dei casi l'esito di una M&A dipende dall'accurata pianificazione e dall'efficiente gestione del processo di integrazione. È necessario un progetto di integrazione strutturato per valorizzare le sinergie e creare valore; tale piano deve prevedere l'allineamento degli obiettivi finanziari e del modello di *business* delle entità coinvolte, la razionalizzazione della *supply chain*, l'armonizzazione e la migrazione dei sistemi IT, senza trascurare le complessità legate alla gestione del personale e alle tematiche culturali.

L'importanza di questo processo richiede che la relativa attività di pianificazione abbia inizio con notevole anticipo rispetto alla conclusione della trattativa. I costi di integrazione, necessari per realizzare le potenziali sinergie, possono rappresentare una componente significativa delle valutazioni operate in sede di selezione fra le imprese acquisibili e, più in generale, dell'analisi di convenienza di una particolare operazione. Durante il processo di pianificazione un aspetto da affrontare in via preliminare è la designazione dei dirigenti responsabili della gestione dell'impresa acquisita; questi dovranno essere coinvolti sin dall'inizio nelle attività di selezione e valutazione dell'azienda in questione, così da essere maggiormente motivati e preparati.

Tra gli ulteriori aspetti da considerare, vi è il tentativo di creare un clima di generale consenso; ciò non è quasi mai possibile perché le acquisizioni sono spesso caratterizzate da un certo grado di traumaticità nei rapporti all'interno ed all'esterno dell'impresa, per cui è quasi inevitabile un'iniziale diffidenza verso il cambiamento. Pertanto, prima ancora che si sia esaurita la fase delle negoziazioni, è necessario che l'azienda sviluppi un'efficace attività di comunicazione, per chiarire con la massima trasparenza programmi e obiettivi della nuova gestione e tranquillizzare, nei limiti del possibile, le diverse categorie sociali interessate alle sorti dell'impresa. Un'operazione di M&A, infatti, anche se di medie o piccole dimensioni, ha comunque un certo impatto, non solo sugli azionisti o sui dipendenti, ma anche sulle aspettative di clienti, fornitori, sindacati, amministrazione locale e centrale.

La comunicazione con il personale dell'impresa acquisita, soprattutto con quei dirigenti che si ritiene opportuno confermare nelle loro attuali posizioni, deve essere di tono aziendalistico. Al fine di evitare cali di produttività o perdite di motivazione, è necessario comunicare con la massima chiarezza eventuali modifiche nella struttura organizzativa e definire, al più presto, poteri e responsabilità di ciascuno affinché non si creino fraintendimenti o conflitti di competenze.

Una volta create le premesse, occorre stabilire le modalità dell'effettiva integrazione, che può essere realizzata a diversi livelli ed in modo più o meno accentuato. La principale variabile da considerare è il tipo di sinergia che l'impresa acquirente intende attivare.

Nelle fusioni o acquisizioni conglomerali il processo di integrazione presenta minori difficoltà, riguardando infatti, nella maggior parte dei casi, le sole funzioni amministrative e finanziarie. Tuttavia, è fondamentale per il successo dell'operazione che l'impresa acquirente pianifichi e realizzi in tempi brevissimi i necessari interventi sul sistema informativo delle due aziende, affinché possa disporre di un effettivo controllo presso la direzione di gruppo sui fondamentali indicatori finanziari, economici e di mercato dell'impresa acquisita.

Il livello di integrazione da realizzare aumenta sensibilmente quando l'acquisizione è finalizzata ad ottenere sinergie operative nelle singole aree funzionali. Quando l'impresa acquisita adotta una struttura divisionale o di gruppo, potrebbero essere consolidate le sole divisioni in cui sono possibili rilevanti economie di scala o di scopo; viceversa, se l'azienda acquisita adotta una struttura funzionale, a seconda del grado di interrelazione con le altre sezioni dell'impresa, potrà essere assorbita in una particolare divisione o essere aggiunta come autonoma. Il principio base, che dovrebbe guidare le decisioni sulla modifica degli assetti organizzativi, è che qualsiasi cambiamento richiede tempo, costi e impegno manageriale e pertanto deve essere sempre valutato alla luce degli effettivi benefici che, si ritiene, potrà apportare.

Risolti i problemi organizzativi, è necessario pianificare l'integrazione fisica di alcune attività. Un primo passo è quello di eliminare quelle attività che risultano ridondanti o che possono essere convenientemente consolidate in singole unità di maggiori dimensioni, realizzando economie di scala o di scopo. Inoltre, eliminando con opportune politiche di dismissioni, eventuali duplicazioni e sovrapposizioni fra le attività delle due aziende, si riduce il costo dell'acquisizione e l'esposizione finanziaria dell'impresa acquirente.

Per quanto concerne le sinergie che si basano sulla condivisione e sul trasferimento di risorse, si tratta in primo luogo di programmare e realizzare i necessari interventi sulle risorse fisiche per renderle effettivamente fruibili ad entrambe le imprese; inoltre, è necessario che le risorse trasferite o condivise rappresentino una fonte di vantaggio competitivo sostenibile. Ad esempio, per unificare le reti di vendita può essere necessario ridisegnarne l'assetto territoriale ed eliminare possibili sovrapposizioni o conflitti di competenza fra i diversi venditori e capi-area. In questo caso, è importante verificare che le potenziali sinergie non siano più che compensate dalla perdita di efficacia dovuta al processo di adeguamento; a tal proposito, i risparmi di costo che derivano dall'accorpamento di alcune attività di marketing potrebbero risultare inferiori rispetto ai vantaggi derivanti da una gestione autonoma del posizionamento sul mercato.

Quando i potenziali effetti sinergici sono collegati al trasferimento di competenze specifiche nelle singole aree funzionali, si devono studiare i necessari spostamenti di personale, a diversi livelli gerarchici o, in alternativa, quando la natura delle attività svolte lo consente, il consolidamento di alcune funzioni come il marketing o la R&S. In alcuni casi, può essere opportuno contemplare interventi di formazione e di riqualificazione del personale per

permetterne l'inserimento in una diversa realtà organizzativa e produttiva. Il massimo livello di integrazione prevede il trasferimento all'impresa acquisita del sistema di valori e regole proprie dell'acquirente. Si tratta di una forma di integrazione da utilizzare molto cautamente soprattutto nel caso in cui vi siano marcate differenze, dimensionali o culturali, fra le due aziende. Questo tipo di trasformazione, infatti, rischia di svalutare il patrimonio intangibile dell'impresa acquisita in quanto potrebbe creare incomprensioni fra i manager di diversa estrazione e favorire l'esodo dalla società acquisita del personale più preparato. Le resistenze ai cambiamenti, di cui abbiamo già accennato in precedenza, da parte dei membri di entrambe le aziende rappresentano uno degli ostacoli principali, il cui superamento comporta dei costi da sottrarre ai benefici delle sinergie operative; pertanto, è consigliabile realizzare una completa integrazione culturale solo nei casi in cui l'obiettivo dell'impresa acquirente è quello di imporre un radicale cambio di rotta in un'azienda che presenta gravi disfunzioni sotto il profilo strategico e manageriale. Infatti, anche dal punto di vista psicologico, sarà relativamente facile imporre le proprie idee al management e ai dipendenti di un'impresa in crisi, laddove sarà molto più difficile, e quasi sempre inopportuno, smuovere dalle proprie convinzioni un management che ha ottenuto *performance* di rilievo.

Una volta decisi gli obiettivi e le politiche fondamentali del processo di integrazione, la pianificazione delle modalità operative e dei tempi per l'implementazione delle diverse fasi, può essere affidata a gruppi di lavoro interaziendali, consolidando in tal modo quella collaborazione fra dirigenti delle diverse aziende che, nelle acquisizioni meglio gestite, ha inizio solitamente già nella fase avanzata delle trattative.

La pianificazione dei tempi della fase di integrazione deve valutare il possibile *trade-off* fra rapidità ed efficacia dell'integrazione. Da parte dell'impresa acquirente, infatti, vi è tutto l'interesse ad accelerare il processo di integrazione in quanto al suo completamento è condizionato l'ottenimento degli effetti sinergici desiderati. Dall'altra parte, un'eccessiva *time-pressure* per il completamento dell'integrazione può essere controproducente per la sua efficacia in quanto non agevola i processi di apprendimento di nuove metodologie e procedure. Solitamente, una certa progressività nelle fasi iniziali del processo ed un'estrema chiarezza nella comunicazione a tutti i livelli organizzativi, creando le premesse per un'integrazione ottimale, facilitano e velocizzano le fasi successive.

2.6 Il ruolo della componente manageriale

Un'importante fonte di valore economico, per le imprese coinvolte in operazioni di crescita esterna, è data dalla possibilità che lo stesso complesso aziendale migliori le proprie prospettive di reddito e aumenti il proprio valore complessivo, per effetto della modifica o dell'integrale sostituzione del management che di solito accompagna le operazioni di M&A. In proposito si possono distinguere due casi:

- 1) La gestione delle risorse aziendali, da parte degli attuali proprietari o dirigenti, persegue obiettivi diversi dalla massimizzazione del valore economico dell'impresa. Difatti, l'acquisizione e la successiva sostituzione del management, prescindendo dalle maggiori o minori capacità professionali dei sostituti, possono contribuire ad aumentare il valore del complesso aziendale, nella misura in cui la nuova gestione, ponendo fine a comportamenti e politiche aziendali inefficienti, riorienta la strategia dell'impresa nell'ottica della massimizzazione del suo valore economico (TEORIA DELL'EFFICIENZA ASSOLUTA);
- 2) La modifica o la sostituzione del gruppo dirigente apporta, all'impresa acquisita, competenze manageriali qualitativamente superiori rispetto a quelle di cui attualmente dispone, o che meglio si adattano alle sue specifiche problematiche di gestione (TEORIA DELL'EFFICIENZA RELATIVA).

Per quanto concerne il primo caso, la letteratura si è prevalentemente orientata verso lo studio delle grandi società ad azionariato diffuso, nelle quali la separazione fra proprietà e governo accentua i conflitti di interesse fra chi gestisce l'azienda e i suoi proprietari; tuttavia, le decisioni prese in una logica diversa dalla massimizzazione del valore economico dell'impresa possono realizzarsi anche in strutture diverse dalla tradizionale *public company*, tipica del mondo anglosassone. Ai fini del nostro discorso è interessante esaminare i motivi per cui questo avviene e le diverse possibilità per le fusioni e le acquisizioni aziendali di accrescere il valore economico delle imprese coinvolte, eliminando eventuali comportamenti inefficienti di imprenditori o dirigenti. Di seguito, si analizzano i due casi distinti:

- Società ad azionariato diffuso, gestite da un management professionale cui la proprietà delega di fatto la gestione delle risorse aziendali;
- Società ad azionariato concentrato, per cui il management è espressione diretta o indiretta degli azionisti di controllo.

SOCIETÀ AD AZIONARIATO DIFFUSO

In questa circostanza, le possibilità di controllo degli azionisti sono piuttosto ridotte, per cui esiste il rischio concreto che i dirigenti seguano una linea di comportamento che tenda a massimizzare la propria funzione di utilità, piuttosto che il valore dell'impresa per i suoi azionisti. Tra le principali aree, in cui possono sorgere conflitti di interesse fra proprietà e management, vi sono certamente quelle relative alle decisioni sulle strategie di sviluppo, alle spese generali di management e al livello di rischio ritenuto accettabile.

Secondo il criterio della massimizzazione del valore economico, un'impresa dovrebbe intraprendere solo quei progetti di investimento che presentano un valore attuale netto positivo; questo perché il costo del capitale proprio per l'azienda è dato dal costo opportunità delle risorse finanziarie per i suoi azionisti e quando l'impresa investe in progetti con un valore attuale netto negativo impiega le risorse in maniera meno efficiente di quanto potrebbe fare il singolo azionista, investendo personalmente. Quindi, le risorse finanziarie, che non possono essere investite con un rendimento superiore al costo del capitale, andrebbero restituite agli azionisti, sotto forma di dividendi o tramite il riacquisto di azioni proprie.

Questo non sempre accade perché, a volte, i manager potrebbero essere più interessati allo sviluppo dimensionale dell'impresa, che all'aumento del suo effettivo valore economico. La scelta potrebbe essere ispirata da motivi di prestigio personale o di mera convenienza economica.

In particolare, le società che operano in settori maturi hanno spesso investito in modo inefficiente i flussi di cassa prodotti, impiegandoli in iniziative a basso rendimento o in diversificazioni di scarso successo. La giustificazione addotta, che la crescita sia sempre e comunque un fatto positivo e benefico per l'azienda, non tiene conto del fatto che le economie di scala, in determinate attività come la R&S e la produzione, sono gradualmente ma sostanzialmente diminuite negli ultimi tempi. Infatti, l'assunzione implicita che "grande è efficiente ed economico" si è modificata nel senso che la dimensione è il più delle volte ininfluente.

In presenza di comportamenti inefficienti da parte del management, i meccanismi presenti per tutelare gli azionisti di minoranza da una progressiva erosione del valore del loro investimento nell'azienda sono, da un lato, un più stretto collegamento tra retribuzioni degli alti dirigenti e valore economico dell'impresa e, dall'altro, la possibilità da parte degli azionisti di cedere le azioni in loro possesso. In quest'ultimo caso, la capitalizzazione borsistica della società tenderà a scendere, al di sotto del reale valore di mercato delle sue attività, creando le condizioni propizie per l'intervento di un acquirente esterno che rilevi il controllo dell'impresa e interrompa la distribuzione di valore economico, perpetrata dall'attuale management. Naturalmente, nel caso di grandi società, una soluzione di questo tipo richiede la presenza di un mercato dei capitali, sufficientemente ampio e liquido da consentire il finanziamento di M&A, anche di notevoli dimensioni; altrimenti, la sottovalutazione della società potrebbe protrarsi, anche per lungo tempo, senza che un potenziale acquirente possa porvi rimedio.

Un secondo potenziale conflitto, nelle società ad azionariato diffuso, è dato dal fatto che il management, anche quando è azionista della società, possiede per lo più partecipazioni di entità relativamente modesta; pertanto, pur avendo un'ampia discrezionalità in materia di spesa, partecipa solo in piccola parte al sostenimento dei costi aziendali. Talvolta, i manager dimostrano un'eccessiva propensione a caricare le società di costi economicamente improduttivi, ma che possono contribuire al loro prestigio, alla loro notorietà o più semplicemente alla loro utilità personale; al riguardo, O.E. Williamson, noto economista americano, parlava di una "*expense preference*" del management. Questi costi dovrebbero essere giustificati dal valore aggiunto che la direzione centrale crea per le singole unità operative. Esistono, tuttavia, evidenti segnali che mettono seriamente in discussione le capacità, da parte di alcune direzioni di gruppo, di apportare alle imprese gestite benefici superiori al loro costo; in primo luogo, i notevoli profitti realizzati in molti casi dalle operazioni di scorporo e ristrutturazione delle grandi *holding* diversificate; in secondo luogo, l'evidenza dei mercati borsistici, dove, le azioni della società capogruppo capitalizzano un valore inferiore rispetto al valore di mercato delle controllate operative (c.d. *corporate discount*).

Infine, un ulteriore fattore che può indurre il management a scelte che, nell'ottica dell'azionista-investitore, appaiono inefficienti, è dato dalla diversa propensione al rischio delle due tipologie di soggetti. Per molti dirigenti delle grandi società ad azionariato diffuso, le proprie capacità professionali rappresentano il principale cespite patrimoniale. In particolare, un dirigente investe parte del proprio tempo professionale per sviluppare capacità specifiche, relative all'azienda in cui lavora, che potrebbero perdere molto valore se, in seguito ad un andamento dell'impresa fortemente negativo, fosse costretto a cambiare azienda. Difatti, il management, nel massimizzare la propria utilità, può essere indotto a comportamenti più prudenti, che si traducono in decisioni strategiche sub-ottimali nell'ottica dell'azionista-investitore.

In sintesi, ai fini della nostra analisi, l'importanza della teoria dell'efficienza assoluta è duplice. Da un lato, infatti, la presenza di gruppi dirigenti che, nell'ottica dei mercati finanziari, agiscono in modo inefficiente crea l'opportunità per acquisizioni potenzialmente convenienti per effetto della sostituzione della compagine manageriale; dall'altro, la presenza di aziende, gestite con obiettivi diversi dalla massimizzazione del valore economico, rende realistica la possibilità che si realizzano acquisizioni poco convenienti per le imprese acquirenti.

SOCIETÀ AD AZIONARIATO CONCENTRATO

Nonostante in questo tipo di aziende il management sia espressione della proprietà, o almeno di una parte di essa, vi è la possibilità che alcune decisioni seguano logiche diverse dalla massimizzazione del valore economico dell'impresa; soprattutto quando apposite strutture giuridiche, quali partecipazioni azionarie a cascata, emissione di azioni di risparmio o accordi di sindacato, consentono il comando totale dell'azienda, con esigue percentuali di partecipazione al capitale sociale.

In questi casi, aumenta la propensione di chi dispone del controllo a mantenere i flussi di cassa all'interno dell'azienda, anche quando questa decisione non sia giustificata da valide opportunità di investimento. Il gruppo di controllo, infatti, si trova di fronte alla scelta tra la possibilità di continuare a gestire le risorse finanziarie create all'interno dell'impresa e l'alternativa di percepirne solo una piccola parte sotto forma di dividendi.

Inoltre, la propensione al rischio del gruppo di controllo di una società ad azionariato concentrato non si differenzia particolarmente da quella ipotizzata per il management professionale.

Pertanto, anche in imprese ad azionariato concentrato, situazioni in cui gli interessi del gruppo di controllo divergono dagli interessi degli azionisti di minoranza, possono portare ad una sottovalutazione del complesso aziendale rispetto al valore che lo stesso avrebbe se gestito in una logica di massimizzazione del suo valore economico. Quando questo si verifica, un'eventuale acquisizione, cui faccia seguito un intervento di ristrutturazione, potrebbe aumentare il valore della società acquisita, correggendo gli orientamenti strategici e le

politiche gestionali che non sono funzionali alla massimizzazione del valore economico per gli azionisti.

Per quanto riguarda il secondo caso, in base al principio dell'efficienza relativa, le M&A possono creare nuovo valore economico quando consentono la sostituzione del management dell'impresa acquisita con un gruppo dirigente, dotato di capacità e competenze qualitativamente superiori o che meglio si adattano alle specifiche problematiche di gestione che l'impresa si trova ad affrontare. Le capacità manageriali, infatti, rappresentano una risorsa fortemente critica per il successo e lo sviluppo delle imprese, soprattutto in quei settori, in cui la complessità dell'ambiente competitivo e la dinamicità dei processi evolutivi in atto richiedono competenze e *know-how* gestionali, non sempre agevolmente reperibili. Il trasferimento o la condivisione di risorse manageriali fra le aziende, acquirenti ed acquisite, può contribuire ad accrescere il valore economico delle unità aziendali coinvolte in operazioni di fusione e acquisizione. È questa un'ipotesi piuttosto frequente, soprattutto quando un'impresa in crisi viene acquistata da un concorrente che trasferisce all'unità acquisita tecniche manageriali già sperimentate con successo, migliorandone così le prospettive reddituali.

Il miglioramento dell'azione di management può dipendere dall'introduzione di nuove e più razionali procedure di programmazione e controllo, da un'efficace politica di incentivazione dei dirigenti o dal trasferimento all'impresa acquisita di una cultura aziendale di successo. Talvolta, un'operazione di M&A crea valore economico, perché il nuovo management è in grado di prendere decisioni sulle attività della società acquisita senza essere condizionato da fattori storici o culturali; spesso, infatti, le condizioni competitive e i fattori critici di successo dei diversi settori mutano molto rapidamente. Competenze, che in alcune fasi del ciclo di vita di un settore sono determinanti, possono perdere progressivamente importanza a vantaggio di altre, prima meno critiche. È il caso, ad esempio, di molti settori nuovi che, dopo una prima fase *technology-oriented* o *product-oriented*, in un secondo momento, consolidatisi la tecnologia e i design dominanti, richiedono una gestione *market-oriented*.

Un limite all'ottenimento di sinergie manageriali, mediante fusioni e acquisizioni, è dato dalla regolamentazione legislativa dei rapporti all'interno e all'esterno dell'impresa. Determinate forme di tutela, accordate a soggetti diversi dagli azionisti di maggioranza, possono comportare una parziale scissione fra diritti di proprietà e potere di gestione; tale separazione ha un forte impatto sul mercato aziendale poiché, di fatto, riduce il ruolo delle operazioni di M&A come strumento per correggere l'inefficienza, assoluta o relativa, del management e per modificare assetti strutturali e strategici dell'impresa acquisita.

2.7 Analisi della concorrenza nel mercato delle M&A

Il prezzo massimo che l'impresa acquirente può essere disposta a pagare per ottenere il controllo di un'azienda *target* corrisponde al valore soggettivo di quest'ultima per l'acquirente; ciò non fornisce, però, indicazioni sul prezzo cui sarà presumibilmente conclusa l'operazione. In teoria, l'impresa potrebbe decidere di intraprendere la fusione o l'acquisizione, prescindendo da ogni considerazione sulla struttura competitiva nel mercato delle M&A. Per l'acquirente, infatti, l'aver condotto una meticolosa attività di valutazione e la possibilità di concludere l'operazione ad un prezzo ritenuto conveniente, possono rappresentare una garanzia sufficiente della validità dell'investimento. Tuttavia, assume una certa rilevanza l'analisi del contesto competitivo del mercato in questione.

In primo luogo, è importante individuare i possibili concorrenti di una determinata operazione, cercando di analizzarne le principali caratteristiche strutturali e strategiche. In particolare, le variabili da esaminare sono:

- ✓ Dimensioni;
- ✓ Assetto proprietario;
- ✓ Consistenza finanziaria;
- ✓ Struttura organizzativa.

Dal punto di vista strategico, invece, gli aspetti da approfondire sono:

- Livello di diversificazione delle attività;
- Punti di forza e di debolezza nelle diverse aree di affari;
- Comportamenti acquisitivi "storici".

L'analisi congiunta delle caratteristiche strutturali e strategiche consente di stabilire l'interesse prevalente che una particolare fusione o acquisizione riveste per ciascuno dei potenziali acquirenti. A tal proposito, è fondamentale accertare se fra i concorrenti vi siano imprese che agiscono secondo una logica diversa dalla massimizzazione del valore economico. In tal caso, è opportuno analizzare le finalità strategiche che i concorrenti perseguono allo scopo di stabilire fino a che punto, pur di realizzare l'operazione, siano disposti a sacrificare valore economico in un investimento improduttivo.

In presenza di acquirenti eterogenei sotto il profilo strategico, potrebbero esserci le condizioni per concordare un'azione congiunta, finalizzata all'acquisto dell'impresa ed allo scorporo di quelle divisioni che possono interessare qualche potenziale acquirente. Una politica di questo tipo ha un duplice effetto positivo, consentendo, da un lato, di eliminare possibili concorrenti e, dall'altro, di realizzare una forma di "disinvestimento preventivo", riducendo così il rischio complessivo dell'operazione.

In secondo luogo, si esamina il grado di diffusione delle informazioni sull'azienda *target*, valutando la quantità e la qualità di dati e notizie di cui presumibilmente sono in possesso i concorrenti. Infine, devono essere riesaminati gli *asset* dell'impresa acquisibile in relazione

alle caratteristiche patrimoniali e strategiche dei potenziali acquirenti, per determinare quali effetti sinergici siano attivabili solo da alcuni concorrenti.

L'analisi va integrata con un esame delle strategie acquisitive perseguite dai concorrenti. Infatti, i cosiddetti acquirenti "minimali", ossia con scarsa esperienza in materia di M&A, potrebbero commettere errori di valutazione con maggiore facilità di quanto non accada ad imprese che utilizzano sistematicamente tali strumenti. Diversamente, la presenza di acquirenti "a grappolo", per i quali l'acquisizione rappresenta, in termini relativi, un modesto impegno finanziario, ma è funzionale ad un preciso disegno strategico di lungo termine, può essere la premessa di una dinamica competitiva particolarmente intensa. L'obiettivo dell'analisi è di stabilire il "prezzo massimo teorico" che i potenziali acquirenti sono disposti ad offrire.

In presenza di "prezzi massimi teorici", più bassi per i potenziali acquirenti rispetto al valore calcolato per l'impresa, è importante individuare le possibili cause dello scostamento ed in particolare se questo dipende da errori di valutazione, da migliori informazioni o da differenze nei costi di integrazione e nelle sinergie ottenibili. Una volta accertato che non sono stati commessi errori di valutazione, si ipotizza che l'impresa disponga di un vantaggio competitivo da gestire nel modo migliore.

Se il vantaggio è dato da informazioni riservate sul reale valore delle attività dell'impresa da acquisire, la riservatezza della trattativa ed il tempo impiegato per completarla diventano i fattori critici di successo. Infatti, è preferibile adottare una maggiore flessibilità nella contrattazione sul prezzo, in quanto eventuali ritardi e diffusioni di informazioni salienti potrebbero vanificare lo sfruttamento delle condizioni vantaggiose. Inoltre, anche la fissazione del corrispettivo da offrire deve essere attentamente valutata in quest'ottica; un'offerta artificiosamente bassa, molto al di sotto delle attese del venditore, potrebbe indurre quest'ultimo a ricercare attivamente altri compratori, generando una maggiore diffusione di dati e notizie.

Al contrario, se il vantaggio competitivo deriva dalla possibilità di realizzare una combinazione unica di risorse, per cui l'impresa beneficerebbe di effetti sinergici difficilmente realizzabili da altri acquirenti, il fattore tempo e la riservatezza divengono meno cruciali. L'asimmetria nei benefici ottenibili da un'operazione di M&A è, infatti, attribuibile soprattutto alle sinergie operative che dipendono maggiormente dalle caratteristiche strutturali e strategiche dell'impresa acquirente. La realizzazione delle potenziali sinergie dovrà essere pertanto dettagliatamente pianificata già nel corso della *due diligence*.

Anche nel caso di un vantaggio competitivo relativo alle particolari sinergie attivabili, l'acquirente deve usare una certa cautela nel fissare il primo prezzo offerto. Infatti, un prezzo eccessivamente basso, soprattutto se il mercato è molto trasparente, può indurre altre imprese ad entrare in concorrenza, innescando una competizione dagli esiti imprevedibili. È stato accertato che, non di rado, nel mercato delle M&A si assiste a comportamenti impulsivi da parte di manager e imprenditori.

A tal proposito, nel saggio "*The hubris hypothesis of corporate takeovers*" del 1986, R. Roll ha sviluppato un'interessante teoria per spiegare i rendimenti negativi delle imprese

acquirenti. La possibilità che alcune società distruggano valore economico, realizzando acquisizioni che rendono meno del costo del capitale sarebbe dovuta, infatti, al comportamento del management che, sopraffatto dalla frenesia (*hubris*) da acquisizione, diviene eccessivamente ottimista nelle valutazioni e sopravvaluta le aziende *target*, offrendo prezzi superiori ai benefici effettivamente ottenibili dall'operazione. Comportamenti di questo tipo possono alterare il ruolo del mercato nel favorire un'efficiente allocazione delle risorse. Inoltre, la tendenza a sopravvalutare le imprese oggetto di acquisizione può provocare artificiosi rialzi dei prezzi pagati, senza alcun legame con le reali prospettive reddituali delle aziende acquisite.

2.8 Come avvicinare domanda e offerta: la determinazione del prezzo

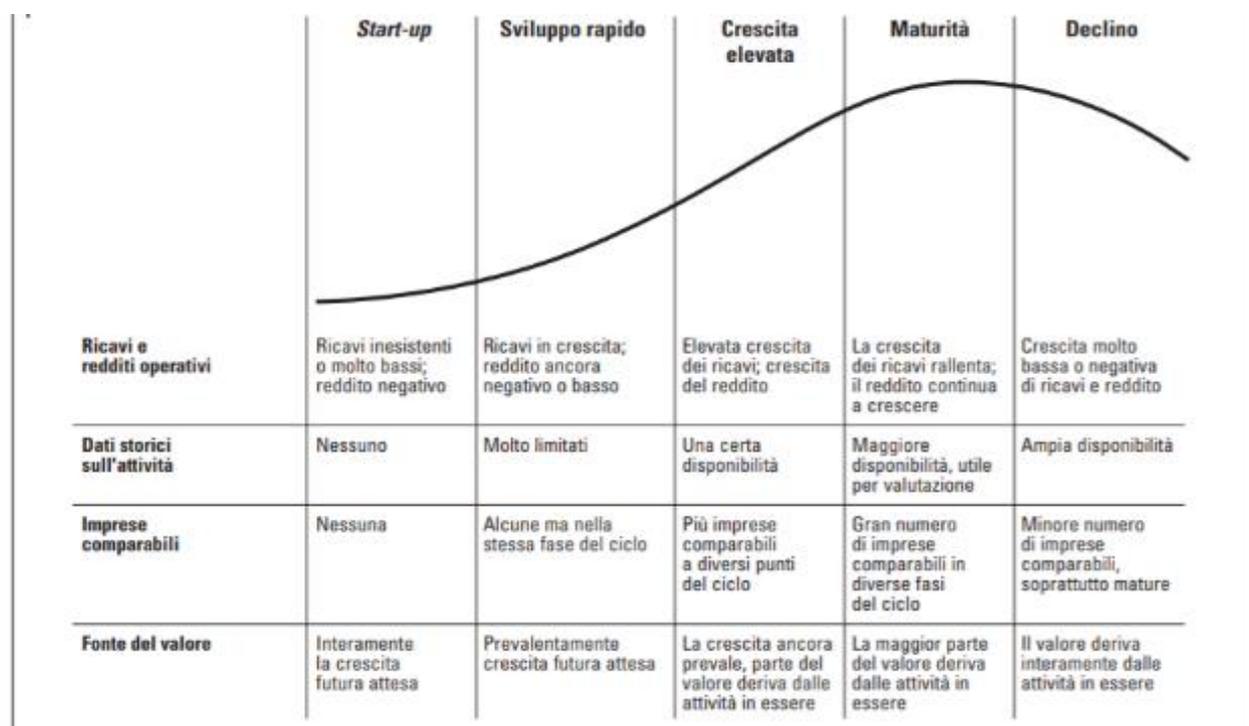
Nelle operazioni di M&A si assiste spesso ad una differenza tra la richiesta del venditore e l'offerta del potenziale acquirente. Questa "forbice" tra domanda e offerta può emergere sia dall'atteggiamento negoziale di ciascuna parte, rivolto alla massimizzazione del ritorno economico, sia da una differente percezione del valore della transazione. I disallineamenti di prezzo del primo tipo sono più facilmente risolvibili, in genere ricomponendo le posizioni su una soluzione di compromesso che consenta un risultato negoziale di tipo "win-win", ossia quando entrambe le parti raggiungono esiti positivi senza comportare necessariamente la "sconfitta" dell'altro; al contrario, i disallineamenti derivanti da asimmetrie valutative possono condurre allo stallo della trattativa sino addirittura al fallimento della stessa. In questo paragrafo si esamina la questione del differenziale di valore e della determinazione del prezzo.

Come già accennato in precedenza, il prezzo di una compravendita societaria è la risultante della combinazione di un ampio ventaglio di elementi: tra questi assume un certo rilievo il processo di valutazione economico-finanziaria. La dottrina prevalente in materia di valutazione aziendale afferma che il valore attribuibile ad ogni impresa è dimostrabile, razionale e stabile; in pratica, il valore teorico di un'azienda sarebbe unico.

La realtà, però, è ben diversa. Infatti, l'esperienza quotidiana è ricca di situazioni in cui diversi operatori valutano in maniera difforme la stessa azienda. La ragione è chiara: l'oggettività del processo valutativo è un'utopia, in quanto la scelta e l'applicazione degli strumenti forniti dalla teoria valutativa presuppongono e richiedono giudizi, ipotesi e intuizioni che, nei fatti, sono spesso di natura soggettiva.

Detto dell'inevitabile componente di soggettività che la caratterizza, la valutazione è, in effetti, solo uno strumento utilizzato da acquirenti e venditori per stabilire la soglia, rispettivamente massima e minima, oltre la quale la compravendita non pare sufficientemente remunerativa. Il prezzo minimo dipenderà dal valore che l'attuale imprenditore o socio attribuisce all'impresa, generalmente al netto del suo specifico carico fiscale. Tale prezzo, definito "*stand alone value*", dovrebbe basarsi principalmente sulle previsioni contenute nel

Business Plan redatto dal venditore, per quanto nei diversi momenti del ciclo di vita dell'impresa possano prevalere metodologie di valutazione che privilegiano i dati contabili consuntivi piuttosto che le previsioni, come ben descritto nella tabella sottostante.



Fonte: Equity Factory

In ogni caso, il prezzo minimo atteso dall'acquirente sarà influenzato positivamente dalla presenza di offerte concorrenti per l'acquisizione dell'impresa; il prezzo massimo, invece, è collegato al valore dell'azienda determinato considerando anche le sinergie che si presume di conseguire.

Per esaminare correttamente il problema della determinazione del prezzo e identificare gli strumenti più idonei per agire su di esso, è innanzitutto necessario porlo nella giusta prospettiva e contestualizzarlo; infatti, la questione assume caratteristiche diverse in funzione delle peculiarità della specifica tipologia di operazione o impresa. Ad esempio, il tema della metodologia di valutazione e del differenziale di prezzo richiesto ed offerto risulta cruciale nelle transazioni riguardanti aziende non quotate sui mercati regolamentati, per le quali non si dispone nemmeno di riferimenti aggiornati come quelli invece disponibili nel caso di società quotate.

Le soluzioni che, nella prassi, hanno positivamente contribuito nell'avvicinare domanda e offerta si basano sul concetto che, nell'ottica dell'acquirente, l'investimento deve presentare una certa coerenza tra il grado di rischio percepito associatogli e il rendimento atteso. Di seguito, presentiamo in breve una panoramica delle tecniche più diffuse:

- 1) Lo scorporo degli immobili e delle attività non strategiche: consente di ridurre il prezzo che un compratore deve pagare senza penalizzare il venditore. Questa tecnica è molto diffusa e funziona in quanto gli imprenditori tendono ad attribuire un ingente valore agli immobili e agli altri cespiti posseduti dalla loro impresa; l'acquirente, invece, è

solito assegnare all'azienda *target* un valore fondato soprattutto sui redditi o sui flussi di cassa che questa possa produrre e talvolta non è minimamente interessato a rilevare certi beni o attività industriali. In quest'ottica, acquistare gli immobili e gli altri *asset* non strategici richiede un notevole impegno di risorse finanziarie: l'investitore, dunque, preferirà lasciare tali cespiti al venditore pagando per l'azienda un prezzo netto inferiore e versando l'affitto solo per i beni strumentali funzionali allo svolgimento della propria attività. Dall'altro lato, il venditore accetta volentieri di mantenere la proprietà di un immobile o di un'attività industriale diversificata ricevendone un affitto che può rappresentare un'interessante fonte di reddito;

- 2) La leva delle garanzie contrattuali: è noto come, comprando una società, si acquisiscano anche una serie di obblighi e responsabilità relative al passato di tale azienda e perciò l'acquirente resta esposto ad un rischio latente, di competenza della precedente gestione. L'acquirente può tutelarsi realmente soltanto attraverso l'inserimento nel contratto di compravendita di specifiche clausole di garanzia a carico del venditore che abbiano la funzione specifica di garantire la consistenza patrimoniale della società *target* al livello attestato dall'alienante e di prevedere dei rimedi pattizi di tipo indennitario o risarcitorio. Proprio per questo motivo i contratti di compravendita presentano sempre una sezione riguardante le dichiarazioni e le garanzie (le cosiddette *representations and warranties*: R&W) che il venditore fornisce all'acquirente in merito alla situazione presente dell'oggetto della transazione, nonché al suo passato. Il modo e la profondità in cui le R&W sono redatte forniscono al compratore una più o meno ampia copertura per una serie di rischi che potrebbero influenzare i risultati futuri; in pratica, quanto maggiore è la copertura che il venditore è disposto a riconoscere all'acquirente, tanto maggiore, in linea di principio, sarà il prezzo offerto dall'acquirente. Infine, è opportuno ricordare che una scarsa copertura in termini di R&W può essere una valida ragione per indurre l'acquirente ad abbandonare una trattativa;
- 3) Gli schemi di *earn-out*: una delle modalità più efficaci, ma al tempo stesso più difficili, per ridurre il divario di valore tra venditore e acquirente consiste nel rimandare la determinazione finale del prezzo al momento successivo in cui saranno disponibili ulteriori informazioni consuntive su alcune grandezze e sui risultati dell'azienda obiettivo. In tutte le numerose varianti di questo schema, il prezzo finale viene in qualche modo ancorato agli obiettivi previsti in un piano previsionale che riguarda un periodo compreso fra uno e tre anni. Tali meccanismi di compensazione differita sono frequenti nei casi in cui il venditore continua a gestire l'azienda *target* anche successivamente al *closing* come avviene, ad esempio, nelle operazioni di *private equity*. Nella variante più semplice, invece, l'acquirente ottiene l'azienda obiettivo sin dal *closing* pagando la quota di prezzo "iniziale" certa, generalmente inferiore rispetto a quanto richiesto dal venditore, che successivamente potrà essere incrementata in funzione dell'effettivo conseguimento dei risultati economici e finanziari ipotizzati nel piano fissato fra le parti secondo tempi e modalità preconcertate, giungendo così alla determinazione del prezzo "finale". Frequentemente, il venditore pretende che l'acquirente rilasci un'idonea garanzia che gli assicuri, qualora siano maturate le necessarie condizioni, l'incasso del differenziale tra prezzo finale e prezzo iniziale. Tra

gli strumenti finanziari utilizzati per realizzare questi schemi vi sono principalmente i prestiti obbligazionari convertibili.

Per concludere, possiamo affermare che la scelta dell'approccio più idoneo, per avvicinare le attese d'introito del venditore a quelle di rendimento dell'acquirente, è solitamente costituita da una miscela delle diverse possibili tecniche e potrà essere più consapevole ed efficace qualora guidata da consulenti esperti delle diverse aree interessate che possibilmente vantino una specifica competenza nell'attività di M&A.

2.9 I metodi di valutazione delle aziende

La conoscenza del valore economico di un'impresa costituisce un riferimento indispensabile quando si realizza un'operazione di M&A. A tal proposito, è opportuno trattare, in questo paragrafo, i principi generali dei metodi di valutazione delle aziende.

Valutare un'impresa è un processo molto complesso, in cui il perito incaricato deve, sulla base della propria competenza tecnica e delle proprie esperienze, individuare i *drivers* del valore dell'azienda, dopo il necessario processo di analisi fondamentale, al fine di applicare la formula valutativa più adeguata. Si tratta di un processo guidato dalla finalità dell'incarico, in quanto per individuare le metodologie da adottare nella stima, l'esperto deve tenere ben presente lo scopo ultimo della perizia.

I requisiti di un'attendibile metodologia valutativa sono:

- Razionalità: la metodologia deve essere dotata di consistenza teorica e validità concettuale;
- Obiettività: i dati impiegati nella valutazione devono essere certi o quantomeno attendibili;
- Neutralità: la valutazione deve prescindere dalle posizioni soggettive del venditore e dell'acquirente e dai giudizi di valore di chi conduce la stima;
- Stabilità: la metodologia deve essere priva di elementi contingenti e mutevoli.

Inoltre, è opportuno distinguere tra i metodi "indiretti", che utilizzano grandezze riferite direttamente all'azienda da valutare, e i metodi "diretti", che ricavano il valore dai dati di fatto derivanti dall'osservazione del mercato.

I metodi "indiretti" si dividono in quattro tipologie ben distinte:

- Metodi reddituali;
- Metodi finanziari;
- Metodi patrimoniali;
- Metodi misti.

METODI REDDITUALI

L'ipotesi alla base dei metodi reddituali sostiene che il valore economico del capitale aziendale è funzione della corrente di reddito che l'impresa è potenzialmente in grado di produrre in futuro in normali condizioni di mercato. La visione dell'azienda è, dunque, quella di un complesso economico unitario, non scindibile in elementi distinti. Con questo metodo, il valore dell'impresa viene calcolato mediante l'attualizzazione del flusso dei redditi attesi ad un determinato tasso di capitalizzazione che consiste in un tasso equivalente al rendimento offerto da investimenti alternativi a parità di rischio. Il metodo reddituale può essere "puro", quando si basa sulla stima di un flusso di redditi costanti, ovvero su un reddito medio-normale atteso, o "complesso", quando avviene la puntuale determinazione dei flussi anno per anno, di solito prendendo come riferimento un arco temporale dai tre ai cinque anni. Questo metodo si adatta perfettamente alle aziende a bassa patrimonializzazione e con un'elevata dotazione di beni immateriali.

METODI FINANZIARI

I metodi finanziari, sempre più diffusi, trattano l'azienda da valutare alla stregua di un normale investimento, estendendo, quindi all'intera impresa i criteri e le formule adottate appunto per le decisioni relative a proposte d'investimento. Il principio comune ad ogni variante di tali metodi è che il valore del capitale aziendale è pari al valore attuale dei flussi di cassa che essa sarà in grado di generare in futuro. Per moltissimi operatori del settore questo metodo di valutazione aziendale, denominato anche *Discounted Cash Flow* (DCF), è quello che rispecchia meglio la logica sottostante della creazione di un valore legato alla possibilità che l'impresa generi adeguati flussi di cassa dalla propria gestione. In questo caso, la durata dell'iniziativa è di regola indeterminata; ciò rende assai incerti i dati e i risultati delle necessarie elaborazioni. Infine, è opportuno fare una distinzione tra i flussi "levered", disponibili per gli azionisti al netto degli oneri finanziari, attualizzati utilizzando il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), e i flussi "unlevered", disponibili per gli azionisti e i creditori al lordo degli oneri finanziari, attualizzati utilizzando il *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Questi metodi trovano proficua applicazione per le imprese che presentano una notevole dinamica finanziaria.

METODI PATRIMONIALI

I metodi patrimoniali si fondano sul principio della valutazione puntuale ed analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo dell'impresa, a valori correnti. Questi metodi trovano applicazione nella pratica, perché prospettano agli operatori valori più rassicuranti. Inoltre, producono una valutazione meno soggettiva di quella ottenuta con gli altri metodi, in quanto richiedono un minor numero di ipotesi. Tuttavia, sul piano teorico e sotto il profilo della razionalità essi appaiono criticabili, giacché offrono una visione statica e disaggregata dell'azienda e non includono le aspettative relative alle future tendenze della stessa. I metodi patrimoniali trovano applicazione nelle imprese dotate di ingenti attività immobilizzate. Con questo metodo di valutazione, si è soliti fare riferimento a due diversi approcci metodologici:

- SEMPLICI: prevedono la semplice riespressione a valori correnti degli elementi attivi e passivi. Innanzitutto, si assume il valore del capitale economico dell'azienda da

valutare come pari al patrimonio netto rettificato. Operativamente, si sottraggono le passività, opportunamente integrate e rettificate, dalle attività, anch'esse integrate e rettificate, entrambe espresse a valori correnti;

- **COMPLESSI:** determinano il valore del capitale economico dell'azienda da valutare sommando al patrimonio netto rettificato il valore dei beni immateriali (*intangible assets*) non contabilizzati aventi o meno valore di mercato (marchi, brevetti, software, *know-how*).

METODI MISTI

I metodi misti rappresentano una sintesi tra i metodi patrimoniali, da cui riprendono gli elementi di verificabilità ed obiettività, e i metodi reddituali, dei quali considerano le attese reddituali. Questi metodi, molto utilizzati nel panorama nazionale per la valutazione delle piccole e medie imprese, sono più completi in quanto consentono di ridurre il margine di soggettività proprio del metodo reddituale, quantificando anche gli elementi patrimoniali.

Infine, è opportuno trattare brevemente i metodi "diretti". Essi consentono di giungere indirettamente al valore dell'azienda attraverso la rilevazione di prezzi, che o sono desunti da quotazioni di mercato, o si riferiscono a negoziazioni effettivamente portate a termine per imprese affini. Il procedimento passa attraverso la conversione dei prezzi fatti dal mercato in coefficienti o multipli, ottenuti rapportando tali prezzi a tipiche grandezze delle aziende cui si riferiscono, delle quali esprimono risultati o variabili strutturali; questo si conclude con l'applicare il multiplo alla medesima corrispondente grandezza dell'impresa da valutare, ottenendo così il valore di quest'ultima attraverso una semplice moltiplicazione. I requisiti necessari per l'applicazione di tali metodi sono:

- ✓ Che la grandezza utilizzata, relativa all'azienda da valutare, sia omogenea con quella corrispondente delle imprese prescelte per la comparazione;
- ✓ Che tale grandezza sia in diretta relazione proporzionale con il valore assegnabile all'azienda.

I metodi "diretti" hanno avuto origine e si sono diffusi nei paesi anglosassoni, grazie alla loro semplicità, immediata disponibilità e facilità di comunicarne i risultati.

In sintesi, con questa metodologia, il valore di un'azienda è determinato dal mercato sulla base di valutazioni assegnate ad imprese confrontabili ed omogenee; inoltre, questi metodi ben si prestano ad assumere un ruolo di confronto, controllo e conferma.

2.10 Studi empirici sulla convenienza delle M&A: successo o insuccesso?

A conclusione della trattazione, è opportuno analizzare gli esiti di specifiche ricerche sulle operazioni di fusione e acquisizione per valutarne l'effettivo successo o insuccesso.

Nel campo delle ricerche empiriche sulle operazioni di M&A, è necessario operare una fondamentale distinzione fra le ricerche basate sulle valutazioni espresse dal mercato azionario e quelle che, invece, utilizzano criteri valutativi differenti.

Gli studi che hanno come riferimento il mercato azionario si fondano sulla tecnica degli *event studies*, che misurano lo scostamento fra il rendimento effettivo di un titolo azionario e il suo rendimento atteso secondo l'equazione di mercato. Questa metodologia presuppone che il mercato dei capitali sia efficiente almeno nella forma semi-forte. I parametri dell'equazione di mercato sono stimati, sulla base del CAPM, utilizzando i dati giornalieri o mensili, relativi ai periodi precedenti. In pratica, si confronta il rendimento effettivo con quello normale, atteso per un dato intervallo di tempo successivo all'evento, generalmente dall'annuncio dell'operazione ad alcuni giorni dopo. Gli scostamenti sono considerati rendimenti anomali, causati dall'incidenza dell'evento sulle valutazioni del mercato.

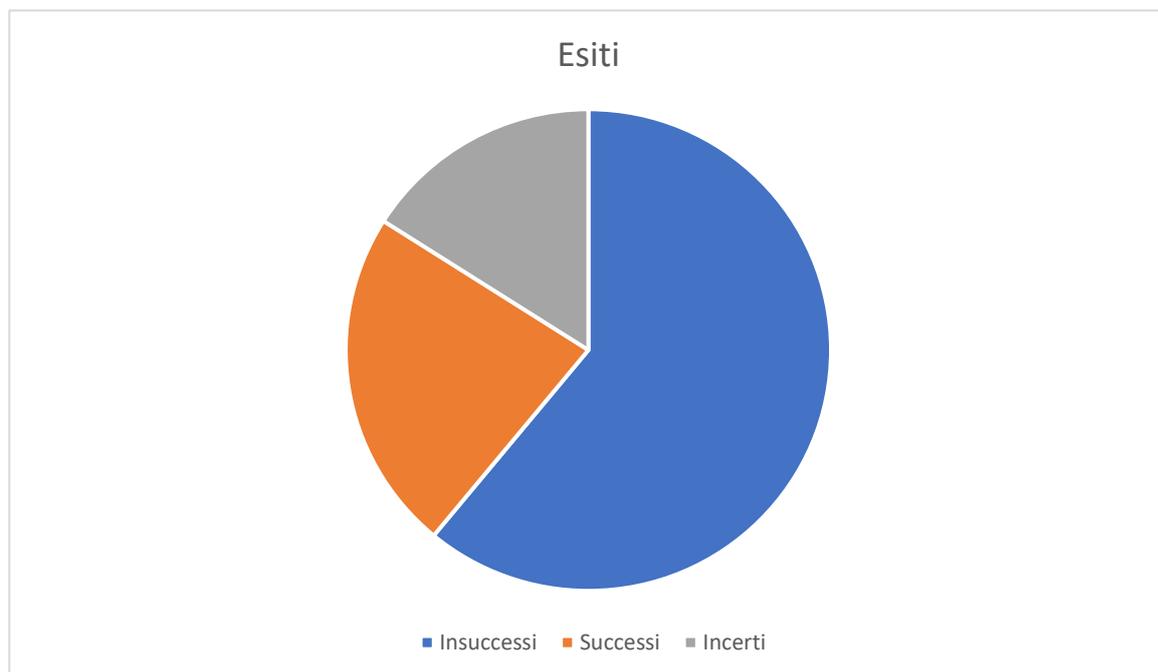
Le ricerche condotte tramite questa metodologia concordano nel dimostrare che gli azionisti della società ceduta ottengono rendimenti superiori alla norma per effetto dell'acquisizione, mentre presentano risultati contrastanti circa il rendimento per gli azionisti dell'impresa acquirente. Gli scostamenti sono, per le società acquirenti, generalmente negativi. I risultati contrastanti hanno spinto ad estendere il campo d'indagine ad altri aspetti del fenomeno; infatti, riconoscendo che le operazioni di M&A sono azioni strategicamente eterogenee, alcuni studiosi hanno selezionato le operazioni per campioni omogenei sotto il profilo delle motivazioni strategiche, al fine di evidenziare eventuali relazioni fra il rendimento per le imprese acquirenti e la valenza strategica delle operazioni.

Tuttavia, la suddivisione delle operazioni in base alle loro motivazioni strategiche non ha fornito indicazioni valide per stabilire la distribuzione del valore creato tra le imprese coinvolte e quindi per valutarne la convenienza per le imprese acquirenti. I limiti principali degli studi basati sulle indicazioni del mercato borsistico risiedono in due aspetti fondamentali: il problema dell'efficienza della borsa e l'orizzonte temporale di riferimento. Infatti, imperfezioni come *insider trading*, ridotti volumi di scambio o informazioni asimmetriche potrebbero influenzare l'andamento delle quotazioni e l'attendibilità delle relative ricerche. Per quanto concerne il ristretto orizzonte temporale di riferimento, è ragionevole ipotizzare che, mentre il beneficio dell'acquisizione per gli azionisti dell'impresa ceduta è immediatamente percepibile e valutabile dal mercato, quest'ultimo non sia in grado di prevedere e valutare il rendimento per gli azionisti dell'impresa acquirente in tempi brevi.

Accanto alle ricerche, basate sulle quotazioni del mercato azionario, ve ne sono altre che si caratterizzano per un orientamento a più lungo termine e per l'utilizzo di altri criteri valutativi.

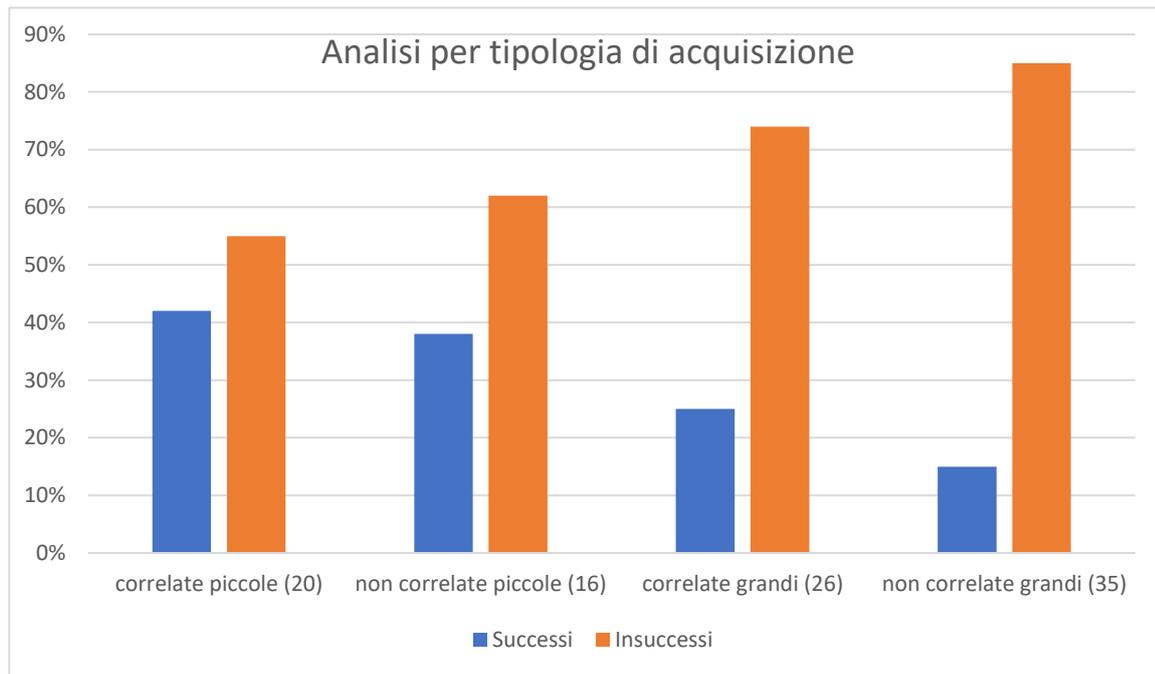
Porter, in uno studio pubblicato sulla *Harvard Business Review*, ha esaminato i dati di 33 grandi aziende americane, nel periodo 1950-1986. In questo intervallo di tempo, ciascuna impresa ha effettuato, in media, più di 50 operazioni di diversificazione tramite acquisizioni. Per verificarne il successo, Porter ha calcolato il rapporto tra le acquisizioni effettuate e i successivi disinvestimenti, notando che, in media, più della metà delle acquisizioni sono state successivamente dismesse. Tale approccio suscita diverse perplessità, legate al fatto che non sempre il successivo disinvestimento può essere considerato una prova dell'insuccesso dell'operazione; è indubbiamente accertata l'elevata rischiosità delle M&A, dato che la maggior parte delle dismissioni si è avuta entro i cinque anni dall'acquisto e, in più della metà dei casi, il disinvestimento ha generato perdite riconosciute in bilancio.

Inoltre, può essere interessante esaminare i risultati di una ricerca condotta dalla società internazionale di consulenza manageriale "McKinsey". Lo studio analizza un campione di 116 programmi di acquisizione, realizzati dalle principali imprese britanniche e statunitensi, assumendo come indice di successo la capacità dell'azienda di ottenere dall'investimento un rendimento superiore al proprio costo del capitale. Seguendo tale criterio, il tasso di successo è risultato pari ad appena il 23% dei casi, a fronte di un tasso di insuccesso pari al 61% dei casi.



Fonte: Elaborazione personale

Scomponendo il dato, emerge che le probabilità di successo aumentano in modo inversamente proporzionale alle dimensioni dell'impresa acquisita e in modo direttamente proporzionale alla congruenza strategica fra azienda acquirente e acquisita. A titolo illustrativo, si riporta, nel grafico sottostante, l'esito di 97 programmi di acquisizione condotti negli Stati Uniti (52) ed in Gran Bretagna (45):



Fonte: Elaborazione personale

Nel complesso, emergono due considerazioni fondamentali.

In primo luogo, i principali beneficiari del valore economico creato dalle M&A sono gli azionisti delle società acquisite, laddove le imprese acquirenti e i loro azionisti ottengono rendimenti mediamente inferiori, se non negativi. Tuttavia, non è escluso che le ricerche empiriche sinora svolte siano orientate a considerare soprattutto le operazioni che coinvolgono grandi imprese o che avvengono nei mercati più efficienti e trasparenti; dunque, i risultati cui pervengono non sono dogmaticamente generalizzabili. Inoltre, le indicazioni sulle alte percentuali di insuccessi nelle operazioni di fusione e acquisizione, provenienti dagli studi empirici, contrastano con la realtà operativa dove il ricorso a questo tipo di operazioni è divenuto sempre più frequente.

In secondo luogo, gli studi empirici non consentono di individuare, se non in maniera alquanto vaga, i fattori critici di successo per una strategia di crescita esterna. Infatti, solo raramente si riesce a stabilire una qualche relazione fra particolari tipologie di operazioni e il rendimento per le imprese acquirenti; questo è dovuto al fatto che anche operazioni con caratteristiche strategiche simili possono condurre a risultati molto diversi e le differenze sono inevitabilmente confuse nelle medie.

CAPITOLO 3 - Analisi del caso aziendale Salini-Impregilo-Astaldi

3.1 Overview del settore delle grandi infrastrutture

Prima di intraprendere l'analisi del *case study*, è opportuno fornire una panoramica del settore nel quale operano i protagonisti dello stesso, ossia quello delle infrastrutture e delle grandi opere complesse.

Il termine “infrastrutture” viene utilizzato per indicare quel complesso di beni capitali che, pur non impiegati direttamente nel processo produttivo, offrono una serie di servizi indispensabili per il funzionamento e la crescita del sistema economico: linee ferroviarie, porti, aeroporti, strade, ospedali, ecc. Nell’ottica del presente elaborato, le infrastrutture vanno intese come “giganti buoni” che abbattano le barriere, favoriscono la circolazione di persone e merci e creano benessere e ricchezza, proiettando la loro funzione sulle prossime generazioni.

Per una maggiore chiarezza espositiva, la letteratura presenta diverse classificazioni di infrastrutture, sintetizzate nel seguente schema; ciascuna fa leva su una specifica caratteristica discriminante, ovvero il contributo più o meno diretto allo sviluppo economico del territorio, il collegamento più o meno immediato al processo produttivo, il maggior o minor grado di immobilità, indivisibilità, non sostituibilità e polivalenza della struttura o l’attività economica di riferimento.

Contributo allo sviluppo economico del territorio	Legame con il processo produttivo	Immobilità, indivisibilità, non sostituibilità e polivalenza	Attività economica e settore di appartenenza
Riferimento letterario			
Hansen (1965)	Aschauer (1989)	Biehl (1991)	Istat (2006)
Classificazione			
Economiche Reti stradali Aeroporti Porti Reti fognarie Acquedotti e reti di distribuzione dell'acqua Reti del gas Reti di elettricità Impianti di irrigazione Strutture per il trasferimento delle merci	Core Reti stradali Aeroporti Porti Reti fognarie Acquedotti Reti del gas Reti di elettricità Non-core Componente residuale	A rete Reti di trasporto Distribuzione dell'acqua Reti di energia A nucleo Strutture per lo sviluppo Strutture per l'innovazione Strutture per la formazione	Economiche Reti dei trasporti Reti di energia Sociali Infrastrutture sanitarie Infrastrutture dell'istruzione Infrastrutture della cultura Infrastrutture ambientali Strutture del territorio Strutture di ricettività turistica Strutture del commercio Strutture dell'intermediazione monetaria
Sociali Scuole Sicurezza pubblica Edilizia pubblica Impianti di smaltimento dei rifiuti Ospedali Impianti sportivi Aree verdi Inverni di bonifica e risanamento urbano Case di riposo Strutture per l'assistenza residenziale Impianti sportivi			

Fonte: Deloitte

Si può facilmente dedurre l'importanza delle infrastrutture da un semplice dato: come illustrato nella tabella sottostante, lo *stock* di queste opere pubbliche, nei principali paesi industrializzati, si aggira intorno al 35-40% dello *stock* di capitale complessivo.

Tabella. – Rapporto tra *stock* di infrastrutture civili e *stock* di capitale complessivo (pubblico e privato).

Anno	Stati Uniti %	Francia %	Gran Bretagna %	Canada %	Belgio %
1970	44,2	35,1	34,7	44,0	37,6
1980	40,0	34,7	36,8	42,5	35,7
1989	36,9	35,6	38,3	40,3	34,7

Fonte: elaborazioni su dati tratti da Ford e Poret, 1991.

Quasi tutte le infrastrutture hanno caratteristiche comuni che permettono di considerarle, per molti aspetti, come un fenomeno unitario. Innanzitutto, richiedono cospicui investimenti per realizzarle, soprattutto nei settori che necessitano di competenze tecnologiche avanzate; inoltre, l'alta intensità di capitale è accompagnata spesso da una rilevante indivisibilità. Ciò comporta due tipi di conseguenze: lo sforzo economico richiesto è di grande entità, e dunque il fabbisogno finanziario rappresenta un ostacolo alla realizzazione di grandi opere complesse; in secondo luogo, la costruzione dei sistemi infrastrutturali si concentra in ondate relativamente brevi, generando un andamento ciclico degli investimenti e del reddito. In sintesi, indivisibilità ed alta intensità di capitale implicano tempi lunghi di progettazione delle opere. Il fatto che siano necessari molti anni per portare a termine i progetti infrastrutturali comporta, tra l'altro, anche un elevato grado di incertezza, dato che, nel frattempo, potrebbero mutare, rispetto alle previsioni, i prezzi assoluti e relativi, l'andamento della domanda o le tecnologie adottate.

Date le caratteristiche delle infrastrutture, si può ipotizzare una valutazione della loro funzione economica. Come ampiamente confermato dalla storia del XIX secolo, vi è una forte correlazione tra dotazione di infrastrutture e livello di reddito. Infatti, nell'Europa continentale e negli Stati Uniti la costruzione di strade, ferrovie, canali navigabili, ecc. accompagna e stimola la crescita del benessere economico.

La crescita degli investimenti in infrastrutture genera un duplice effetto: amplia la capacità produttiva del sistema, agendo quindi sull'offerta, e provoca un forte incremento della domanda che, se non si disperde all'estero facendo aumentare le importazioni e causando una crisi nella bilancia dei pagamenti, produce una reazione vigorosa anche in altri comparti dell'economia legati al settore infrastrutturale. Si può ragionevolmente sostenere, dunque, che esiste, almeno nel medio-lungo periodo, una relazione tra l'aumento del reddito e l'incremento dello *stock* di infrastrutture. Infatti, come già accennato in precedenza, queste ultime costituiscono un tipo particolare di fattore di produzione, in quanto partecipano indirettamente ai processi produttivi di quasi tutti i beni finali realizzati. Ad esempio, non è pensabile la produzione di un bene o di un servizio che in qualche stadio del processo produttivo non utilizzi il sistema dei trasporti.

Lo sviluppo di nuove infrastrutture, ma anche i rinnovati piani di manutenzione di quelle esistenti, sono divenuti pilastri fondamentali delle strategie di ripartenza e rilancio delle economie di tutti i paesi, schiacciati da una crisi economica la cui portata è considerevole.

Gli investimenti nelle infrastrutture creano nel breve termine nuovi posti di lavoro e muovono l'economia dell'indotto diretto e indiretto, mentre nel lungo periodo sono in grado di aumentare la competitività del sistema Paese, migliorando e velocizzando gli spostamenti di beni e persone all'interno e all'esterno dei confini nazionali e dando impulso alle attività di *Import - Export*. Inoltre, questi tipi di investimenti possiedono un carattere anticiclico, per cui, anche in periodi di contrazione dei consumi e dei flussi commerciali, forniscono immediatamente nuovo slancio all'economia, generando liquidità nelle "tasche" dei lavoratori.

Il report dell'"Istituto per gli studi di politica internazionale" (ISPI), oltre ad evidenziare il forte carattere anticiclico degli investimenti in infrastrutture, asserisce che nella maggior parte dei paesi, la riduzione degli investimenti in infrastrutture rispetto alle esigenze nazionali ha causato una crescita del PIL inferiore e tassi di occupazione più bassi. Negli ultimi anni, tuttavia, i paesi hanno implementato politiche di risanamento fiscale volte a ridurre il loro deficit e l'accumulo di titoli di debito. Di conseguenza, un numero crescente di operatori privati è entrato nel mercato delle infrastrutture, generalmente in collaborazione con Stati o altre autorità pubbliche regionali o locali.

In un contesto di investimenti privati contenuti, le maggiori potenze stanno riacquistando vantaggio nelle decisioni relative alle infrastrutture, trasformando i piani infrastrutturali in strumenti geopolitici. Ne è un esempio la Cina che, con una spesa infrastrutturale del 7% del PIL (in Europa oggi è il 2% e l'1% negli Stati Uniti), ha usato le infrastrutture prima come motore per la crescita interna e più recentemente come mezzo di proiezione verso l'esterno. La *Belt & Road Initiative* mira a creare una più stretta interconnessione economica e strategica tra il paese e il blocco eurasiatico attraverso un ambizioso programma di investimenti infrastrutturali che, dal 2013 in poi, ha tradotto oltre 600 miliardi di dollari di finanziamenti.

Il settore infrastrutturale italiano piace anche all'estero. Questo è ciò che emerge dall'ultimo report di EY "*Infrastructure Barometer*", che ha coinvolto 56 dirigenti *senior* di società, istituti finanziari e fondi infrastrutturali a livello internazionale. Il 44% degli intervistati prevede di investire nei prossimi dodici mesi nel settore delle infrastrutture italiane. Tale fiducia deriva dal consolidamento del settore edile italiano e dall'introduzione di un nuovo codice degli appalti associato alla diffusione del Covid-19.

"Il settore delle infrastrutture italiano è considerato un mercato chiave per i principali investitori istituzionali globali ed è reso attrattivo sia dal divario tra infrastrutture esistenti e infrastrutture necessarie, sia dalle maggiori opportunità esistenti rispetto ad altri Paesi con economie mature, dove un processo di consolidamento è già in atto da anni. In un contesto così favorevole, dove le difficoltà sono rappresentate dall'incertezza politica e regolatoria ma le istituzioni sembrano lavorare nella giusta direzione, ci auguriamo che il Paese riesca a cogliere appieno questa opportunità", dichiara Andrea Scialpi, *Strategy and Transactions* partner di EY.

Dalla ricerca è dunque emerso che il comparto delle infrastrutture italiane è attrattivo. La qualità di questo settore è considerata in linea con la media UE, nonostante alcune preoccupazioni in merito a:

- Trasporti (per il 39% degli intervistati al di sotto della media UE);
- Infrastrutture sociali (per il 40% degli intervistati al di sotto della media UE);
- Partenariato pubblico privato (per il 46% degli intervistati al di sotto della media UE).

“Gli interventi sulle infrastrutture hanno un notevole effetto moltiplicatore; infatti, si stima che ogni euro speso si moltiplichi fino a 2,5 volte in valore sul PIL. Tuttavia, in Italia, il settore risulta ancora parzialmente sottosviluppato: l’incidenza degli investimenti in infrastrutture sul PIL in Italia è del 2,1% per gli investimenti pubblici e del 5,2% per quelli privati, rispetto alla media UE che si attesta rispettivamente sul 3% e sul 7%”, chiarisce Marco Daviddi, *managing partner* di strategia e transazioni di EY.

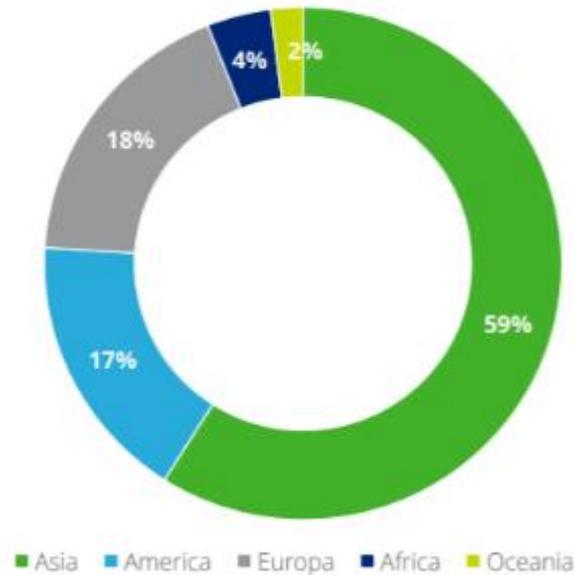
Uno studio realizzato tramite la collaborazione fra il Centro Arcelli per gli Studi monetari e finanziari dell’Università Luiss Guido Carli e Deloitte Financial Advisory S.r.l., nota società britannica di consulenza e revisione, evidenzia che, da un punto di vista quantitativo, la spesa annua per infrastrutture a livello globale è passata da 1.600 a 2.300 miliardi di euro tra il 2007 e il 2016, sviluppandosi ad un tasso annuo di crescita composto (CAGR) del 3,7%.



Fonte: Oxford Economics, Global Infrastructure Hub

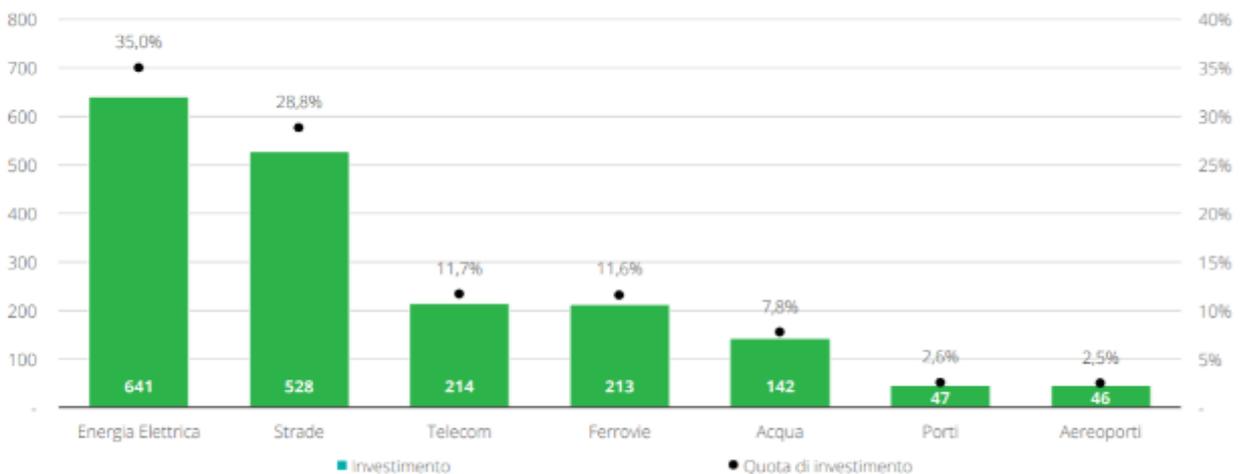
In valore assoluto, l’Asia è il continente con il maggiore *spending* in infrastrutture, e nel 2015, ad esempio, è stata responsabile di circa i 3/5 degli investimenti a livello globale, mentre Europa e America hanno pesato meno di 1/5 del totale ciascuno.

Figura 8 | Investimenti in infrastrutture per area geografica (2015).
Fonte: Oxford Economics, Global Infrastructure Hub



Sotto il profilo settoriale, le infrastrutture su cui si sono riversati gran parte degli investimenti nel periodo 2007-2016 sono quelle di generazione di energia elettrica (rinnovabili e non) e di trasporto su strada. Queste due tipologie di infrastrutture hanno raccolto circa il 65% degli investimenti totali. Inoltre, quello della generazione elettrica è stato il settore che ha assistito alla maggiore crescita degli investimenti nel periodo (+33% nel 2007-2016).

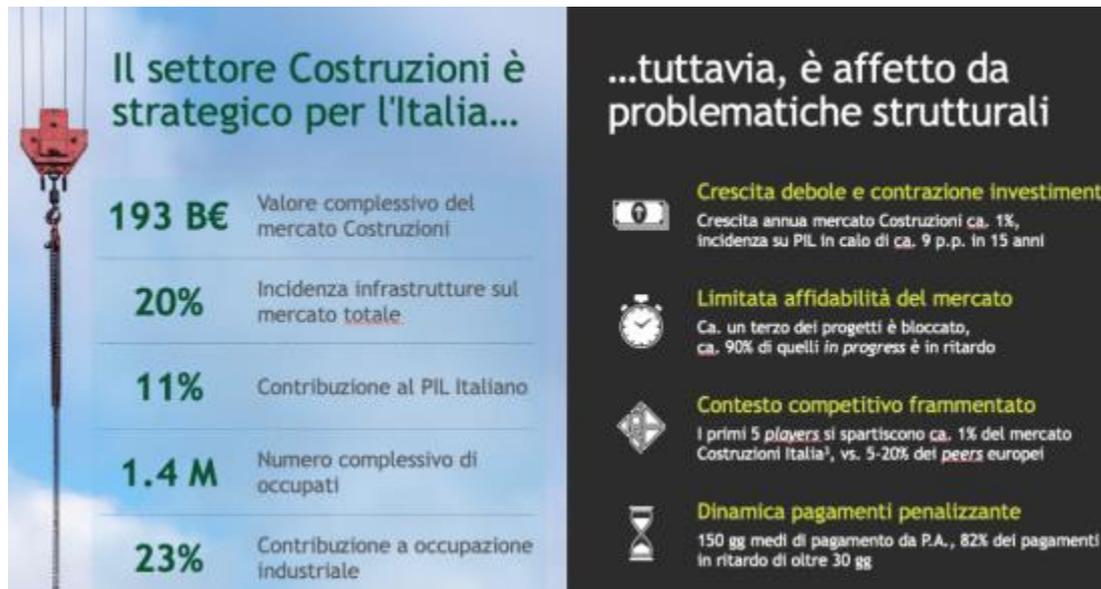
Figura 10 | Investimento annuo medio per settore (EUR/Mld) dal 2007 al 2016.
Fonte: Oxford Economics, Global Infrastructure Hub.



Nota: (1) Dati convertiti in Euro al tasso di cambio EUR/USD medio del 2016 (i.e. 1,19).

“Tra i principali fattori che hanno fatto crescere l’Italia negli anni ‘70-‘80 vi erano le grandi opere, i cui valori sono andati poi progressivamente decrescendo. Se il settore nel 2002 rappresentava il 20% del PIL, al 2019 era sceso all’11%. Da questo deriva il tema

dell'invecchiamento delle infrastrutture e la mancata spinta ai settori collegati”, assicura Andrea Nogara, *managing director* di Boston Consulting Group, una delle più importanti multinazionali statunitensi di consulenza strategica. Oggi con il *Recovery Fund* e l'emergenza Covid-19, il comparto e il suo potenziale di trainare la crescita è tornato sotto i riflettori: ”in qualsiasi momento di crisi sia le costruzioni pubbliche che le costruzioni private costituiscono un modo efficace per far ripartire velocemente le economie”.



Fonte: Boston Consulting Group

La conseguenza delle criticità sopracitate è che, già in epoca pre-Covid, cinque dei primi dieci *players* italiani del settore costruzioni erano in crisi; marginalità e generazione di cassa sono ai minimi storici, il rapporto *debt/equity* è quasi doppio rispetto alle aziende europee comparabili.

“Il mercato domestico è difficile. I grandi *players* internazionali hanno uno zoccolo duro nel loro Paese che rappresenta tra il 35% e il 55% e si espandono all'estero per la rimanente quota di fatturato. Gli operatori italiani hanno una percentuale domestica di fatturato molto inferiore e sono costretti ad espatriare per rendere sostenibili i conti, ma fanno fatica per via delle piccole dimensioni. Soffrono il doppio svantaggio di non possedere un *business* domestico in salute e di dover competere a livello internazionale con dimensioni subottimali. Molte di queste aziende sono nate negli anni '60-'70 e il cambio generazionale può favorire il fenomeno delle M&A, necessarie per rimanere sul mercato con successo. Il mondo delle costruzioni private si deve polarizzare. Da un lato la piccola impresa familiare che si occupa di modeste ristrutturazioni, dall'altro i campioni europei che possono agire nelle grandi opere”, conclude Nogara.

Di seguito è fornita la classifica, aggiornata al 2020, delle 25 maggiori imprese di costruzioni italiane; proprio i primi due, Webuild e Astaldi, saranno i protagonisti della nostra analisi.

2019	2018	Società	Cifre d'affari 2019	Var. % 2019/18	% ciclo 2019	EBITDA 2019	Var. % 2019/18	Ebit 2019	Var. % 2019/18	Utile netto 2019	Var. % 2019/18	DFNL 2019	Var. % 2019/18	Patrimonio netto 2019	Var. % 2019/18
1	1	Webuild (1) (2)	5.129.962	-1,3	82,8	531.159	28,5	256.799	n.s.	-14.145	n.s.	888.674	-29,8	1.504.145	61,4
2	3	Astaldi (2)	1.475.024	49,8	68,0	41.878	n.s.	9.747	n.s.	-70.584	96,3	2.436.959	12,2	1.537.858	-7,0
3	2	Pizzarotti (3)	1.288.188	-2,2	55,2	26.897	-71,5	-10.256	n.s.	-22.352	-17,8	361.554	61,4	387.663	-4,8
4	7	Mirona (4)	985.226	55,7	62,2	33.956	1,0	7.107	-70,0	1.029	-88,6	-4.376	60,8	234.394	0,6
5	5	Bonatti (5) (5)	881.527	11,2	95,8	98.710	6,7	44.244	-12,3	12.471	-44,8	95.442	-19,7	239.608	-14,2
6	6	Ghella	695.648	-1,7	75,9	88.532	-75,5	42.956	-13,5	5.098	-47,0	12.049	-85,9	304.016	5,9
7	8	Trevi (6) (6)	623.204	0,8	90,7	41.494	-15,3	-18.896	n.s.	-75.892	47,1	736.375	6,3	-219.090	-48,0
8	9	Cmb (a) (7)	578.584	71,8	5,6	20.288	8,3	9.761	-14,5	5.574	30,9	42.401	-43,5	235.665	-1,8
9	4	Rizzani de Eccher (8)	574.965	-38,7	79,2	3.028	-82,2	-12.426	45,5	-13.097	78,8	71.612	-61,8	128.010	-9,6
10	10	Cinola (9) (9)	500.457	10,5	62,3	18.500	-23,3	17.181	-11,1	10.476	-9,4	69.580	-39,4	134.146	1,0
11	16	Pavimental* (9) (10)	405.700	39,4	0,4	32.352	n.s.	1.285	n.s.	31	n.s.	124.112	-5,5	14.981	-0,2
12	29	Toto	378.259	-25,5	2,4	107.148	-55,4	44.889	-72,8	-21.809	n.s.	1.151.598	6,9	177.893	-12,8
13	15	Icm (11)	363.747	19,0	23,8	37.582	-3,3	17.527	-27,2	1.443	-79,0	95.291	14,4	84.695	0,9
14	14	Impresa Tonon	356.706	16,3	25,6	37.589	18,0	24.967	34,0	14.345	71,7	40.956	-24,9	115.643	12,7
15	11	Sidem* (9)	329.391	-11,5	98,9	50.291	-18,1	28.566	-27,2	36.674	9,1	-117.907	-28,8	255.108	15,4
16	12	Gcf - Generale Costruzioni Ferroviarie* (9) (12)	324.620	-5,2	15,7	58.782	6,2	47.820	1,8	32.889	-3,2	-5.615	n.s.	147.483	35,1
17	23	Techbau* (9)	311.657	100,8	-	15.495	n.s.	12.115	115,6	8.488	119,1	-44.420	-109,6	23.913	16,2
18	13	Sakof (9)	311.198	-2,5	11,1	72.032	11,6	56.464	14,8	38.408	30,7	-55.881	n.s.	251.335	82,8
19	18	Inc (13)	275.282	6,4	2,6	22.050	56,0	16.834	72,8	8.456	59,0	23.295	-60,6	827.281	0,8
20	20	Colombo Costruzioni*	227.877	20,8	11,1	-11.830	n.s.	-13.302	n.s.	-9.679	n.s.	-20.173	22,6	22.777	-29,8
21	-	Condotta* (14)	227.593	n.d.	29,8	-25.264	n.d.	-13.062	n.d.	-81.211	n.d.	658.316	n.d.	-261.211	n.d.
22	19	Carson (15)	217.479	4,6	-	16.294	26,0	14.351	21,1	9.125	1,6	5.125	n.s.	34.852	28,6
23	17	Italiana Costruzioni	187.249	-29,9	17,3	9.149	48,1	1.399	-46,7	-3.155	n.s.	43.685	-17,1	15.002	-8,6
24	22	Sicilalido (9)	155.306	-8,3	n.d.	14.839	11,2	9.536	19,4	4.301	61,5	18.896	-10,0	16.449	14,1
25	25	I.Co.P.	152.104	24,1	21,8	11.319	-3,2	4.717	-4,5	3.218	64,7	50.886	12,3	25.830	62,6

Fonte: Elaborazione di Guamari su dati di bilancio 2019 forniti dalle società

3.2 I protagonisti del *case study*

Webuild S.p.A., che dal 15 maggio 2020 è la nuova denominazione sociale dell'originaria Salini Impregilo S.p.A., è un *player* globale delle costruzioni specializzato nella realizzazione di grandi opere e infrastrutture per la mobilità sostenibile, l'energia idroelettrica, l'acqua e i *green buildings*. Prima di delineare le peculiarità di Webuild, il cui *naming* evoca chiaramente la *vision* del Gruppo (*build* richiama in modo deciso il DNA del costruttore di infrastrutture, *We* incarna il ruolo fondamentale delle persone e del lavoro di squadra per la realizzazione del proprio *business*), è opportuno fornire una breve panoramica sulla storia delle due società che hanno dato vita a questa nuova entità: Salini S.p.A. e Impregilo S.p.A., per l'appunto. In seguito, si approfondisce anche il profilo di Astaldi S.p.A., multinazionale italiana di grandi costruzioni specializzata nella realizzazione di infrastrutture di trasporto, impianti di produzione energetica, strutture ospedaliere ed opere nel settore idrico ed energetico.

WEBUILD S.p.A.: origini e sviluppo

Girola, Lodigiani, Impresit, Salini Costruttori, Cogefar, Impregilo, Todini e la statunitense Lane Construction sono le imprese protagoniste nel tempo di questa lunga e formidabile storia che affonda le radici all'inizio del secolo scorso e, partendo dal nostro Paese, esporta il genio italiano e la capacità di costruire grandi infrastrutture complesse in tutto il mondo, diffondendo un *know-how* unico.

Tutto ebbe inizio nel 1906 con due pionieri, Vincenzo Lodigiani a Piacenza e Umberto Girola a Milano. Lodigiani esordì costruendo un ponte sul torrente Chiavenna e un tronco della linea ferroviaria Cremona-Fidenza. Le buone prove gli procurarono un appalto delle neonate

Ferrovie dello Stato per un ponte sul Taro a Fornovo, al quale seguì il primo tronco della linea Fornovo-Fidenza. Le ferrovie Genova-La Spezia e Genova-Ventimiglia mostrarono già soluzioni innovative, ma l'intervento senza dubbio più audace fu il viadotto sull'abitato di Recco, costruito tra il 1914 e il 1918, distrutto dal conflitto mondiale e poi ricostruito come simbolo della rinascita italiana.

Dopo la guerra si passò alla costruzione delle grandi dighe. L'Italia aveva bisogno di energia, la maggior parte della quale verrà prodotta imbrigliando l'acqua. Per la prima volta, nei cantieri, furono usati i nastri trasportatori. Anche per Umberto Girola e Giuseppe Torno dighe e centrali elettriche divennero il *business* principale.

Nel 1929 entrò in scena la FIAT con la società Impresit, presieduta da Alberto Pirelli, che, nel 1926, aveva creato l'"Istituto nazionale per il commercio estero". Impresit ne diventò uno dei bracci operativi e realizzò opere come la Ferrovia transiriana, con cui si avviò un rapporto che si rinnoverà nel tempo e segnerà l'inizio delle costruzioni delle grandi opere all'estero.

In quegli stessi anni, debuttò nel mondo delle opere pubbliche Pietro Salini, il nonno dell'attuale CEO di Webuild. Nato nel 1904, dopo una lunga pratica di progettazione e direzione lavori, intraprese l'attività di costruttore a Roma nel 1936, sino a candidarsi per la costruzione del nuovo stadio da centomila posti allora chiamato "Stadio dei Cipressi", ai piedi di Monte Mario a Roma.

La Salini fu rifondata insieme al figlio Simonpietro nel 1956. È l'anno in cui iniziarono a collaborare tra loro Impresit, Girola, Lodigiani e Torno, per costruire in Africa la diga di Kariba sul fiume Zambesi, al confine tra lo Zambia e lo Zimbabwe.

Nel frattempo, la Salini sbarcò in Etiopia. La capitale Addis Abeba cresceva in modo rapidissimo e necessitava di acqua ed elettricità. Venne scelto il sito di Legadadi e il progetto fu un successo: ancora oggi il 70% dell'approvvigionamento idrico della capitale, che conta tre milioni di abitanti, proviene dalla diga di Legadadi. Nel corso dei successivi decenni, la Salini ha conosciuto i differenti volti dell'Africa e ne ha attraversato le drammatiche vicende.

In Italia, il miracolo economico degli anni '50 e '60 dischiuse alle imprese di costruzione il mercato domestico. Fece da volano il progetto di unire Nord e Sud con un'autostrada, concepito da Vittorio Valletta, in quegli anni Amministratore Delegato della FIAT. La concessione dei lavori fu affidata all'IRI, ma le società oggi facenti parte del Gruppo Salini Impregilo furono chiamate a dare il loro contributo nelle diverse fasi di costruzione del progetto.

Il proposito di unire il Paese proseguì con la ferrovia ad Alta Velocità fra Roma e Milano, considerata l'ultimo grande balzo verso la modernità, e alla cui realizzazione parteciparono le imprese Salini e Impregilo.



Impianto idroelettrico di Kariba, Zambia e Zimbabwe, 1956

Nel 1989 nacque Cogefar-Impresit S.p.A., in seguito alla fusione tra la Cogefar S.p.A. (Costruzioni Generali Farsura), impresa attiva nel settore delle grandi opere dal 1959, e Impresit S.p.A., all'epoca facente parte del Gruppo FIAT. Successivamente, nel 1994 avvenne la fusione tra Cogefar-Impresit, Girola, Lodigiani e Impresit-Girola-Lodigiani in Impregilo S.p.A. al fine di concentrare le attività delle singole imprese in un'unica grande entità in grado di competere con i maggiori gruppi internazionali attivi nel settore delle grandi infrastrutture.

Nel 2011 scese in campo la Salini guidata da Pietro, nipote del fondatore. Fino ad allora, il Gruppo romano era cresciuto esclusivamente per linee interne, ma, tra il 2008 e il 2009, arrivò l'occasione di espandersi acquisendo la Todini Costruzioni Generali S.p.A. (prima 60% e poi 70%), storica azienda fondata a Perugia negli anni '50. In questo modo, il fatturato raddoppiò e Salini diventò il terzo gruppo italiano del settore costruzioni dopo Impregilo e Astaldi.

Nel settembre 2011, Pietro Salini intraprese l'acquisto sul mercato di azioni della Impregilo. Superata la soglia del 25%, illustrò ai grandi soci dell'Impregilo il progetto "Campione Nazionale" e chiese di convocare l'Assemblea. Nel frattempo, presentò il suo piano alla comunità finanziaria di Milano, Londra, New York e Parigi; all'Assemblea gli azionisti fecero decadere il Consiglio di Amministrazione e nominarono un nuovo *board*, di cui Pietro Salini diventò Amministratore Delegato. È questo l'inizio della corsa, il momento in cui le competenze della Salini S.p.A. furono messe al servizio di un piano di crescita che avrebbe portato alla nascita di un "Campione Nazionale" il 1° gennaio del 2014, quando si completò il processo di fusione e nacque Salini Impregilo S.p.A..

L’America aprì le porte al Gruppo in seguito all’acquisto della S.A. Healy, specializzata in tunnel e successivamente, nel 2016, la Salini Impregilo farà sua la Lane Construction, il maggior costruttore di autostrade e il principale produttore privato di asfalto negli Stati Uniti.

Dighe e centrali idroelettriche, autostrade, strade e ponti, ferrovie e metropolitane, aeroporti, canali, edilizia civile e industriale: oggi Webuild opera in 50 Paesi, impiega 70 mila dipendenti tra diretti e indiretti di oltre 100 nazionalità, fattura quasi 6 miliardi di euro ed è leader mondiale nel segmento acqua.

La crescita per linee esterne vissuta dall’azienda in questi ultimi venti anni, fino ad arrivare al 2020, l’anno di Webuild, ha sostenuto il consolidamento del Gruppo rendendolo più competitivo in Italia e all’estero sui grandi progetti infrastrutturali complessi.



Fonte: Webuild (*inclusa Astaldi)

Il 2020 è iniziato con il compimento del “Progetto Italia”, un ambizioso piano di consolidamento del settore delle costruzioni in Italia. Tale progetto affonda le proprie radici in un’idea industriale che ha preso avvio con una operazione finanziaria di sistema: la manifestazione di interesse per l’acquisto di Astaldi S.p.A., presentata da Salini Impregilo nel novembre 2018.

Il 6 novembre 2020, Webuild ha annunciato il completamento dell’acquisizione del 65% di Astaldi, portando così a conclusione la più rilevante operazione di acquisizione prevista all’interno del “Progetto Italia”.

A tal proposito, Pietro Salini afferma: “Stiamo realizzando un sogno collettivo in un’attività davvero particolare. Il legame con il proprio lavoro, l’orgoglio per quel che si fa e per le competenze uniche che si acquisiscono assomiglia a quello raccontato da Primo Levi nel suo romanzo “La chiave a stella”. Quel che abbiamo fatto c’è, tutti lo possono vedere, giudicare ed utilizzare. C’è e resta nel tempo”.



Fonte: Webuild

ASTALDI S.p.A.: origini e sviluppo

Il Gruppo Astaldi nacque negli anni '20, quando l'Ing. Sante Astaldi fondò l'omonima ditta individuale "Ing. Sante Astaldi", un'impresa edilizia che si occupava prevalentemente di appalti di grandi opere civili in Italia e nelle colonie d'oltremare. Nel 1929, fu costituita l'"Impresa Astaldi Costruzioni e Lavori Pubblici S.p.A."

Fino al secondo conflitto mondiale, l'impresa operava principalmente sul territorio italiano e in alcuni Paesi africani, impegnandosi nella costruzione di ferrovie, acquedotti, porti ed edifici pubblici. Tra le prime realizzazioni in Italia, vi furono le direttissime Roma-Napoli (1926-1929) e Bologna-Firenze (1933-1935).

Nel dopoguerra, l'azienda estese il proprio raggio d'azione inizialmente nell'Africa orientale inglese (Kenia, Uganda) e successivamente in altre aree del continente (Ghana, Sierra Leone, Nigeria, Burundi, Mozambico). L'attività si concentrò prevalentemente nella costruzione di strade, mentre in Italia consisté nell'opera di ricostruzione post-bellica, in particolare nella realizzazione di impianti idraulici e ferrovie. In quegli anni, Astaldi operò prima in *joint venture* con l'imprenditore inglese John Stirling e in seguito direttamente in proprio.

Tra la fine degli anni '50 e gli anni '70, Astaldi attuò un rilevante salto dimensionale, con la costituzione nel 1950 dell'"Impresa Astaldi Estero S.p.A.", intraprendendo nuove iniziative in Europa (ex Germania Orientale e Unione Sovietica), in Medio Oriente (Libano, Arabia Saudita), in America Centrale (Venezuela, Honduras) e in Asia (Pakistan, Thailandia).

In quegli anni, uno dei simboli del cambiamento della società italiana fu l'apertura della tratta Roma-Bologna dell'Autostrada del Sole, realizzata prevalentemente dalla Astaldi, che permise a mezzi e persone di muoversi con una velocità sino ad allora inimmaginabile.

Sempre in quegli anni, fu realizzata la diga di Tarbela in Pakistan, una delle opere più imponenti del tempo nel settore idraulico. Inoltre, ebbe grandissima rilevanza anche l'impianto idroelettrico di Inga nell'attuale Repubblica Democratica del Congo, realizzato in più fasi tra il 1968 e il 1981; per questa commessa fu assegnato all'Astaldi il premio Ingersoll-Rand per "la grandiosità e l'eccezionalità dell'opera, le finalità altamente civili in ordine allo sviluppo del Paese e le notevoli ripercussioni in campo industriale".

Pochi anni più tardi, iniziarono i lavori per la metropolitana di Caracas (1977-1980) in Venezuela, prima rilevante esperienza della Astaldi in questo settore. Inoltre, l'azienda contribuì alla realizzazione di un'altra grande infrastruttura, la Direttissima Roma-Firenze (1971-1976), la prima linea ferroviaria ad alta velocità del continente europeo, che consentiva ai treni una velocità di esercizio fino a 250 km/h.

Negli anni '80, fu avviato il processo di riorganizzazione delle attività operative, che culminò con la fusione per incorporazione di "Impresa Astaldi Costruzioni e Lavori Pubblici S.p.A." e "Impresa Astaldi Estero S.p.A."

Astaldi continuò ad operare nei tradizionali settori delle infrastrutture di trasporto (ferrovie, autostrade, porti, aeroporti) e delle acque (dighe, impianti idraulici, acquedotti), ma contribuì in maniera significativa anche alle prime esperienze italiane nel comparto del nucleare, con la partecipazione alla costruzione delle centrali PEC del Brasimone (1975-1988) e Montalto di Castro (1990-1993).

In Italia, furono avviati i lavori per la Linea 3 della metro di Milano (1983-1994) e per la Linea 1 della metro di Napoli (1985-1995), progetto quest'ultimo che porterà successivamente alla realizzazione delle "stazioni dell'arte", un'importante occasione di riqualificazione urbana per il capoluogo campano.

Nel 1986, nacque l'attuale "Astaldi S.p.A." con sede a Roma. Con l'autostrada dell'Anatolia (1985-2007) in Turchia, per la prima volta Astaldi operò come *General Contractor*, curando la ricerca dei finanziamenti, la progettazione e la realizzazione dell'opera.

Nel corso degli anni '90, la Astaldi orientò la propria attività verso nuovi mercati. In Romania, ad esempio, si occupò del rinnovamento dell'aeroporto internazionale Henri Coanda di Bucarest e dell'autostrada Bucarest-Costanza; intraprese anche l'attività negli USA con opere autostradali come la circonvallazione orientale di Orlando (1991-1994) in Florida, un'arteria a cinque corsie per senso di marcia.



Aeroporto internazionale di Bucarest-Henri Coanda

La Astaldi fece il suo ingresso anche nel settore delle concessioni, realizzando e successivamente gestendo alcuni parcheggi a Bologna e Torino. Nel 1998, con l'acquisizione di due importanti società del settore (Italstrade e Dipenta), Astaldi S.p.A. diventò il secondo *player* italiano fra le imprese generali di costruzione.

Più recentemente, nel 2002, la Astaldi fu quotata alla Borsa Valori di Milano, nel segmento STAR. Il Gruppo si presentò sul mercato come una delle realtà più importanti a livello internazionale nel campo delle infrastrutture e dell'ingegneria civile; un *General Contractor* di riferimento per il settore, in grado di gestire realtà operative e *know-how* differenti e di affrontare complessità realizzative sempre crescenti.

Risale a quegli anni la realizzazione del Nuovo Polo Fieristico di Milano (2002-2005), il più grande al mondo, costruito in soli tre anni al ritmo di un metro quadrato al minuto. La linea ferroviaria ad alta velocità Roma-Napoli (1994-2007), lunga 202 chilometri, consentì ai treni di raggiungere una velocità di 300 km/h.

Dalla tecnologia aerospaziale fu mediato il sistema di automazione integrale *driverless* (senza conducente), adottato per la prima volta nella metropolitana di Copenaghen (1996-2003): la migliore linea metropolitana esistente al mondo, secondo i più importanti esperti del settore. La tecnologia *driverless* avrà un seguito anche nelle iniziative attualmente in corso in Italia per la realizzazione della Linea 5 del metrò di Milano, della linea C di Roma (la c.d. "metropolitana archeologica") e della metro di Brescia.



Metropolitana di Copenaghen

Nel campo dell'ingegneria civile, si segnala l'entrata in servizio del Nuovo Ospedale di Mestre (2003-2007), innovativa struttura incentrata sul benessere del paziente. Primo grande *project finance* in Italia nel settore sanitario, questa esperienza ha rafforzato la presenza del Gruppo nel *business* delle concessioni e ha consolidato le significative esperienze acquisite nel campo dell'edilizia sanitaria.

In questi anni, Astaldi è entrata anche nel settore *oil&gas*; a tal proposito, è significativa la realizzazione del Gtl-Oryx (2003-2005) in Qatar, il primo impianto al mondo capace di convertire il gas naturale in gasolio purificato e nafta.

Nel febbraio 2016, il consorzio Ace (costituito da Cimolai e Astaldi) con EIE *Group* (leader nel settore dell'astrofisica e dell'astronomia) si aggiudicò il contratto per la costruzione del più grande telescopio ottico del mondo, situato in Cile sul Cerro Armazones, nella parte centrale del deserto di Atacama.

Nel maggio 2018, Astaldi, con un indebitamento di 1,66 miliardi di euro, deliberò un aumento di capitale di 300 milioni di euro che permise l'ingresso (con nuove risorse per 112,5 milioni e il 18% delle azioni) di un socio industriale, i giapponesi di IHI Corporation. Nello stesso periodo, è stato varato un piano industriale con cessioni di *asset* per 790 milioni di euro e ristrutturazione del debito. Inoltre, fu prevista anche la cessione della concessione sul terzo ponte sul Bosforo in Turchia e il progetto per l'ospedale di Mestre, ma ciò non fu comunque sufficiente; nel settembre 2018, con l'indebitamento attestato a 1,89 miliardi di euro, la società chiese il Concordato in continuità aziendale al Tribunale di Roma.



Nuovo Polo Fieristico di Milano



3.3 Il contesto in cui si inserisce la fusione: il progetto “Campione Nazionale”

La fusione tra Salini e Impregilo si colloca nel contesto di un ampio disegno industriale e strategico promosso dal Gruppo Salini e finalizzato alla realizzazione del già citato “Campione Nazionale” nel settore delle infrastrutture e delle grandi opere complesse, con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario (MTA). Si tratta di una nuova entità in grado di posizionarsi tra i primi operatori mondiali nel settore del grande genio civile e di competere con i principali *players* internazionali in termini di dimensioni, economie di scala e complementarità geografica e settoriale.

In particolare, la fusione costituisce il punto di approdo di un’operazione di mercato avviata nel 2011 da Salini Costruttori S.p.A., e che nel 2012 ha registrato il successo di una delle più importanti operazioni di *proxy fight* in Europa, supportata da piccoli risparmiatori ed investitori istituzionali, cui è seguita l’OPA volontaria totalitaria promossa da Salini su Impregilo e conclusa definitivamente nell’aprile del 2013. I passaggi principali che hanno consentito la realizzazione del Progetto possono essere sintetizzati in ordine cronologico come segue:

- Settembre 2011 - marzo 2012: avvio e progressivo incremento dell’investimento nel capitale di Impregilo da parte di Salini Costruttori, con superamento della soglia del 15% in data 20 dicembre 2011 e del 25% in data 22 marzo 2012;
- Dicembre 2011: Salini Costruttori costituisce Salini S.p.A. (la c.d. “Incorporanda”), conferendo alla stessa il ramo d’azienda operativo nel settore delle costruzioni infrastrutturali, comprensivo di tutti i rapporti giuridici ad esso inerenti svolti in Italia e all’estero, inclusa anche la partecipazione in Impregilo;
- 19 aprile 2012: richiesta, da parte di Salini, di convocazione dell’assemblea dei soci di Impregilo al fine di revocare il Consiglio di Amministrazione in carica;
- Giugno - luglio 2012: presentazione, da parte di Salini, di una lista di 15 candidati (la c.d. “Lista Salini”), di cui nove muniti dei requisiti di indipendenza e successivo avvio di una sollecitazione di deleghe di voto sia da parte di Salini S.p.A., sia da parte del socio IGLI S.p.A. (controllata del Gruppo Gavio), titolare, alla data dell’assemblea in questione, di una partecipazione pari a circa il 29,96% del capitale sociale ordinario di Impregilo;
- 12 - 17 luglio 2012: durante l’assemblea dei soci di Impregilo convocata su richiesta di Salini, avviene la revoca del CdA in carica e la nomina di 15 nuovi Amministratori, dei quali, anche grazie all’esito positivo della sollecitazione di deleghe di voto di cui sopra, 14 provenienti dalla “Lista Salini” e il quindicesimo tratto dalla lista presentata da IGLI S.p.A.;
- 27 settembre 2012: stipula dell’Accordo strategico di cooperazione commerciale e organizzativa tra Impregilo e Salini Costruttori, volto a cogliere le opportunità di mercato e a conseguire risparmi di costi per effetto di sinergie operative e industriali, ferme restando l’individualità, la struttura e la consistenza dei due Gruppi (risolto

consensualmente nel dicembre 2013, in ragione dell'imminente efficacia della fusione);

- 6 febbraio 2013: lancio dell'OPA volontaria da parte di Salini sulla totalità delle azioni ordinarie di Impregilo al prezzo di euro 4,00 per ciascuna azione;
- Aprile 2013: Salini consegue, al termine dell'OPA, una partecipazione in Impregilo pari al 92,08% circa del capitale sociale ordinario della stessa;
- Giugno 2013: approvazione e messa a disposizione, da parte dei Consigli di Amministrazione di Impregilo S.p.A. e Salini S.p.A., del Progetto di fusione, con effetto a decorrere dal 1° gennaio 2014, previa approvazione delle Assemblee straordinarie delle rispettive società, determinando il rapporto di cambio in 6,45 azioni ordinarie Impregilo per ogni azione Salini.

Quest'operazione di mercato, oggetto di frequente discussione negli ambienti finanziari, presenta alcune peculiarità e novità che meritano un adeguato approfondimento anche alla luce delle teorie riportate nei primi due capitoli.

3.4 La *proxy fight* Salini vs Gavio

Le *proxy fight*, assai diffuse nella realtà anglosassone, rappresentano, come ben noto, delle "battaglie" ostili per il controllo di un'organizzazione e di solito costituiscono il preludio alla fusione di due imprese.

Nel *case study* in questione, la raccolta deleghe su Impregilo ha rappresentato una novità assoluta; infatti, per la prima volta, una società ha intrapreso una sollecitazione di deleghe di voto in modo trasparente, in base al TUF. Inoltre, si trattava della prima *proxy fight* in senso anglosassone della storia di "Piazza Affari".

A luglio 2012, le famiglie Salini e Gavio (operativa anch'essa nel settore delle grandi infrastrutture) sono arrivate a detenere ciascuna, dopo vari rastrellamenti di titoli, poco meno del 30% del capitale sociale di Impregilo tramite rispettivamente Salini S.p.A. e IGLI S.p.A. Con entrambi i contendenti appaiati, e non potendo ulteriormente salire pena il lancio di un'OPA obbligatoria, l'unico fulcro sui cui far leva era rappresentato dai tanti voti (dato che il flottante era pari al 40%) delle decine di investitori italiani ed esteri presenti nel capitale. Infatti, nessuno dei due aveva la forza di imporsi e si necessitava del voto dei fondi per ottenere la maggioranza. Ha inizio così una vera e propria *proxy fight* pubblica assembleare.

La prima ad avviare la raccolta deleghe, affidando l'incarico a Georgeson-Proxitalia, è stata Salini che sosteneva che la revoca del Consiglio di Amministrazione in carica, allora tutto espressione della famiglia Gavio, fosse necessaria sulla base di una serie di fattori quali la riduzione della redditività, la perdita di posizioni sul mercato e l'assenza di strategie future di

crescita aziendale; inoltre, ha proposto di ricostituire il Consiglio e avviare un *Business Plan* al fine di ristrutturare in modo significativo la società.

Dall'altro lato, IGLI S.p.A. è ricorsa alla sollecitazione delle deleghe votando contro la revoca del CdA in carica ritenendo la proposta irragionevole, in quanto il management di Impregilo aveva creato valore per tutti gli azionisti rendendo la società leader a livello mondiale. Le obiezioni mosse da Salini costituivano, a detta del contendente, delle "valutazioni arbitrarie" che fornivano una "rappresentazione non veritiera e fuorviante dell'andamento gestionale". Inoltre, per il Gruppo Gavio, il prospetto di raccolta deleghe del "rivale" appariva ambiguo e profondamente lesivo degli interessi del mercato in quanto la revoca del management richiedeva un'"acclarata giusta causa". Infatti, come ben notato da IGLI S.p.A., il principio giuridico alla base è che se si vuole far decadere un CdA, come intendeva fare Salini, occorre anche esplicitare "natura e caratteristiche del fatto assunto quale giustificazione della revoca" e poiché Salini non l'ha fatto, l'accusa risultava infondata. Il prospetto doveva essere dunque integrato non solo con l'indicazione della "giusta causa", ma anche esplicitando la situazione in cui si troverebbe Salini, che non era, a detta di Gavio, quella indicata nel prospetto dove il costruttore romano dichiarava che "non ricorre alcuna delle ipotesi di conflitto di interesse di cui all'art. 135-*decies* del testo Unico".

Ai fini della nostra analisi, è opportuno evidenziare che, dietro lo scontro di "poltrone", vi era un accesissimo conflitto di strategie. Infatti, Salini proponeva l'uscita di Impregilo dai *businesses* non coerenti con le attività di costruzione (peraltro ritenuti illegali poiché in violazione dello statuto di Impregilo). In questo modo, tramite la cessione dell'intero pacchetto della partecipata brasiliana Ecorodovias, attiva nel comparto delle concessioni autostradali, la società avrebbe potuto dar vita, insieme alla stessa Salini, ad un *player* internazionale di notevoli dimensioni nel settore delle costruzioni (e non delle concessioni), premiando, al tempo stesso, gli azionisti con la distribuzione di un maxidividendo straordinario pagato mediante la liquidità derivante dalle dismissioni. Gavio era in totale disaccordo con quest'impostazione: infatti, riteneva che la gestione delle concessioni autostradali non solo fosse coerente con il *business* di Impregilo, ma rappresentasse un ottimo affare. Inoltre, nell'ottica del *board* di Impregilo, gli annunci di Salini, che miravano ad una fusione con Impregilo e al maxidividendo, erano caratterizzati da "rilevanti carenze, gravi asimmetrie e inaccettabili manipolazioni informative".

Il piano finanziario e industriale promosso da Salini per tentare di convincere i soci di minoranza può essere sintetizzato dalla seguente intervista, rilasciata dall'amministratore delegato Pietro Salini qualche giorno prima dell'assemblea decisiva: "Offriamo un progetto in grado di dare soddisfazioni sia nel breve che nel lungo periodo. Questo vuol dire che da una parte punteremo a migliorare la struttura finanziaria e cercheremo di farlo non soltanto vendendo le partecipazioni non strategiche di Impregilo, ma anche riducendo il costo degli interessi sul debito. Dall'altra pensiamo che sia possibile distribuire un dividendo straordinario che potrebbe essere tra 1,5 e 2 euro. Nel lungo periodo, riconvertiremo Impregilo sul *core business*. In questi giorni si è, ad esempio, parlato molto della cessione della partecipazione di Impregilo in Brasile in Ecorodovias; Impregilo non è soltanto la quota in

Brasile, ma è l'insieme dei cantieri in giro per il mondo e di questo il CdA non parla mai. Bisogna tornare a lavorare e parlare meno di finanza”.

Sul piano industriale, invece, la famiglia Gavio, per convincere quel 40% di flottante a votare a suo favore, ribadiva il suo mantra del modello di *business* ibrido, ossia un mix di costruzioni e concessioni, come fisionomia del gruppo. “Impregilo è il più grande gruppo di costruzioni in Italia ma è piccolo rispetto ai suoi concorrenti in Europa” ha commentato il presidente della *holding* ASTM S.p.A. Gian Maria Gros-Pietro, ricordando un problema storico di Impregilo, quello del suo nanismo rispetto ai suoi pari spagnoli e francesi.

Vi era una notevole differenza di fondo tra i due progetti: Gavio non aveva alcuna intenzione di approvare una fusione tra Salini e Impregilo, che era invece il fulcro del programma del Gruppo romano, né di trovare un qualsiasi accordo.

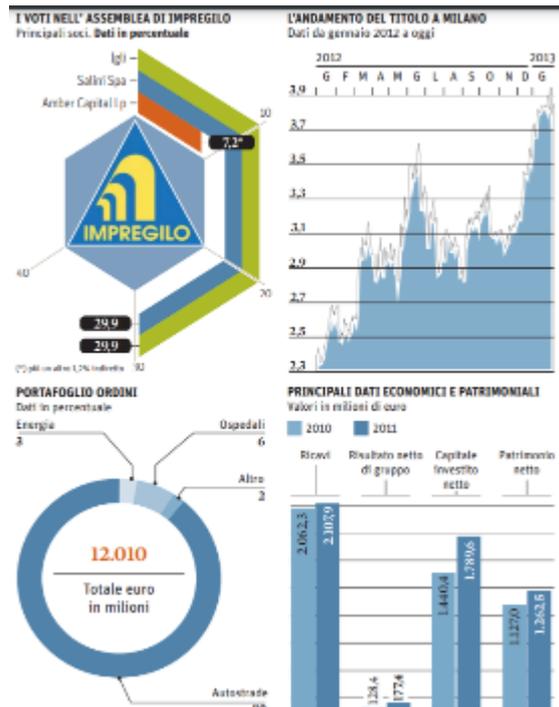
Entrambi i gruppi hanno trascorso nove mesi cercando di raccogliere il sostegno degli azionisti di minoranza e proprio all'ultimo Salini ha ottenuto il supporto del fondo *hedge* Amber Capital, il terzo azionista di Impregilo, che con il suo 7,2% diretto, più un altro 1,2% indiretto, ha decretato il successo del Gruppo romano, grazie ad uno scarto con Gavio di appena il 2% (51 contro 49). “Una scelta difficile e sofferta che non riguarda le persone ma si basa sui piani e secondo noi quello di Salini crea più valore” ha dichiarato Umberto Mosetti, vicepresidente del CdA di Amber Capital Italia SGR; è opportuno aggiungere che, senza dubbio, la prospettiva del dividendo straordinario, ventilata dal Gruppo romano, ha ingolosito il fondo. Inutile l'appoggio a Gavio di Mediobanca, che aveva difeso il Consiglio di Amministrazione in carica ricordando come abbia creato valore negli anni precedenti e ammonendo contro le conseguenze negative di una revoca.

“Mettiamo insieme due aziende sane per creare un colosso. Crescere è un obbligo, gli azionisti devono lavorare fianco a fianco e il Progetto di fusione va valutato senza pregiudizi”, ha auspicato Pietro Salini al termine dell'assemblea che lo ha visto trionfare.

Nel frattempo, la cessione, a inizio 2013, del 19% di Ecorodovias aveva rafforzato a 800 milioni di euro la liquidità nelle casse di Impregilo, utilizzati in parte per pagare il maxidividendo promesso agli azionisti.

Per concludere, possiamo affermare che la travagliata *proxy fight*, *unicum* nel panorama italiano, ha sancito la vittoria dell'imprenditore romano Pietro Salini che ha così ottenuto la maggioranza in assemblea e dunque il controllo decisionale di Impregilo. Tuttavia, Gavio era rimasto in possesso di una quota analoga (il 29,96%) e fondamentale per concedere il via libera all'aggregazione tra le due imprese.

Indubbiamente, la vittoria contro Gavio e la successiva stipula dell'Accordo strategico di cooperazione commerciale e organizzativa tra Salini e Impregilo hanno consentito di gettare le basi per la realizzazione del Progetto di fusione elaborato e fortemente voluto dal Gruppo romano.



Fonte: dati societari

3.5 Il lancio dell'OPA

Dopo aver ottenuto il via libera dell'Antitrust all'accordo strategico tra le due imprese e dunque ai progetti industriali del costruttore romano, il Gruppo Salini ha intravisto nella figura dell'OPA la soluzione del logorante "braccio di ferro" con la famiglia Gavio per ottenere il controllo totalitario di Impregilo e il presupposto fondamentale per procedere all'integrazione tra le due realtà aziendali.

L'OPA volontaria promossa da Salini S.p.A. aveva per oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Impregilo S.p.A., ad esclusione quindi delle azioni di risparmio, non in possesso dell'Offerente (quindi il 70,16% del flottante), al prezzo di euro 4,00 per azione ordinaria (il Gruppo romano deteneva una partecipazione pari al 29,84% del capitale sociale dell'Emittente); l'obiettivo minimo, dunque, era quello di rastrellare sul mercato almeno quel 20% che separava Salini dall'ottenimento del controllo assoluto. A tal proposito, Pietro Salini si mostrava fiducioso: "Lo scorso anno abbiamo presentato al mercato un progetto industriale per Impregilo. Alcuni hanno condiviso sin da subito la bontà di tale piano, altri si sono opposti. L'OPA è un'opportunità di disinvestimento per gli azionisti che non si riconoscono nella nostra strategia, ad un prezzo che il titolo non raggiungeva da oltre cinque anni. Il nostro è un progetto finalizzato a creare valore, che ha trovato il sostegno di una parte importante del sistema finanziario ed è condiviso con il mercato, che ci ha votato in assemblea."

Per quanto concerne i traguardi e gli obiettivi dell’Offerta, l’AD Salini ha aggiunto: “Puntiamo a creare un Campione Nazionale quotato in borsa in grado di gareggiare su appalti sopra i 500 milioni di dollari, che offrono un’alta redditività e non abbiamo alcuna intenzione di delistare Impregilo. Vogliamo competere sul mercato internazionale delle costruzioni, che nei prossimi anni crescerà del 9%. In base ai dati del 2012, Salini e Impregilo fatturano insieme 4,1 miliardi, con un obiettivo di 6,3 miliardi al 2015. A quel punto saremmo grandi quanto i colossi europei; il portafoglio lavori supererebbe i 20 miliardi, i dipendenti oltre i 40mila generando una crescita dell’occupazione in grado di fornire *chances* di esperienze internazionali ai nostri giovani in tutto il mondo.”

Inoltre, si trattava di un’OPA consensuale in quanto il CdA dell’azienda *target* ha espresso un parere positivo sull’offerta di Salini giudicando congruo il corrispettivo offerto.

L’OPA, il cui costo complessivo si aggirava intorno ai 900 milioni di euro, fu finanziata principalmente da Natixis e Banca Imi con la consulenza di Rothschild e in misura minore dalla maxicedola promessa agli azionisti. Nonostante l’elevato costo, l’OPA avrebbe generato due grandi vantaggi: se Gavio avesse aderito all’offerta, Salini avrebbe potuto estromettere del tutto il nemico e non avrebbe dovuto dividere con quest’ultimo il maxidividendo di Impregilo in arrivo (€ 600 milioni complessivi).

Il corrispettivo dell’offerta includeva dei premi rispetto alla media ponderata dei prezzi ufficiali delle azioni ordinarie Impregilo dei periodi di riferimento di volta in volta indicati, come ben sintetizzato nella tabella sottostante:

Periodo antecedente la comunicazione ex artt. 102 TUF e 37 Regolamento Emittenti (6 febbraio 2013)	Media ponderata dei prezzi ufficiali (Euro)	Premio incorporato nel corrispettivo dell’Offerta
1 mese	3,81	5,0%
3 mesi	3,54	13,0%
6 mesi	3,34	19,7%
12 mesi	3,11	28,6%

Fonte: Bloomberg

Al termine del periodo di adesione all’offerta, il Gruppo Salini è arrivato a conseguire, sulla base dei dati definitivi, una partecipazione pari a circa il 92,08% (in seguito ridotta all’89,95% per ripristinare un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni delle stesse azioni) del capitale sociale ordinario di Impregilo S.p.A., ottenendone il controllo totalitario e superando la soglia necessaria (66,67%) per procedere alla fusione. Tutto ciò è stato possibile grazie alla chiarezza e all’ambizione del piano finanziario e industriale presentato dal Gruppo romano che ha convinto gli azionisti di minoranza ad aderire all’offerta.

Dall'altra parte, la famiglia Gavio ha deciso di uscire totalmente dal colosso delle costruzioni incassando un prezzo molto conveniente che gli ha consentito di realizzare una plusvalenza complessiva di 478 milioni di euro.

L'OPA si inseriva nel progetto di creazione del già citato "Campione Nazionale", ossia il programma di Salini per rilanciare la crescita di Impregilo attraverso una più efficiente ed efficace gestione dell'Emittente e la successiva integrazione con Salini medesima.

In particolare, le principali motivazioni che hanno indotto il Gruppo Salini a lanciare l'OPA erano:

- Rifocalizzazione di Impregilo sul *core business* delle infrastrutture complesse ad alto valore aggiunto;
- Dismissione degli *asset non-core*, quali Fisia Italimpianti e Fisia Babcock;
- Revisione della *governance*;
- Diversificazione della presenza geografica, sviluppando le attività nei Paesi con maggior potenziale e rafforzando ulteriormente le referenze tecniche e le iniziative commerciali;
- Raggiungimento della massa critica necessaria per competere con maggior vigore e in maniera più efficiente in tutto il mondo;
- Creazione delle condizioni affinché il Gruppo possa esprimere al meglio le proprie potenzialità in termini di realizzazione di progetti complessi di eccezionale rilevanza non soltanto economica, ma anche sociale, ambientale e architettonica.

Per quanto concerne la scelta del modello di *business*, Pietro Salini ha puntualizzato: "Credo nella focalizzazione. Il *business* del gestore, che acquista una concessione per assicurarsi un reddito fisso, è il contrario di quello che vogliamo e sappiamo fare. Noi siamo specialisti nel gestire i rischi operativi, geopolitici e finanziari. Anche altri operatori stanno rivedendo il loro modello di *business* alla luce della calante remunerazione del capitale e del *credit crunch*. Ci interessano, invece, le concessioni *greenfield*, perché comportano la costruzione delle infrastrutture".

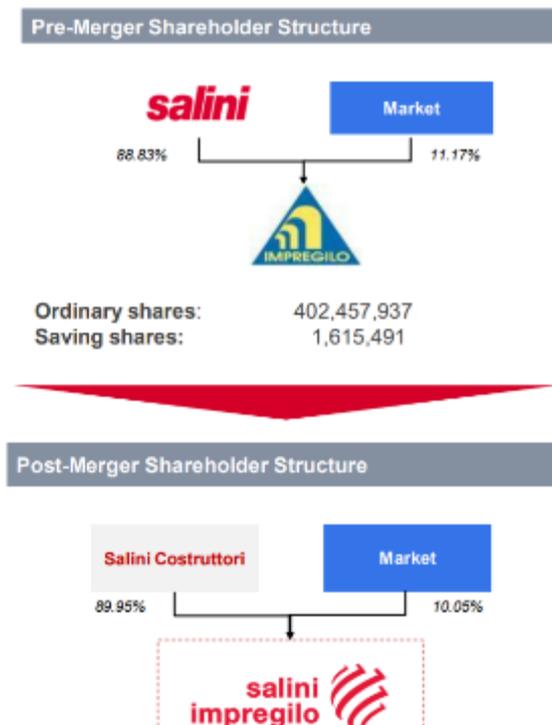
"La nostra intenzione è quella di procedere nei tempi più rapidi con la fusione tra i due gruppi al fine di cogliere pienamente le sinergie derivanti dall'integrazione di Impregilo e Salini", ha concluso il CEO Pietro Salini.

La strategia di Salini è stata chiara sin dall'inizio: per competere nelle costruzioni, bisogna avere dimensioni importanti. Infatti, l'aspetto dimensionale è un fattore critico di successo nel segmento delle grandi opere, essendo una condizione necessaria per gestire la complessità della realizzazione dei grandi progetti nonché per una gestione più efficiente dei rischi connessi.

3.6 Le prospettive future di crescita

Innanzitutto, è opportuno ricordare che tale fusione aveva le caratteristiche di un'aggregazione di imprese sotto comune controllo, in quanto è intervenuta successivamente all'acquisizione da parte di Salini del controllo di diritto su Impregilo.

A livello giuridico, si trattava di una fusione inversa per incorporazione di Salini S.p.A. (“Incorporanda”) in Impregilo S.p.A. (“Incorporante”) ad un rapporto di cambio fissato in 6,45 azioni ordinarie Impregilo per ogni azione Salini; tale operazione ha determinato l'estinzione dell'Incorporanda e la modifica della denominazione sociale dell'Incorporante in “Salini Impregilo S.p.A.”. Inoltre, alla luce del ricorso all'indebitamento finanziario contratto da Salini per l'attuazione dell'OPA e di quanto illustrato nel paragrafo 1.5, la fusione possedeva altresì i caratteri del *leveraged buyout*.



Fonte: Webuild

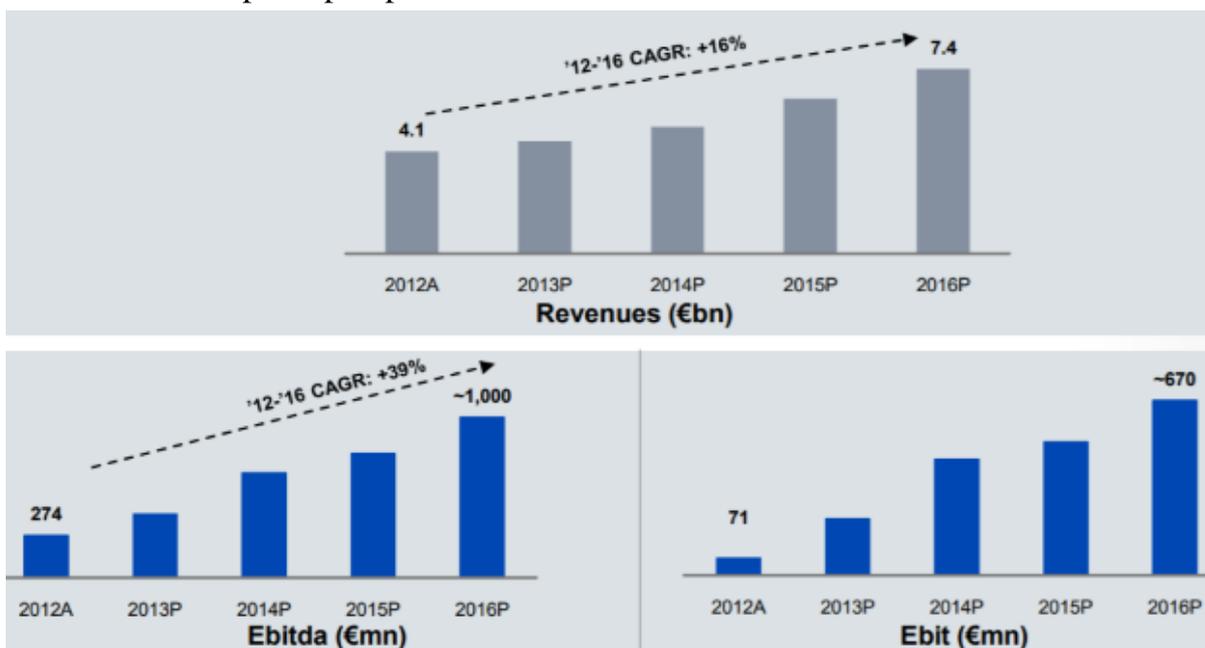
“Ora possiamo entrare tra i primi dieci gruppi del settore al mondo, se si escludono alcuni gruppi cinesi e coreani, e, in alcune aree specifiche, potremo essere tra i primi cinque al mondo. A questo punto abbiamo la possibilità di acquisire progetti di costruzioni di rilievo in concorrenza con qualsiasi altro *competitor*.”, ha dichiarato Claudio Costamagna, allora presidente di Impregilo.

Il progetto “Campione Nazionale”, caratterizzato da un patrimonio di competenze ingegneristiche e tecnologiche di primissimo ordine nel settore delle costruzioni e da un management *team* integrato, è dunque diventato realtà, ma, ai fini della nostra dissertazione, è necessario chiarire dapprima gli obiettivi prefissati e le prospettive future di crescita del Gruppo risultante dalla fusione.

Come già accennato nel primo capitolo, la definizione di un preciso ed accurato Piano industriale (o *Business Plan*) aiuta a solidificare la visione di medio e lungo periodo e a delineare le strategie per raggiungere con successo gli obiettivi stabiliti. Nel *case study* in esame, la redazione del *Business Plan* aveva la finalità di illustrare la convenienza economica dell'operazione e la sua fattibilità finanziaria, in particolare in una prospettiva strategica che vedeva il Gruppo proiettarsi nel futuro più immediato.

Il Piano industriale della nuova entità risultante dalla fusione per il periodo 2013-2016, approvato dai CdA delle rispettive società partecipanti, prevedeva un importante sviluppo delle operatività del Gruppo *combined*. Innanzitutto, si presumeva una crescita del giro d'affari fino a € 7,4 miliardi nel 2016 (con un +16% di CAGR) e un margine operativo lordo vicino al miliardo. Si stimava che la raccolta ordini media annua sarebbe stata pari a 7,5 miliardi di euro, con un *Book-to-Bill* (inteso come rapporto tra nuovi ordini e ricavi) costantemente superiore all'unità. In particolare, il portafoglio ordini sarebbe dovuto crescere del 30%, per arrivare a circa € 26 miliardi a fine 2016. Inoltre, la gestione operativa in forte espansione avrebbe permesso il finanziamento interno degli investimenti industriali, principalmente macchinari per l'operatività, per un ammontare nell'arco del piano pari a 325 milioni di euro all'anno in media. Per quanto concerne le sinergie da integrazione derivanti dalla fusione, gli analisti le stimavano per un totale di quasi 100 milioni annui a regime (a partire dal 2016), mentre in modo prudente erano previsti costi straordinari per circa 20-30 milioni di euro tra il 2013 e il 2014. L'approccio utilizzato, che teneva conto della redditività delle singole commesse in portafoglio e dello stato di avanzamento di ciascun progetto, ha consentito di giungere ad un elevato grado di affidabilità di tali previsioni di crescita economica e finanziaria.

Per una migliore comprensione delle dinamiche economiche e finanziarie che caratterizzavano il Piano, si riporta, nel grafico sottostante, un'analisi stimata circa l'evoluzione dei principali parametri di riferimento.



Fonte: Webuild

Inoltre, nel *Business Plan* si ipotizzava anche che:

- ✓ La riduzione delle spese generali e amministrative (G&A) dal 4% (sul totale dei ricavi) al 3% sarebbe stata una logica conseguenza delle economie di scala;
- ✓ La nuova raccolta ordini media annua sarebbe stata stimolata dalla crescita del mercato, dall'apertura a nuove aree di *business* e dalle sinergie;
- ✓ La redditività sarebbe stata mantenuta grazie ad un solido *backlog* e rinforzata attraverso continui programmi di miglioramento dei costi, molti dei quali facilmente realizzabili tramite la fusione.

Nel seguente grafico, invece, è rappresentata l'evoluzione dei flussi finanziari operativi e netti attesi nell'ambito del Piano del Gruppo post *merger*, al fine di esprimere una valutazione sulla capacità di adempiere alle obbligazioni di natura finanziaria. Tale analisi evidenzia l'elevato grado di sostenibilità dell'esposizione debitoria del Gruppo ed il progressivo miglioramento della Posizione Finanziaria Netta attesa (negativa al 2013, in pareggio già dal 2014 e positiva al 2016), pur in presenza di un consistente piano di investimenti funzionale allo sviluppo industriale.

Cash Flow - Piano Economico-Finanziario 2013-2016 mln €				
Consolidato	2013 P	2014 P	2015 P	2016 P
Saldo Iniziale Posizione Finanziaria Netta	404	(269)	30	33
Flusso di cassa generato (assorbito) dalle attività operative	44	648	551	708
Flusso di cassa generato (assorbito) dalle attività di investimento (investimenti industriali)	(184)	(297)	(448)	(531)
Flusso di cassa generato (assorbito) dalle attività di finanziamento e dalle operazioni rilevanti	(534)	(52)	(101)	(100)
Saldo Finale Posizione Finanziaria Netta	(269)	30	33	110
<i>di cui Disponibilità Liquide</i>	<i>1,347</i>	<i>1,116</i>	<i>907</i>	<i>947</i>
<i>di cui Indebitamento Finanziario</i>	<i>(1.616)</i>	<i>(1.086)</i>	<i>(874)</i>	<i>(837)</i>
Saldo Finale Posizione Finanziaria Netta	(269)	30	33	110

Fonte: Webuild

Infine, dopo aver dettagliatamente analizzato le prospettive future di crescita, sulla base degli indicatori di equilibrio economico-finanziario, è opportuno menzionare i principali programmi strategici che il management del nuovo Gruppo intendeva attuare per raggiungere gli obiettivi prefissati entro il 2016, ossia:

- Completa focalizzazione sul *core business* delle costruzioni, che aveva un eccezionale potenziale di crescita, attribuendo maggior rilevanza ai segmenti delle infrastrutture idroelettriche, delle dighe, delle metropolitane, delle autostrade e delle ferrovie;

- Rigorosa selezione delle opportunità di crescita in base a ben precisi parametri di redditività e di generazione di cassa;
- Rafforzamento della presenza in Paesi ben identificati (Europa, Asia centrale, Africa, America latina) al fine di beneficiare dei chiari vantaggi connessi ad una presenza continuativa e consistente;
- *Focus* globale su grandi progetti, con margini potenzialmente maggiori;
- Ulteriore diversificazione del portafoglio attraverso l'ingresso selettivo in nuovi mercati considerati attraenti per dimensioni e redditività (Turchia, Medio Oriente, Canada, Stati Uniti e Australia).

Si evince, dunque, che la capacità integrata di acquistare e realizzare progetti di grandi dimensioni rappresenterebbe il punto di forza del Gruppo post *merger*.

Per concludere, possiamo affermare che tali proiezioni economico-finanziarie, naturalmente caratterizzate da elementi di aleatorietà e incertezza, costituivano la stima più accurata e verosimile dell'evoluzione attesa del Gruppo risultante dalla fusione e riflettevano al tempo stesso l'ambizione e la portata del Progetto.

Confrontando le prospettive stimate con i principi trattati nel paragrafo 2.1, emerge che la strategia adottata da Salini Impregilo S.p.A. era orientata alla crescita dimensionale e qualitativa. Infatti, da un lato, il Gruppo mirava ad amplificare la propria posizione competitiva in particolari settori, sempre all'interno del medesimo *business* delle costruzioni, tramite *know-how* e risorse tecnologiche ottenute dal processo di integrazione; dall'altro, mediante l'espansione in nuove aree geografiche e il conseguimento di economie di scala, si perseguiva un miglioramento della redditività e un accrescimento della propria quota di mercato al fine di competere con le principali aziende a livello globale.

3.7 Le motivazioni sottostanti l'operazione

Molti esperti del settore si sono chiesti come mai il Gruppo Salini abbia voluto investire così tante risorse per fondersi con Impregilo che, seppur molto importante e affermata a livello globale, operava secondo un modello di *business* ibrido. Nel presente paragrafo, si cercano di fornire risposte convincenti indagando sulle principali motivazioni strategiche e finanziarie sottostanti l'operazione.

Innanzitutto, è opportuno ricordare che tale fusione costituiva il presupposto per la piena attuazione dei benefici dell'integrazione tra le due realtà aziendali, in parte già realizzati mediante l'Accordo strategico di cooperazione commerciale e organizzativa; in particolare, quest'ultimo avrebbe facilitato il coordinamento delle rispettive organizzazioni al fine di valorizzare le sinergie operative e industriali.

Salini e Impregilo avevano sviluppato nel tempo le rispettive reti commerciali in più di 50 Paesi, con poche sovrapposizioni, al fine di presidiare i singoli mercati sia in termini di sviluppo industriale sia di relazione con i clienti, in un'ottica di *customer satisfaction*.

L'integrazione mirava al rafforzamento del posizionamento competitivo tramite il consolidamento dei fattori critici di successo che contraddistinguevano i segmenti di *business* presidiati dai due Gruppi; in particolare, tali motivazioni erano riconducibili ai seguenti obiettivi gestionali:

- 1) Incremento della scala dimensionale con conseguenti vantaggi competitivi e sinergie e miglioramento delle condizioni di accesso al mercato dei capitali;
- 2) Condivisione delle migliori pratiche interne nei processi e negli strumenti impiegati;
- 3) Ottimizzazione e valorizzazione delle risorse interne e capacità di attrarre nuovi talenti.

Per quanto concerne gli obiettivi di cui al punto 1, come già precedentemente esposto, l'aspetto dimensionale rappresenta un fattore critico di successo nel segmento delle costruzioni; infatti, le grandi opere civili, ossia quelle con un valore eccedente il miliardo di euro, sono spesso associate a bandi di gara che restringono la partecipazione alle società che superano certe soglie dimensionali. Tali aspetti diventano ancora più rilevanti se si considera che le grandi opere sono mediamente ben più profittevoli rispetto alle commesse di piccole o medie dimensioni, e ciò è dovuto sia per le evidenti economie di scala realizzabili, sia per la presenza di pochi *player* globali in grado di soddisfare i requisiti più ferrei imposti dai committenti. Oltre ai benefici derivanti dal rafforzamento strategico e competitivo, le maggiori dimensioni permettono di conseguire efficienze negli approvvigionamenti di beni e servizi per i cantieri (materiali, subappalti, ecc....) e di macchinari e impianti. Inoltre, il significativo miglioramento atteso del profilo di crescita industriale della nuova realtà potrebbe consentire di avere un accesso più agevole ai mercati internazionali dei capitali e a condizioni più vantaggiose per effetto del minor grado di rischiosità osservato per un gruppo di grandi dimensioni.

In relazione agli obiettivi di cui al punto 3, un ulteriore vantaggio della fusione consiste nell'allocazione delle risorse umane ai diversi progetti in maniera efficiente (a titolo esemplificativo, *project managers* e progettisti), valorizzando al massimo l'esperienza e la competenza dei singoli a beneficio del risultato operativo e commerciale del Gruppo post *merger*. Questo obiettivo presuppone la piena flessibilità di "movimento" delle risorse umane già presenti all'interno dell'organizzazione che, a seguito della fusione, potrebbero avere maggiori opportunità di sviluppare le proprie competenze specifiche su un ventaglio di progetti ben più ampio rispetto a quello offerto dalle singole società di provenienza. Inoltre, tramite la fusione si intendeva realizzare un polo di eccellenza nazionale a vantaggio della crescita e delle opportunità di sviluppo occupazionali per i giovani talenti, laureati in discipline economiche ed ingegneristiche.

Come già trattato nel paragrafo 2.2, tra le ragioni fondamentali per intraprendere un'operazione di fusione vi è il conseguimento degli incrementi di efficienza che generano

riduzioni di costo, soprattutto in quei settori con un eccessivo numero di imprese. Nel *case study* in questione, i benefici di costo sono realizzabili grazie al miglior utilizzo dei beni strumentali. Ad esempio, una volta integrate, le società partecipanti alla fusione potrebbero incrementare le opportunità di reimpiego degli impianti o dei macchinari che, al termine dell'opera, possono essere più facilmente impiegati in cantieri affini anziché essere dismessi o venduti sul mercato locale a prezzi poco competitivi. Un altro esempio si ricava dall'opportunità di impiegare lo stesso organico già presente nelle due imprese senza dover far fronte ai tempi e ai costi connessi alla ricerca sul mercato di risorse qualificate. Inoltre, tale operazione permetterebbe di ottenere una struttura finanziaria solida, caratterizzata da un adeguato *standing* creditizio (Issuer Ratings di *BB(Fitch)/BBB(Standard & Poor's)*) e da un miglioramento delle condizioni di accesso ai finanziamenti, riducendo gli oneri finanziari e incrementando i margini di elasticità nella gestione della cassa.

A questo punto ci si potrebbe chiedere se la maggior parte delle sinergie sopra elencate sia realizzabile esclusivamente mediante un'operazione di fusione. La risposta è affermativa, poiché tali sinergie esigono la piena condivisione delle strategie di approvvigionamento e l'impiego di tutte le leve di efficienza necessarie senza le limitazioni imposte dalla complessità associata alla gestione di contratti di servizio articolati o sistemi di *transfer price*.

In sintesi, operando un raffronto con le teorie riportate nel secondo capitolo, emerge che la fusione tra Salini e Impregilo rispecchia puntualmente le due ragioni fondamentali di un'operazione di M&A: l'aumento del potere di mercato e il conseguimento degli incrementi di efficienza. Per quanto concerne i principali benefici ottenibili, invece, nel *case study* emergono esclusivamente sinergie di natura operativa e finanziaria.

3.8 I risultati raggiunti

La fusione ha creato realmente valore? I traguardi fissati sono stati raggiunti? E in che misura? Queste sono solo alcune delle domande da porsi per valutare l'effettivo successo dell'operazione.

Innanzitutto, è opportuno premettere che in linea generale le M&A, non potendo manifestare i loro effetti nell'immediatezza dell'operazione, necessitano di un intervallo temporale superiore all'anno se non addirittura più ampio. Quindi, dato che la fusione è divenuta efficace a decorrere da gennaio 2014, l'analisi dei risultati si fonda sostanzialmente sui dati estrapolati dalle Relazioni Finanziarie Annuali redatte dal Gruppo relativamente al 2016 e al 2017.

Nonostante questo, la fusione tra Salini e Impregilo ha rappresentato un'incredibile eccezione; infatti, già il primo anno post *merger* si era chiuso con ricavi ed EBITDA in forte crescita rispetto all'anno precedente (rispettivamente +10% e +20,5%) e con la riduzione dell'indebitamento netto. Questi straordinari risultati in termini di marginalità erano dovuti principalmente al contributo di un miglior mix delle attività di *business*, nonché al più efficace

controllo operativo della gestione aziendale. A tal proposito, l'AD Salini aveva chiosato: "Sono molto soddisfatto dei risultati ottenuti nel nostro primo anno di attività post-fusione. Il nuovo Gruppo ha evidenziato la coerenza del nostro modello di *business* e ha dimostrato la crescita progressiva delle vendite e la realizzazione di margini economici persino superiori agli obiettivi del Piano, garantendo al contempo una struttura del capitale particolarmente solida ed efficiente."

Il 2016-2017 è stato un biennio di grandi soddisfazioni per il Gruppo. Infatti, per il terzo anno consecutivo, i risultati ottenuti hanno centrato, e in alcuni casi superato, gli ambiziosi *target* prefissati. Nel periodo 2013-2017, si è assistito ad una crescita organica e ad una profittabilità al di sopra della media di settore; in questo modo, è iniziato il processo di trasformazione da azienda privata a multinazionale globale, sempre più riconosciuta dal mercato, leader nel settore acqua (secondo la classifica ENR) e in quello autostradale negli USA.

Come precedentemente accennato, l'adozione di un modello di *business* flessibile ha consentito al Gruppo di consolidare la propria presenza in aree a forte crescita come gli Stati Uniti e l'Australia e di mantenere le posizioni competitive nei Paesi arabi e africani più stabili. Inoltre, come previsto, uno dei punti di forza consisteva nell'implementazione di progetti di grandi dimensioni, come ad esempio il nuovo canale di Panama inaugurato nel giugno 2016.

A questo punto, tuttavia, è necessario valutare in che misura questa capacità di acquisire e consegnare progetti, unita ad una corretta gestione finanziaria, ha avuto riscontro nei dati economici e finanziari del 2016 e del 2017. I ricavi hanno superato il *target* dei 6 miliardi di euro (+42% rispetto al 2013). Per quanto concerne EBIT ed EBITDA, pur non raggiungendo del tutto gli ambiziosi obiettivi del *Business Plan*, i relativi dati hanno mostrato una crescita eccezionale del Gruppo (rispettivamente +43% e +44% rispetto al 2013). Il livello dei nuovi ordini medio annuo, pari a € 7,3 miliardi nel 2016 e € 7,6 nell'anno successivo, evidenziava la capacità di raggiungere ed eccedere gli obiettivi fissati; infine, costituiva un risultato straordinario il *backlog* totale di € 36,9 miliardi, di cui il 79% di *construction backlog*.

Nella tabella sottostante, si fornisce una sintesi dell'andamento evolutivo dei principali indicatori di crescita e redditività del Gruppo Salini Impregilo nel periodo 2013-2017. Emergono chiaramente gli eccezionali risultati conseguiti, dovuti in primo luogo all'implementazione di progetti di grandi dimensioni su scala globale, resa possibile dall'integrazione tra le due realtà aziendali.

	2013 (pre merger)	2014	2016	2017
Ricavi	€ 3,775 mld	€ 4,194 mld	€ 6,125 mld	€ 6,482 mld
EBITDA	€ 349 mln	€ 436 mln	€ 577 mln	€ 625 mln
Margine EBITDA	8,4%	10,4%	9,2%	9,6%
EBIT	€ 195 mln	€ 258 mln	€ 314 mln	€ 347 mln
Margine EBIT	4,3%	6,2%	4,9%	5,4%
Totale ordini	€ 28,8 mld	€ 32,4 mld	€ 36,9 mld	€ 34,4 mld
Nuovi ordini	€ 8,6 mld	€ 6,5 mld	€ 7,3 mld	€ 7,6 mld

Fonte: Elaborazione personale

La strategia di diversificazione del portafoglio, ad esempio, si è rivelata vincente. Infatti, l'espansione in Medio Oriente e negli Stati Uniti ha generato un significativo incremento dei ricavi, il cui contributo sul totale è passato dall'8% nel 2014 al 25% nel 2017 nel primo caso e dal 3% al 30% per lo stesso periodo nel secondo caso. Inoltre, sempre a livello strategico, è stata decisiva la scelta di focalizzarsi esclusivamente sul *core business* delle costruzioni.

Il consolidamento della leadership di Salini Impregilo è stato possibile grazie all'affermazione del *brand* a livello internazionale; infatti, proprio al fine di rafforzare la propria reputazione, il Gruppo ha intrapreso una serie di attività di comunicazione e di marketing culturale. Questo processo di crescita e trasformazione è stato supportato da un rafforzamento delle strutture interne relative alle funzioni di *risk management*, *health and safety* e *compliance*.

Nel corso del 2016 sono state svolte una serie di attività volte a rafforzare presso i dipendenti il senso di appartenenza e l'adesione ai valori del Gruppo. In particolare, sono state introdotte nuove procedure, affiancate da un'incessante attività di comunicazione interna, per guidare il processo di *change management* e di assunzione del personale. La fusione tra le due realtà aziendali sottolinea ulteriormente l'importanza del processo di integrazione culturale post *merger*. Le competenze tecniche e manageriali, nonché l'esperienza acquisita sui progetti in tutto il mondo, hanno rappresentato i fattori chiave per garantire il raggiungimento degli obiettivi prefissati; infatti, proprio le persone, rappresentando il principale *asset* strategico in grado di fare la differenza nei servizi e nei progetti, hanno permesso al Gruppo di crescere continuamente. I piani di *retention* dei dipendenti sono stati seguiti da iniziative di attrazione dei migliori talenti sul mercato, tramite progetti dedicati, quali il Master in "International Construction Management" del Politecnico di Milano ed eventi di *employer branding* in alcune tra le principali università tecniche del mondo.

L'integrazione di una cultura organizzativa diversificata ha costituito uno dei cardini della capacità di crescita solida, in un Gruppo che ha fatto della diversità uno dei pilastri dello sviluppo del *business*, con una forza lavoro rappresentata da oltre 100 nazionalità diverse.



Fonte: Webuild

A tal proposito, l'AD Salini ha ribadito: "Stiamo continuando a sviluppare le competenze delle risorse che abbiamo già in azienda e ad acquisirne di nuove, ampliando la nostra squadra con i migliori giovani professionisti sul mercato, per favorire il passaggio e lo scambio di conoscenze e rafforzare questo incredibile patrimonio che abbiamo."

Dal punto di vista finanziario, invece, lo stesso Salini ha aggiunto: “Una conferma della stabilità finanziaria del Gruppo è stata la promozione di Fitch Ratings a “BB+”, che indica come motivazione il solido profilo di *business*, il buon portafoglio ordini, l’efficiente gestione del rischio, il migliorato profilo finanziario e i risultati in linea con gli obiettivi del Piano Industriale.”

Per concludere, possiamo affermare che la fusione tra Salini e Impregilo ha creato valore, permettendo al Gruppo di affermarsi a livello globale e di poter competere con i principali leader mondiali nel settore delle grandi infrastrutture; infatti, gli ambiziosi traguardi fissati sono stati centrati e talvolta anche superati. È opportuno sottolineare come questa straordinaria crescita sia stata possibile, non soltanto grazie all’incremento del potere di mercato e al miglioramento delle *performance* economiche e finanziarie, ma soprattutto tramite un’adeguata e ben strutturata pianificazione strategica fondata sia su uno specifico modello di *business* sia su un efficace processo di integrazione culturale post *merger*.

3.9 L’acquisizione di Astaldi S.p.A.: il “Progetto Italia”

Dopo aver sperimentato l’effettivo successo delle operazioni di M&A, di recente il Gruppo Salini Impregilo ha deciso di sfruttare un’ulteriore opportunità di crescita acquisendo uno dei principali *competitor* del settore: Astaldi S.p.A.. L’acquisizione, che costituisce la più rilevante operazione di sistema nell’ambito del “Progetto Italia”, intende rilanciare l’intero settore delle costruzioni e in generale l’economia del nostro Paese post pandemia Covid-19.

Innanzitutto, è opportuno premettere che lo stato di crisi in cui versava Astaldi aveva suscitato l’interesse del Gruppo romano, creando i presupposti per la realizzazione dell’operazione e del relativo Progetto. Infatti, nel 2018 i ricavi di Astaldi erano crollati del 66%, passando dai € 3,1 miliardi di fine 2017 ai € 1,04 miliardi di fine 2018; l’EBIT era stato negativo per 1,8 miliardi di euro e la Posizione Finanziaria Netta era peggiorata da € 1,3 a € 2,1 miliardi.

L’acquisizione di Astaldi, che rientra in un’operazione di *turnaround* con coinvolgimento dello Stato tramite CDP S.p.A., può essere cronologicamente riepilogata nelle seguenti tappe:

- 28 settembre 2018: Astaldi chiede l’ammissione alla procedura di Concordato Preventivo in continuità aziendale, aprendo così una “finestra” sul risanamento finanziario dell’azienda;
- 14 febbraio 2019: Webuild (a quel tempo ancora Salini Impregilo) presenta un’offerta ad Astaldi;
- 5 agosto 2019: Decreto di ammissione del Piano Concordatario;
- Novembre 2019: concessione ad Astaldi del pacchetto finanziario e aumento di capitale da 600 milioni di euro del Gruppo Webuild;
- 29 aprile 2020: termine ultimo per il voto dei creditori: raggiunto il 69,4% di voti favorevoli su un totale di € 3 miliardi di creditori chirografari votanti;

- 17 luglio 2020: emissione e pubblicazione del Decreto di Omologa; è l'ultimo atto che sancisce il ritorno "in bonis" di Astaldi e avvia l'ingresso nel Gruppo Webuild, garantendo la continuità industriale e la tutela dei posti di lavoro;
- 28 ottobre 2020: approvazione da parte della Consob e pubblicazione del prospetto informativo per l'aumento di capitale di Astaldi;
- 5 novembre 2020: Webuild completa l'acquisizione del 65% del capitale sociale di Astaldi; avviene la cancellazione delle obbligazioni di Astaldi e l'assegnazione degli Strumenti Finanziari Partecipativi (SFP) e delle nuove azioni ai creditori di Astaldi.

L'operazione, come da concordato, è stata perfezionata attraverso un aumento di capitale per cassa in Astaldi di € 225 milioni, riservato a Webuild, destinato in parte al pagamento dei debiti privilegiati e prededucibili e in parte a servizio del piano di continuità. Per quanto concerne le fonti di finanziamento dell'acquisizione, la liquidità è stata garantita al Gruppo romano dall'aumento di capitale da 600 milioni di euro interamente sottoscritto e versato a novembre 2019, da parte di Salini Costruttori, CDP Equity, Banco BPM, Intesa Sanpaolo, Unicredit e altri investitori istituzionali.



Fonte: Webuild

A tal proposito, l'AD Salini ha precisato: "L'operazione nel suo complesso è stata possibile grazie al contributo delle principali istituzioni pubbliche e private italiane e di un significativo *pool* di investitori qualificati, tra cui l'imprenditore Leonardo Del Vecchio, che hanno creduto in un'iniziativa che sembrava utopistica."

La fiducia delle istituzioni in un grande *player* come Webuild denota non solo la sostenibilità di questo *business*, ma anche l'esistenza di una visione di lungo periodo che coinvolge e

coinvolgerà sempre di più i migliori giovani talenti italiani, in un'ottica di rilancio e di sana propensione al cambiamento.

“Sentiamo il dovere di modernizzare il Paese sbloccando e avviando nuovi progetti in un'ottica di sostenibilità della crescita di lungo periodo, anche grazie alla straordinaria occasione rappresentata dai fondi europei. Un dovere che diventa una vera e propria urgenza soprattutto in questo periodo, in funzione anticiclica, per reagire alla pandemia che ci sta attanagliando e dare lavoro e una nuova speranza ai giovani. Investire nelle infrastrutture e nell'innovazione garantirà una ripresa del prodotto interno lordo e allo stesso tempo un'accelerazione nel processo di creazione di posti di lavoro. Questa importante operazione industriale potrà partire da un patto generazionale con una strategia condivisa che punta a velocizzare gli investimenti per uno sviluppo sostenibile”, ha dichiarato il presidente del Gruppo Webuild, Donato Iacovone.

3.10 I *target* fissati e i benefici attesi

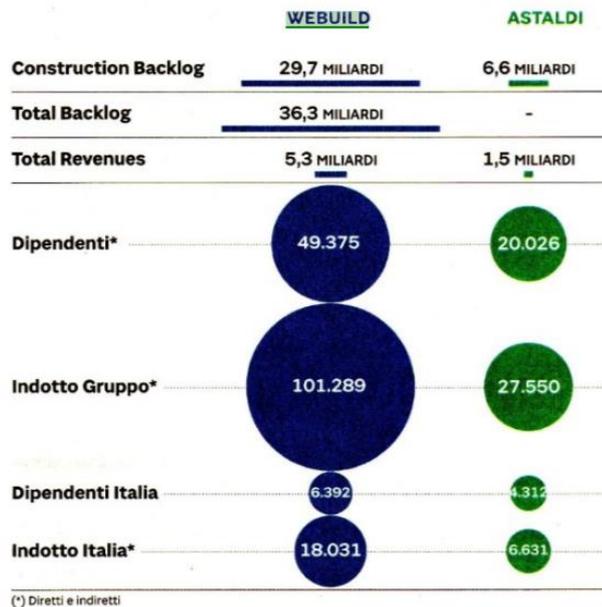
L'ingresso di Webuild nel capitale di Astaldi rappresenta un momento chiave per la concretizzazione del “Progetto Italia”, di cui nel presente paragrafo, per evidenti ragioni temporali (l'operazione si è conclusa solo qualche mese fa), possiamo esaminare esclusivamente gli obiettivi futuri e i benefici previsti.

Il “Progetto Italia” consiste in un'operazione di consolidamento del settore delle costruzioni che, mediante il contributo di imprese, banche e istituzioni, ha lo scopo di creare un grande *player* con dimensioni finanziarie, di capitale umano e di esperienze in grado di sostenere la ripresa del comparto e competere sui mercati internazionali.

“L'integrazione di Astaldi apre ad una nuova stagione per la ricostruzione dell'Italia”. Da questa frase emerge chiaramente la peculiarità di quest'operazione, che non si focalizza esclusivamente sul rilancio del settore delle grandi infrastrutture. Infatti, a livello di sistema Paese, si prevede un contributo dello 0,3% alla crescita del PIL e un ingente supporto all'occupazione, con una stima di 30 mila posti di lavoro preservati nell'immediato e 400 mila nei prossimi cinque anni. Inoltre, l'acquisizione di Astaldi e la conseguente attuazione del Progetto potrebbero innescare un effetto volano per l'intero comparto anche tramite il sostegno agli oltre trenta settori economici correlati e incrementare i livelli di produttività.

Al pari di tutte le operazioni di M&A, anche l'integrazione in questione è finalizzata al conseguimento delle economie di scala e al rafforzamento della posizione competitiva in specifiche zone geografiche (Italia, America del Nord e Australia); questi obiettivi sono raggiungibili soprattutto tramite l'aggregazione con altri operatori italiani del settore caratterizzati da eccellenze industriali.

A titolo illustrativo, si riportano i principali dati di sintesi del 2019 relativi alle due aziende, prima dell'effettiva integrazione.



Fonte: Webuild

Tra gli ulteriori *target* del Progetto vi sono:

- Valorizzazione del *know-how* italiano;
- Rilancio di progetti strategici per oltre € 3,6 miliardi (ad esempio il Nodo Ferroviario di Genova e la strada statale Jonica);
- Ampliamento delle opportunità per le PMI italiane della filiera;
- Miglioramento dell'attrattività del Gruppo per il capitale umano.

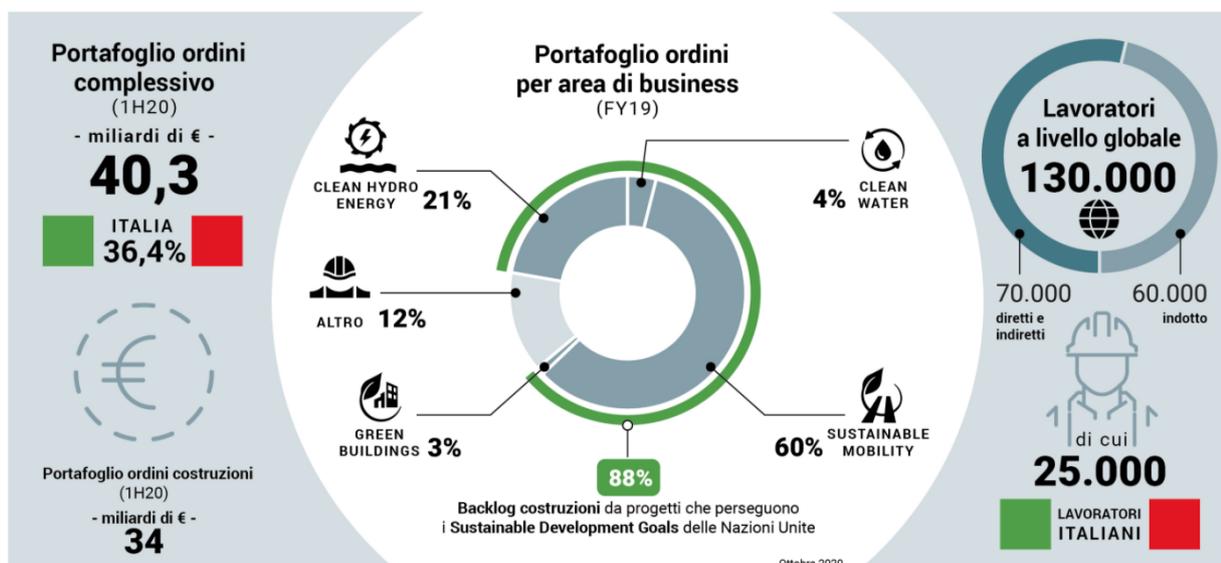
Uno dei punti di forza del Gruppo post *acquisition* sarà rappresentato dalla capacità di implementare progetti di grandi dimensioni con un valore superiore ai 250 milioni di euro.

Quindi, l'acquisizione di Astaldi sarà di accrescimento per il Gruppo Webuild, sia in termini operativi che finanziari. Infatti, dal punto di vista economico, è previsto un incremento del fatturato che raggiungerà i € 9 miliardi, con un EBIT pari a circa 400 milioni di euro.

Nasce così un gruppo leader nel mercato italiano, in particolare nella realizzazione di grandi infrastrutture per la mobilità sostenibile, l'energia idroelettrica, l'acqua e gli edifici verdi (i c.d. "settori strategici"), con un portafoglio ordini complessivo di oltre € 40 miliardi e con 70 mila dipendenti tra diretti e indiretti (di cui il 16% solo in Italia).

WEBUILD ACQUISISCE IL CONTROLLO DI ASTALDI

Più grandi e più forti in Italia e nel mondo



Fonte: Webuild

L'acquisizione di Astaldi, oltre ad assicurare una crescita dimensionale del Gruppo, permetterà l'aggregazione di diverse competenze tecniche ed ingegneristiche innovative e l'espansione del panorama geografico di riferimento. Inoltre, rientrano tra i principali benefici attesi dall'operazione:

- ✓ Miglioramento della solidità finanziaria;
- ✓ Ottimizzazione e razionalizzazione della struttura dei costi;
- ✓ Integrazione delle competenze verticali su tutto il settore;
- ✓ Incremento dell'efficienza operativa attraverso la centralizzazione delle funzioni aziendali e le sinergie;
- ✓ Creazione di valore per tutti gli azionisti e gli *stakeholders*.

In aggiunta, è opportuno ricordare che i due Gruppi hanno in comune alcuni tra i più importanti contratti in fase di realizzazione sia in Italia che all'estero, come ad esempio la nuova linea metropolitana di Milano; ciò testimonia una sinergia esistente già prima del "Progetto Italia" ed evidenzia i punti di forza di queste due grandi aziende che concorreranno insieme per dar vita ad opere iconiche, efficienti, moderne e sostenibili.

La maggiore patrimonializzazione e flessibilità finanziaria, derivante dal processo di integrazione, permetterà lo sviluppo della capacità di investimento in nuove tecnologie e, più in generale, nell'innovazione di processo. In particolare, assume sempre più rilievo la "cultura della *safety*", resa possibile da:

- Maggiori investimenti nella sicurezza;
- Creazione di *safety* leader in ogni cantiere;
- Un'unica cultura *corporate* sulla *safety*.

Lo sviluppo di una “cultura della sicurezza” non può essere considerato un semplice elenco di principi astratti, bensì deve costituire un solido generatore di valore per l’azienda. Inoltre, un coinvolgimento attivo dei lavoratori circa le tematiche della sicurezza potrebbe generare un vero e proprio *empowerment* degli stessi, consentendo loro di sviluppare un miglior impegno personale e di percepire maggiori competenze nel fronteggiare i rischi.



Fonte: Webuild

3.11 Confronto tra le due operazioni: analogie e differenze

La fusione con Impregilo e la successiva acquisizione di Astaldi si sono rivelate degli efficacissimi strumenti di crescita aziendale per il Gruppo Salini. Infatti, al di là dei notevoli risultati raggiunti nel primo caso e attesi nel secondo, si evince come le due operazioni di M&A rappresentino la logica conseguenza di un ampio disegno industriale e di un’accurata pianificazione strategica.

Pur differendo chiaramente per alcune caratteristiche, le due operazioni possiedono numerose analogie. Innanzitutto, entrambe sono rivolte, oltre che alla crescita dimensionale e alla creazione di valore per tutti gli *shareholders* e gli *stakeholders*, al rafforzamento della posizione competitiva in specifiche zone strategiche (Australia per l’acquisizione) e all’ingresso in nuovi mercati (Medio Oriente e USA per la fusione) per poter competere con le principali aziende internazionali. Inoltre, ambedue mirano al conseguimento delle economie di scala e degli incrementi di efficienza, con un *focus* particolare sull’ottimizzazione della struttura dei costi.

Oltre all’ottenimento della leadership nel settore acqua e al miglioramento della stabilità finanziaria, un ulteriore effetto comune ad entrambe le operazioni è rappresentato dall’incremento del portafoglio ordini, del numero dei dipendenti, del fatturato e dell’EBIT.

Infine, è opportuno menzionare i fattori chiave di successo in comune alle due iniziative: l'implementazione di progetti di grandi dimensioni e l'importanza attribuita al processo di integrazione culturale post-operazione, in particolare alla capacità di attirare e far crescere i nuovi migliori talenti.

Nonostante ciò, è opportuno illustrarne anche le principali differenze. In primo luogo, mentre la fusione tra Salini e Impregilo è un'operazione di mercato quasi "ostile", a seguito di *proxy fight* pubblica assembleare e di OPA volontaria, l'acquisizione di Astaldi è un'operazione di sistema e di *turnaround* con coinvolgimento dello Stato.

Dal punto di vista strategico, invece, uno dei punti cardine della fusione è la focalizzazione sul *core business* delle grandi infrastrutture. L'acquisizione è orientata al consolidamento del settore delle costruzioni in Italia, ma soprattutto, come risposta alla crisi dovuta alla pandemia Covid-19, intende rilanciare l'economia italiana mediante il sostegno al PIL e all'occupazione; inoltre, al di là della valorizzazione del *know-how* italiano e dell'aggregazione di differenti competenze tecniche, attribuisce maggior peso alle innovazioni di processo e alla "cultura della *safety*".

CONCLUSIONI

Lo scopo del presente elaborato è quello di fornire un profilo completo delle operazioni di M&A, ponendo l'attenzione sulla loro capacità di creare valore e permettere la crescita delle aziende. In questo lavoro, infatti, le operazioni straordinarie sono state esaminate nell'ottica delle scelte strategiche che ogni impresa compie nel perseguire la finalità di fondo che ispira la sua condotta.

La loro attuazione, tuttavia, sempre più complessa e problematica, può aspirare al successo, solo se fondata su un'adeguata progettazione iniziale, un sagace comportamento nella concreta esecuzione, e soprattutto su un'opportuna capacità di gestire la fase successiva all'operazione stessa. Infatti, come emerge dall'analisi del caso aziendale Salini-Impregilo-Astaldi, i principali segreti del successo della fusione e dell'acquisizione sono da ricercare proprio nell'efficace pianificazione strategica elaborata e nella corretta gestione del processo di integrazione culturale. In ogni caso, processi attuativi inquadrati in adeguati disegni strategici aiutano a formare e ad accrescere una visione imprenditoriale orientata sul lungo periodo e apportano nuove conoscenze e rinnovata cultura aziendale nelle strutture organizzative delle imprese.

In caso contrario, le M&A portate a termine possono produrre scarsi risultati positivi, se non addirittura vere e proprie perdite di ricchezza. Infatti, non bisogna ignorare che, come già anticipato nel paragrafo 2.2, molte operazioni straordinarie sono realizzate al di fuori di qualsiasi piano strategico, spesso senza alcun programma razionale, per ignoranza, per ragioni di mero prestigio o legate a finalità personali o politiche.

Inoltre, per la numerosità e la complessità delle variabili coinvolte, le fusioni e le acquisizioni aziendali sono indubbiamente le decisioni più difficili e articolate in materia di finanza straordinaria; la valutazione delle fonti di valore economico, potenzialmente attivabili in queste operazioni, è molto spesso frutto di stime e congetture, fondate su previsioni più o meno complesse, che introducono forti elementi di soggettività nell'analisi.

La rapida evoluzione dei mercati e l'elevato dinamismo ambientale incrementano considerevolmente i livelli di rischio e di incertezza associabili a tali operazioni; pertanto, conciliare crescita e creazione di valore nelle fusioni e nelle acquisizioni rappresenta una delle sfide aziendali più complesse per manager e imprenditori.

La crescita sperata con le operazioni di M&A, come già ampiamente discusso, deve riguardare non solo le aziende, ma soprattutto i propri dipendenti. A supporto di quest'idea, propongo una citazione particolarmente interessante proferita da uno dei più importanti imprenditori e filantropi della storia americana, Andrew Carnegie: "Portatemi via la mia gente, lasciatemi le aziende vuote e presto crescerà l'erba sui pavimenti dei reparti. Portatemi via le mie aziende, lasciatemi le persone con cui lavoro e presto avrò delle aziende migliori di quelle di prima." Il personale, dunque, non deve essere considerato un "peso", bensì deve rappresentare un valore aggiunto.

Unirsi per essere più forti e vincere la sfida competitiva. È ormai un imperativo in un mercato mondiale popolato da giganti che fanno della dimensione il loro maggior punto di forza. Questo è il concetto di fondo dell'intero lavoro e che, a mio avviso, dovrebbe essere sempre chiaro a tutti gli imprenditori più ambiziosi.

BIBLIOGRAFIA

- Abriani-Calvosa-Ferri-Giannelli, “Diritto delle società, manuale breve”, 2012, Giuffrè, Milano
- Allegrini M., “Concetti di reddito e conseguenti logiche di valutazione”, 2001, Giappichelli, Torino
- Ansoff H.I., “Corporate governance”, 1968, Etas Kompass, Milano
- Arcangeli-Bianchi-Rizzi, “Come gestire le operazioni di M&A: specifici rischi operativi, due diligence, contrattualistica”, 2012, Ipsoa, Milano
- Bastia P., “Fusioni e scissioni aziendali”, 1994, Clueb, Bologna
- Boschetti C., “Acquisizioni di imprese: scenari strategici e impatto organizzativo”, Sinergie, n.1/1990
- Brealey-Myers-Allen-Sandri, “Principi di finanza aziendale”, 2014, McGraw-Hill, Milano
- Caiazza R., “Cross-border M&A: determinanti e fattori critici di successo”, 2011, Giappichelli, Torino
- Campobasso M., “Manuale di diritto commerciale”, 2016, Utet, Milano
- Capasso A., “Economia e finanza delle acquisizioni aziendali”, 1990, Cedam, Padova
- Caramiello C., “La valutazione dell’azienda”, 1993, Giuffrè, Milano
- Cavenago D., “Scelte aziendali ed economicità”, 1990, Giuffrè, Milano
- Chiappetta F., “Diritto del governo societario”, 2017, Cedam, Padova
- Coda V., “L’orientamento strategico dell’impresa”, 1988, Utet, Torino
- Confalonieri M., “Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società”, 2015, Il Sole 24 Ore, Milano
- Cortesi A., “Le acquisizioni di imprese: strutture e processi per la creazione di valore”, 2000, Egea, Milano
- Daft R., “Organizzazione aziendale”, 2017, Maggioli, Milano
- Damodaran A., “Valutazione delle aziende”, 2002, Apogeo, Milano
- De Luca-Ferri, “Le scelte di finanziamento in ottica strategica: equity, debito e strumenti ibridi”, 2009, Ipsoa, Milano
- Di Lazzaro-Fabi-Tezzon, “Principi contabili internazionali: temi e applicazioni”, 2018, Giappichelli, Torino
- Eminente G., “La gestione strategica dell’impresa”, 1981, Il Mulino, Bologna

Facchinetti-Taschini, “Strategia e valutazione nelle acquisizioni di aziende”, 1989, Giuffrè, Milano

Fiori-Tiscini, “Economia aziendale”, 2014, Egea, Milano

Fontana-Caroli, “Economia e gestione delle imprese”, 2017, McGraw-Hill, Milano

Fornaciari L., “Le operazioni straordinarie tra normativa nazionale e principi contabili internazionali”, 2019, Giappichelli, Torino

Galassi G., “Lo sviluppo delle imprese tra opportunità e vincoli”, 2000, Giuffrè, Milano

Guatri-Bini, “La valutazione delle aziende”, 2007, Egea, Milano

Lantino S., “Acquisizioni di aziende e partecipazioni”, 2002, Ipsoa, Milano

Malagoli S., “La valutazione delle acquisizioni”, 2006, Egea, Milano

Massari M., “Il valore di mercato delle aziende”, 1984, Giuffrè, Milano

Olivotto L., “Valutazione economica dell’impresa”, 1986, Cedam, Padova

Polonelli C., “Condizioni per lo sviluppo delle imprese”, 1990, Giuffrè, Milano

Porter M., “From competitive advantage to corporate strategy”, Harvard Business Review, n.3, 1987

Potito L., “Le operazioni straordinarie nell’economia delle imprese”, 2016, Giappichelli, Torino

Rappaport A., “Creating shareholder value”, 1986, The Free Press, New York

Reid S.R., “Mergers, managers, and the economy”, 1968, McGraw-Hill, New York

Roll R., “The hubris hypothesis of corporate takeovers”, Journal of Business, aprile 1986, pp. 197-216

Russo-Panizzolo, “Teoria e pratica delle operazioni d’acquisto: strategia e tecniche operative”, 2010, Ipsoa, Milano

Salter-Weinhold, “Diversification through acquisitions”, 1979, The Free Press, New York

Savioli G., “Le operazioni di gestione straordinaria”, 2012, Giuffrè, Milano

Sciarelli S., “L’impresa flessibile”, 1987, Cedam, Padova

Shrivastava P., “Post-merger integration”, Journal of Business Strategy, n.1/1986, pp. 65-76

Sicca L., “La gestione strategica dell’impresa”, 2001, Cedam, Padova

Tesaro F., “Istituzioni di diritto tributario, parte speciale”, 2018, Utet, Milano

Williamson O.E. “The economics of discretionary behaviour: managerial objectives in a theory of the firm”, 1964, Prentice-Hall, Englewood Cliffs N.J.

Zanetti L., “La valutazione delle acquisizioni”, 2000, Egea, Milano

SITOGRAFIA

www.kpmg.it

www.finanzastraordinaria.it

www.giornaledellepmi.it

www.repubblica.it

www.consultingitaliagroup.com

www.borsaitaliana.it

www.ilsole24ore.it

www.equityfactory.it

www.bankpedia.org

www.studiomissale.it

www.cbalex.com

www.odcec.roma.it

www.ey.com

www.sgmpartners.it

www.studiolegaleadamo.it

www.oecd-ilibrary.org

www.ionos.it

www.deloitte.com

www.epyon.it

www.sistemassociati.it

www.next-consulting.it

www.commercialistainfo.it

www.cepr.org

www.sciencedirect.com

www.ft.com

www.elibrary.imf.org

www.journals.informs.org

www.new.marketline.com

www.zephyr.bvdinfo.com

www.webuildgroup.com

www.astaldi.com

www.treccani.it

www.economiaefinanza.luiss.it

www.consob.it

www.industriaitaliana.it

www.glasslewis.com

RIASSUNTO

L'oggetto del presente elaborato è l'analisi del fenomeno delle fusioni e delle acquisizioni aziendali (*"Mergers and Acquisitions: M&A"*), che, diffuse sempre più con maggior regolarità nei principali Paesi industrializzati, hanno assunto un ruolo fondamentale nella crescita delle aziende e nella creazione di valore. Lo sviluppo di tale fenomeno ha comportato, oltre a notevoli mutamenti nel contesto economico ed aziendale, il passaggio da una situazione di prevalenza delle piccole e medie imprese al dominio delle grandi compagnie societarie.

Questo lavoro, articolato in tre capitoli, si propone di descrivere ed analizzare le operazioni di M&A collocandole nell'ottica delle scelte strategiche aziendali, cercando di dimostrare come queste costituiscano un valido strumento con cui assicurarsi un'efficiente crescita e la creazione di valore.

Il primo capitolo, prettamente teorico, introduce il tema delle M&A descrivendone le caratteristiche essenziali, l'andamento evolutivo a livello globale e domestico, i principali meccanismi e gli aspetti fiscali e contabili.

Il secondo capitolo, invece, si focalizza sulle motivazioni strategiche e finanziarie di tali operazioni e sui relativi effetti economici; inoltre, tramite un'analisi delle fonti di valore economico ed una rapida rassegna dei principali risultati, valuta l'effettivo successo di queste scelte strategiche.

Il terzo ed ultimo capitolo consiste nell'analisi del caso aziendale "Salini-Impregilo-Astaldi", utilizzato come modello di riferimento per rafforzare la tesi sostenuta nell'elaborato.

CAPITOLO 1

Le operazioni di M&A sono attività di finanza straordinaria, che modificano la gestione, la struttura aziendale, le risorse umane e l'organizzazione di due o più imprese.

Le fusioni e le acquisizioni sono lo strumento maggiormente utilizzato per conseguire l'obiettivo della crescita a breve termine e per conservare o rafforzare un vantaggio competitivo, consentendo alle imprese di ottenere nuove risorse, capacità e competenze senza dover effettuare lunghi e dispendiosi investimenti; inoltre, queste operazioni rappresentano l'unica modalità per entrare in alcuni mercati dove le barriere all'entrata sono molto elevate.

Pur differendo per diversi aspetti, si è soliti trattare le fusioni e le acquisizioni congiuntamente. In particolare, la fusione consiste nell'unificazione di due o più società in una sola e prevede la formale integrazione tra i sistemi aziendali delle stesse. Con il termine acquisizione, invece, si intende l'operazione mediante cui un'impresa acquista, dietro corrispettivo, la proprietà di una quota totalitaria o di maggioranza di un'altra impresa, che resta giuridicamente autonoma.

Le M&A sono un fenomeno relativamente recente. L'attività di crescita esterna, da parte delle aziende, è stata intrapresa soltanto con la nascita dei mercati finanziari e delle società di capitali. Per quanto concerne le diverse ondate, il primo "merger movement" ha avuto inizio, negli Stati Uniti, intorno al 1896. In questa prima ondata, le operazioni riguardarono soprattutto piccole imprese dello stesso settore (chimica, siderurgia) e tra i principali fattori di sviluppo vi furono le economie di scala, la produzione *capital intensive*, il progresso tecnologico e l'aumento della concorrenza internazionale. In seguito, tra il 1922 e il 1929, le M&A si differenziarono sia per i settori coinvolti che per le motivazioni economiche che ne erano alla base; i protagonisti furono istituzioni finanziarie e imprese di pubblici servizi. I principali fattori critici di successo della seconda ondata riguardarono gli aspetti commerciali ed in particolare la necessità di raggiungere volumi di vendita notevoli, oltre all'importanza del ruolo svolto dai mercati finanziari e dalla borsa. Fino al 1987, si è assistito alla crescita del numero di acquisizioni finanziate con l'emissione di obbligazioni ad alto rendimento (*high yield bond*) portate a termine da società create *ad hoc* da investitori privati (*raiders*). In questa recente ondata, le strategie di crescita esterna delle imprese europee hanno seguito una logica prevalentemente industriale.

La nostra analisi si focalizza ora sull'andamento del mercato M&A sia a livello globale che domestico nel decennio 2003-2013, prendendo come riferimento uno studio realizzato dalla società di consulenza KPMG. Lo scopo di quest'analisi è l'esame delle tendenze evolutive del mercato nazionale ed internazionale delle fusioni ed acquisizioni, con approfondimenti sulle dinamiche settoriali, sulle principali operazioni e sulla "direzione" delle transazioni (Italia su Italia, Estero su Italia, Italia su Estero). A livello internazionale, dopo quattro anni di crescita ininterrotta, culminati con l'eccezionale risultato conseguito nel 2007, nel 2008 la recessione mondiale innescata dalla crisi dei *subprime* ha determinato una battuta d'arresto del mercato globale M&A, sia in termini di volumi che di valore. Nel 2013, il mercato mondiale delle fusioni e delle acquisizioni ha mantenuto una posizione "attendista", consolidando l'attività sui livelli non esaltanti raggiunti l'anno precedente; inoltre, i relativi dati confermano il ruolo attivo degli investitori finanziari e *private equity* nel mercato M&A mondiale. Nel contesto nazionale, il migliorato quadro economico generale e le condizioni più favorevoli sui mercati finanziari europei hanno contribuito a rafforzare la fiducia degli operatori italiani e a ravvivare negli investitori stranieri l'interesse per il Paese. Infatti, gli anni che intercorrono tra il crollo delle Torri Gemelle e la crisi finanziaria mondiale del 2008, hanno visto crescere il numero di operazioni di M&A in Italia, fino al controvalore record di 148 miliardi di euro nel 2007. Dallo studio emerge una tendenza che vuole le aziende sempre più orientate a *target* al di fuori dei confini nazionali, per cui gli stranieri si rivelano maggiormente interessati alle imprese italiane, mentre gli italiani a quelle oltre confine; l'attività *cross-border* si sta confermando sempre di più come uno dei fattori distintivi del mercato M&A italiano, sia in entrata che in uscita.

In sintesi, si evince che, nonostante ancor oggi la maggior parte delle operazioni di fusione e acquisizione vengano concluse all'interno delle tre aree geografiche più industrializzate (Stati Uniti, Europa e Giappone), a partire dagli inizi del ventunesimo secolo, si è assistito ad un crescente manifestarsi di operazioni focalizzate all'interno dei paesi attualmente in crescita o in via di sviluppo (Brasile, Corea, India). È proprio in questo contesto che le *cross-border*

M&A, che si configurano come investimenti diretti all'estero, hanno assunto una rilevanza sempre maggiore. Questo concetto è strettamente correlato con le strategie di internazionalizzazione, finalizzate a beneficiare dei vantaggi ottenibili operando in Paesi terzi; infatti, le differenze culturali, se correttamente gestite, possono essere trasformate in vantaggi competitivi che, una volta radicati nella nuova organizzazione, generano sinergie.

Oltre agli intermediari bancari, finanziari e assicurativi che mediante le attività di fusione e acquisizione perseguono lo sviluppo delle proprie strategie di crescita dimensionale per linee esterne, i principali protagonisti del settore M&A possono essere raggruppati in due macrocategorie: i *private equity* e i *corporates*.

Esistono altre tecniche assoggettate alla disciplina delle M&A che consentono di modificare la struttura proprietaria di un'impresa. Il *leveraged buyout*, figura di origine anglo-americana, costituisce una tecnica particolare di ristrutturazione industriale volta all'acquisizione del controllo di una società *target* da parte di un'altra società, generalmente costituita per l'occasione (*newco*), mediante il ricorso al capitale di credito e all'indebitamento (*leveraged*) della stessa società acquisita. L'offerta pubblica di acquisto (OPA), invece, è un'offerta di acquisto di azioni rivolta direttamente agli *shareholders* della società obiettivo; si tratta, sostanzialmente, di un invito a disinvestire e ad essere liquidati, indirizzato a chi possiede azioni dell'azienda *target* da parte di chi vorrebbe entrarne in possesso e possibile quando il capitale della stessa è assai frazionato. Infine, la *proxy fight* è la "battaglia" attraverso la quale una società tenta di acquisire il controllo di un'altra raccogliendo dagli azionisti esistenti il numero di deleghe necessario per avere in assemblea la maggioranza dei diritti di voto; questa tecnica, che di solito costituisce il preludio alla fusione di due imprese, è utilizzata principalmente al fine di cambiare la politica aziendale.

Le operazioni di M&A non rappresentano un evento ma piuttosto un processo, di cui il relativo periodo preparatorio costituisce un aspetto fondamentale. Una fusione o un'acquisizione che voglia avere successo deve innanzitutto ricevere un'adeguata pianificazione strategica. In una prima fase, quindi, particolarmente significativa è l'analisi strategica ove si indagano le motivazioni sottostanti l'operazione e gli obiettivi prefissati; si rende dunque necessaria la stesura di un solido *Business Plan* che, partendo da una *vision* e da una *mission*, definisce e pianifica la direzione che l'azienda intende prendere nel futuro, stabilendo i mezzi e i vantaggi competitivi da sfruttare per raggiungere i risultati nei tempi previsti. In seguito, dopo un'accurata fase di selezione e valutazione, si procede alla negoziazione, la più critica dell'intero processo, e in caso di successo all'offerta vincolante e al *closing*. Infine, assume particolare rilievo l'ultima fase quella relativa all'integrazione post-operazione, fondamentale per far emergere il valore delle sinergie derivanti dall'unione.

Le fusioni e le acquisizioni aziendali sono caratterizzate da un'asimmetria informativa tra le parti, per far fronte alla quale è opportuno che i soggetti svolgano un'adeguata *due diligence*. Infatti, da un lato, chi vende conosce il proprio *business*, i propri punti di forza e di debolezza, e durante una transazione può essere incentivato ad esaltare i primi e a tralasciare i secondi; dall'altro lato, chi si appresta ad assumere il controllo di una nuova realtà aziendale deve essere confidente sia di avere fatto una scelta strategica corretta, sia di conoscere realmente l'azienda che sta comprando. La *due diligence* (letteralmente "dovuta diligenza") consiste in

accurato processo di verifica e controllo sulla società *target*, finalizzato a valutare l'effettiva convenienza dell'affare nonché ad individuare le potenzialità e i rischi connessi; tramite le informazioni raccolte durante questo processo è, quindi, possibile valutare se l'operazione sia fattibile o se esistano elementi di criticità che la sconsigliano. Tali operazioni di verifica vengono condotte da parte di soggetti tecnici, ovvero studi legali d'affari, studi commercialisti o società di consulenza.

Gli adempimenti contabili da assolvere relativamente alle operazioni di M&A variano a seconda si tratti di fusioni o acquisizioni. Contabilmente la fusione presenta numerose problematiche valutative poiché vi è la necessità di trasferire tutte le attività e le passività delle società fuse o incorporate nello stato patrimoniale della nuova società o in quello dell'incorporante. Innanzitutto, è necessario predisporre una situazione contabile di chiusura in corrispondenza della data da cui decorrono gli effetti giuridici della fusione e la conseguente estinzione delle società fuse o incorporate. In un secondo momento, invece, si dà vita al nuovo complesso unificato e il bilancio di apertura viene redatto con riferimento al giorno successivo a quello in cui si verificano gli effetti reali. La rilevazione contabile dell'acquisizione, generalmente più semplice di quella relativa alla fusione, comporta adempimenti sia in capo al cedente che al cessionario. Il cedente è tenuto ad effettuare le opportune scritture di assestamento in modo da imputare i costi e i ricavi della frazione di esercizio antecedente alla data di cessione secondo il principio di competenza economica. Con tali rettifiche, pertanto, il cedente determina (alla data di trasferimento) il valore del patrimonio netto dell'azienda ceduta, utile anche al perito nominato generalmente dal cedente per determinare il valore economico. In modo speculare al cedente, il cessionario deve iscrivere nella propria contabilità le attività e le passività che compongono l'azienda acquisita; tale contabilizzazione deve avvenire a valori correnti, e non sulla base dei valori iscritti nella contabilità del cedente, compreso l'eventuale avviamento.

Non è possibile trascurare gli aspetti fiscali delle fusioni, in quanto le norme tributarie condizionano l'attuazione di tali operazioni. La fusione, in base all'articolo 172 del TUIR, è un'operazione fiscalmente neutra, ossia non è suscettibile di generare componenti positivi o negativi di reddito né in capo alla società incorporante o risultante dall'operazione, né in capo ai soci delle società fuse. In definitiva, la fusione non conferisce rilievo alle differenze (positive o negative) tra valori reali e valori fiscalmente riconosciuti dei beni delle società partecipanti. Ai fini fiscali, la disciplina degli atti giuridici stipulati nel contesto dell'acquisizione di un complesso aziendale è alquanto articolata. Il nostro ordinamento tributario prevede tre regimi fiscali differenti per la plusvalenza a seconda della natura del cedente e del periodo di possesso dell'azienda; il regime ordinario, unica soluzione adottabile se l'azienda ceduta è posseduta da meno di tre anni, comporta la tassazione nell'unico esercizio in cui la cessione è stata realizzata. Se invece l'azienda è posseduta da almeno tre anni, il cedente può optare per il regime ordinario-differito secondo il quale la tassazione è frazionata. Infine, il Legislatore ha previsto la tassazione separata che può essere scelta, sempre su opzione, solo dall'imprenditore individuale che possiede l'azienda da più di cinque anni.

CAPITOLO 2

L'impresa che intende essere vincente, assicurando a sé stessa sopravvivenza e continuità a lungo termine, si deve prefiggere con impegno costante l'obiettivo di crescere, sia in senso dimensionale che in senso qualitativo. Gli obiettivi di crescita possono essere raggiunti sia per linee interne, che per linee esterne. Quando la crescita è interna, l'impresa fa ricorso alle proprie forze e ai propri mezzi, portando a compimento appropriati programmi di investimento nell'area produttiva e in quella commerciale, facendo leva sull'autofinanziamento, o ricorrendo ad aumenti di capitale ed altre idonee fonti di finanziamento esterno. La crescita per linee esterne, invece, si concretizza principalmente attraverso fusioni e acquisizioni di imprese già esistenti ed operanti sul mercato. Ricorrendo alle M&A, si possono combinare i punti di forza di cui dispongono le aziende partecipanti, ottimizzando le risorse complessive e realizzando vantaggi di efficienza. In secondo luogo, la crescita esterna consente di raggiungere determinati obiettivi strategici in tempi assai più rapidi e di entrare in settori o in mercati nei quali le barriere all'ingresso risultano insuperabili.

In un contesto economico sempre più competitivo e globalizzato, la crescita delle imprese assume i contorni di una scelta obbligata. Le operazioni straordinarie sono scelte strategiche che l'azienda si trova a dover intraprendere nel corso della sua vita al fine di raggiungere l'obiettivo principale di ogni impresa: la creazione di valore. A tale scopo, le M&A si compiono per due ragioni fondamentali: accrescere il potere di mercato e conseguire incrementi di efficienza. Il maggior potere di mercato rappresenta il presupposto per conservare le posizioni raggiunte, potenziarle, impedire nuovi ingressi nel settore e contrastare i concorrenti; gli incrementi di efficienza, invece, producono riduzioni di costo. Le economie di scala, che si ottengono quando il costo medio unitario diminuisce all'incremento delle quantità prodotte, sono il naturale obiettivo delle acquisizioni orizzontali e talvolta anche delle acquisizioni conglomerali. Inoltre, con effetti positivi su entrambi gli obiettivi principali appena menzionati, le M&A offrono l'opportunità di potenziare ed integrare le risorse di cui si dispone, nonché di arricchire e rivalutare il patrimonio di conoscenze. Infine, si osserva che talvolta la decisione di acquisire un'impresa può trarre origine da circostanze casuali o essere di altra natura (obiettivi di semplice prestigio o di potere personale).

La giustificazione economica di un progetto di M&A può essere ritrovata solo mediante la valorizzazione degli effetti sinergici che la gestione unitaria può comportare. Il noto economista americano A. Rappaport distingue tre tipologie di effetti sinergici: operativi, finanziari e fiscali. I benefici operativi, strettamente legati all'evoluzione dei mercati e delle tecnologie, sono potenzialmente presenti soprattutto in operazioni di M&A che riguardano aziende con prodotti affini, concorrenti o sostitutivi, l'uno dell'altro. Sviluppo di economie di scala, espansione nel mercato, accrescimento della produttività, ampliamento del *know-how*, snellimento delle strutture produttive aziendali e capacità di ricerca sono solo alcuni dei possibili vantaggi diretti e indiretti che un'operazione di M&A ben concepita e attuata può arrecare. Dal punto di vista finanziario, i principali vantaggi consistono in una riduzione del costo del capitale per le imprese coinvolte, dovuto sia al miglioramento dello *standing* creditizio dell'azienda, sia alla riduzione del rischio operativo. Infine, il principale beneficio

fiscale consiste nella possibilità di imputare ad ogni esercizio quote di ammortamento più elevate, in virtù della rivalutazione contabile dei beni strumentali iscritti in bilancio nonché dell'eventuale avviamento. Nonostante i tanti vantaggi, esistono una serie di potenziali rischi legati a queste operazioni che talvolta rendono il loro esito negativo. Innanzitutto, si riscontrano numerose difficoltà nei processi di ristrutturazione manageriale dell'impresa e di omologazione di tutti i dipendenti ad una comune filosofia operativa. Rientrano tra gli svantaggi tipici di un'operazione di M&A l'elevato costo, la riduzione della flessibilità operativa, le resistenze organizzative verso il cambiamento e la dismissione delle attività superflue con conseguente riduzione dei posti di lavoro.

Dalla valutazione delle possibili sinergie emergono i criteri per operare una prima selezione delle aziende *target*. I cosiddetti *acquisition criteria* sono definiti tenendo presente, da un lato, le particolari risorse o competenze che l'impresa intende acquisire e dall'altro le caratteristiche strutturali ed economiche che possono favorire una vantaggiosa integrazione fra impresa acquirente e acquisita. Una volta individuate le aziende che meglio rispondono agli *acquisition criteria*, è necessario verificare quali di queste siano effettivamente acquisibili.

Più volte, nel corso della trattazione, si è fatto riferimento ai problemi che sorgono nella fase immediatamente successiva ad un'operazione di fusione o di acquisizione. L'esigenza di realizzare una forma di integrazione, più o meno estesa, rappresenta una questione importante, la cui soluzione, in molti casi, influenza fortemente il rendimento per le imprese. Uno studio specifico, condotto su un campione di operazioni, dimostra che in più di un terzo dei casi l'esito di una M&A dipende dall'accurata pianificazione e dall'efficiente gestione del processo di integrazione. È necessario un progetto di integrazione strutturato per valorizzare le sinergie e creare valore; tale piano deve prevedere l'allineamento degli obiettivi finanziari e del modello di *business* delle entità coinvolte, la razionalizzazione della *supply chain*, l'armonizzazione e la migrazione dei sistemi IT, senza trascurare le complessità legate alla gestione del personale e alle tematiche culturali. Tra gli ulteriori aspetti da considerare, vi è il tentativo di creare un clima di generale consenso; pertanto, prima ancora che si sia esaurita la fase delle negoziazioni, è necessario che l'azienda sviluppi un'efficace attività di comunicazione, per chiarire con la massima trasparenza programmi e obiettivi della nuova gestione e tranquillizzare, nei limiti del possibile, le diverse categorie sociali interessate alle sorti dell'impresa. Una volta create le premesse, occorre stabilire le modalità dell'effettiva integrazione, che può essere realizzata a diversi livelli ed in modo più o meno accentuato.

Un'importante fonte di valore economico, per le imprese coinvolte in operazioni di crescita esterna, è data dalla possibilità che lo stesso complesso aziendale migliori le proprie prospettive di reddito e aumenti il proprio valore complessivo, per effetto della modifica o dell'integrale sostituzione del management che di solito accompagna le operazioni di M&A. A tal proposito, si possono distinguere due casi:

1. La gestione delle risorse aziendali, da parte degli attuali proprietari o dirigenti, persegue obiettivi diversi dalla massimizzazione del valore economico dell'impresa (TEORIA DELL'EFFICIENZA ASSOLUTA);

2. La modifica o la sostituzione del gruppo dirigente apporta, all'impresa acquisita, competenze manageriali qualitativamente superiori rispetto a quelle di cui attualmente dispone, o che meglio si adattano alle sue specifiche problematiche di gestione (TEORIA DELL'EFFICIENZA RELATIVA).

Il prezzo massimo che l'impresa acquirente può essere disposta a pagare per ottenere il controllo di un'azienda *target* corrisponde al valore soggettivo di quest'ultima per l'acquirente. In teoria, l'impresa potrebbe decidere di intraprendere la fusione o l'acquisizione, prescindendo da ogni considerazione sulla struttura competitiva nel mercato delle M&A; tuttavia, assume una certa rilevanza l'analisi del contesto competitivo del mercato in questione. Innanzitutto, si rende necessaria un'analisi congiunta delle caratteristiche strutturali e strategiche dei *competitor*, al fine di stabilire l'interesse prevalente che una particolare fusione o acquisizione riveste per ciascuno dei potenziali acquirenti. A tal proposito, è fondamentale accertare se fra i concorrenti vi siano imprese che agiscono secondo una logica diversa dalla massimizzazione del valore economico. In tal caso, è opportuno analizzare le finalità strategiche che i concorrenti perseguono allo scopo di stabilire fino a che punto, pur di realizzare l'operazione, siano disposti a sacrificare valore economico in un investimento improduttivo. In secondo luogo, si esamina il grado di diffusione delle informazioni sull'azienda *target*, valutando la quantità e la qualità di dati e notizie di cui presumibilmente sono in possesso i concorrenti.

Nelle operazioni di M&A si assiste spesso ad una differenza tra la richiesta del venditore e l'offerta del potenziale acquirente. Questa "forbice" tra domanda e offerta può emergere sia dall'atteggiamento negoziale di ciascuna parte, rivolto alla massimizzazione del ritorno economico, sia da una differente percezione del valore della transazione. I disallineamenti di prezzo del primo tipo sono più facilmente risolvibili, in genere ricomponendo le posizioni su una soluzione di compromesso che consenta un risultato negoziale di tipo "win-win", ossia quando entrambe le parti raggiungono esiti positivi senza comportare necessariamente la "sconfitta" dell'altro; al contrario, i disallineamenti derivanti da asimmetrie valutative possono condurre allo stallo della trattativa sino addirittura al fallimento della stessa. La dottrina prevalente in materia di valutazione aziendale afferma che il valore attribuibile ad ogni impresa è dimostrabile, razionale e stabile; in pratica, il valore teorico di un'azienda sarebbe unico. La realtà, però, è ben diversa. Infatti, l'esperienza quotidiana è ricca di situazioni in cui diversi operatori valutano in maniera difforme la stessa azienda. Le soluzioni che, nella prassi, hanno positivamente contribuito nell'avvicinare domanda e offerta si basano sul concetto che, nell'ottica dell'acquirente, l'investimento deve presentare una certa coerenza tra il grado di rischio percepito associatogli e il rendimento atteso.

La conoscenza del valore economico di un'impresa costituisce un riferimento indispensabile quando si realizza un'operazione di M&A. Valutare un'impresa è un processo molto complesso, in cui il perito incaricato deve, sulla base della propria competenza tecnica e delle proprie esperienze, individuare i *drivers* del valore dell'azienda, dopo il necessario processo di analisi fondamentale, al fine di applicare la formula valutativa più adeguata. I requisiti di un'attendibile metodologia valutativa sono razionalità, obiettività, neutralità e stabilità. Inoltre, è opportuno distinguere tra i metodi "indiretti", che utilizzano grandezze riferite

direttamente all'azienda da valutare, e i metodi "diretti", che ricavano il valore dai dati di fatto derivanti dall'osservazione del mercato. Rientrano tra i metodi "indiretti" i metodi reddituali (basati sull'ipotesi che il valore economico del capitale aziendale è funzione della corrente di reddito che l'impresa è potenzialmente in grado di produrre in futuro in normali condizioni di mercato), i metodi finanziari (il cui principio di base è che il valore del capitale aziendale è pari al valore attuale dei flussi di cassa che essa sarà in grado di generare in futuro), i metodi patrimoniali (fondati sul principio della valutazione puntuale ed analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo dell'impresa, a valori correnti) e i metodi misti (rappresentano una sintesi tra i metodi patrimoniali, da cui riprendono gli elementi di verificabilità ed obiettività, e i metodi reddituali, dei quali considerano le attese reddituali).

Per quanto concerne gli studi empirici sulla convenienza delle operazioni di M&A, è necessario operare una fondamentale distinzione fra le ricerche basate sulle valutazioni espresse dal mercato azionario e quelle che, invece, utilizzano criteri valutativi differenti. Gli studi che hanno come riferimento il mercato azionario si fondano sulla tecnica degli *event studies*, che misurano lo scostamento fra il rendimento effettivo di un titolo azionario e il suo rendimento atteso secondo l'equazione di mercato. Le ricerche condotte tramite questa metodologia, che presuppone che il mercato dei capitali sia efficiente almeno nella forma semi-forte, concordano nel dimostrare che gli azionisti della società ceduta ottengono rendimenti superiori alla norma per effetto dell'acquisizione, mentre presentano risultati contrastanti circa il rendimento per gli azionisti dell'impresa acquirente. Tuttavia, la suddivisione delle operazioni in base alle loro motivazioni strategiche non ha fornito indicazioni valide per stabilire la distribuzione del valore creato tra le imprese coinvolte e quindi per valutarne la convenienza per le imprese acquirenti. I limiti principali degli studi basati sulle indicazioni del mercato borsistico risiedono in due aspetti fondamentali: il problema dell'efficienza della borsa e l'orizzonte temporale di riferimento. Inoltre, può essere interessante esaminare i risultati di una ricerca condotta dalla società internazionale di consulenza manageriale "McKinsey". Lo studio analizza un campione di 116 programmi di acquisizione, realizzati dalle principali imprese britanniche e statunitensi, assumendo come indice di successo la capacità dell'azienda di ottenere dall'investimento un rendimento superiore al proprio costo del capitale. Seguendo tale criterio, il tasso di successo è risultato pari ad appena il 23% dei casi, a fronte di un tasso di insuccesso pari al 61% dei casi. Nel complesso, emergono due considerazioni fondamentali. In primo luogo, i principali beneficiari del valore economico creato dalle M&A sono gli azionisti delle società acquisite, laddove le imprese acquirenti e i loro azionisti ottengono rendimenti mediamente inferiori, se non negativi. In secondo luogo, gli studi empirici non consentono di individuare, se non in maniera alquanto vaga, i fattori critici di successo per una strategia di crescita esterna. Scomponendo il dato, emerge che le probabilità di successo aumentano in modo inversamente proporzionale alle dimensioni dell'impresa acquisita e in modo direttamente proporzionale alla congruenza strategica fra azienda acquirente e acquisita.

CAPITOLO 3

Prima di intraprendere l'analisi del caso aziendale Salini-Impregilo-Astaldi, è opportuno fornire una panoramica del settore nel quale operano i protagonisti dello stesso, ossia quello delle infrastrutture e delle grandi opere complesse. Il termine "infrastrutture" viene utilizzato per indicare quel complesso di beni capitali che, pur non impiegati direttamente nel processo produttivo, offrono una serie di servizi indispensabili per il funzionamento e la crescita del sistema economico: linee ferroviarie, porti, aeroporti, strade, ospedali, ecc. Quasi tutte le infrastrutture hanno caratteristiche comuni che permettono di considerarle, per molti aspetti, come un fenomeno unitario: richiedono cospicui investimenti per realizzarle e l'alta intensità di capitale è accompagnata spesso da una rilevante indivisibilità. Date le caratteristiche delle infrastrutture, si può ipotizzare una valutazione della loro funzione economica. Infatti, la crescita degli investimenti in infrastrutture genera un duplice effetto: amplia la capacità produttiva del sistema, agendo quindi sull'offerta, e provoca un forte incremento della domanda; si può ragionevolmente sostenere, dunque, che esiste, almeno nel medio-lungo periodo, una relazione tra l'aumento del reddito e l'incremento dello *stock* di infrastrutture. Lo sviluppo di nuove infrastrutture è diventato un pilastro fondamentale delle strategie di ripartenza e rilancio delle economie di tutti i paesi. A tal proposito, il report dell'"Istituto per gli studi di politica internazionale" (ISPI) asserisce che nella maggior parte dei paesi, la riduzione degli investimenti in infrastrutture rispetto alle esigenze nazionali ha comportato una crescita del PIL inferiore e tassi di occupazione più bassi. Il settore infrastrutturale italiano piace anche all'estero. Questo è ciò che emerge dall'ultimo report di EY "*Infrastructure Barometer*", che ha coinvolto 56 dirigenti *senior* di società, istituti finanziari e fondi infrastrutturali a livello internazionale. Tale fiducia deriva dal consolidamento del settore edile italiano e dall'introduzione di un nuovo codice degli appalti associato alla diffusione del Covid-19. Uno studio realizzato tramite la collaborazione fra il Centro Arcelli per gli Studi monetari e finanziari dell'Università Luiss Guido Carli e Deloitte Financial Advisory S.r.l. evidenzia che, da un punto di vista quantitativo, la spesa annua per infrastrutture a livello globale è passata da 1.600 a 2.300 miliardi di euro tra il 2007 e il 2016, sviluppandosi ad un tasso annuo di crescita composto (CAGR) del 3,7%. In valore assoluto, l'Asia è il continente con il maggiore *spending* in infrastrutture, e nel 2015, ad esempio, è stata responsabile di circa i 3/5 degli investimenti a livello globale, mentre Europa e America hanno pesato meno di 1/5 del totale ciascuno. Sotto il profilo settoriale, invece, le infrastrutture su cui si sono riversati gran parte degli investimenti nel periodo 2007-2016 sono quelle di generazione di energia elettrica e di trasporto su strada.

I protagonisti del *case study* sono Webuild e Astaldi, le due più grandi imprese di costruzioni italiane, secondo la classifica aggiornata al 2020. Webuild S.p.A., che dal 15 maggio 2020 è la nuova denominazione sociale dell'originaria Salini Impregilo S.p.A., è un *player* globale delle costruzioni specializzato nella realizzazione di grandi opere e infrastrutture per la mobilità sostenibile, l'energia idroelettrica, l'acqua e i *green buildings*. Astaldi S.p.A. è una multinazionale italiana di grandi costruzioni specializzata nella realizzazione di infrastrutture di trasporto, impianti di produzione energetica, strutture ospedaliere ed opere nel settore idrico ed energetico.

La fusione tra Salini e Impregilo si colloca nel contesto di un ampio disegno industriale e strategico promosso dal Gruppo Salini e finalizzato alla realizzazione del “Campione Nazionale” nel settore delle infrastrutture e delle grandi opere complesse, con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario (MTA). Si tratta di una nuova entità in grado di posizionarsi tra i primi operatori mondiali nel settore del grande genio civile e di competere con i principali *players* internazionali in termini di dimensioni, economie di scala e complementarità geografica e settoriale. In particolare, la fusione costituisce il punto di approdo di un’operazione di mercato avviata nel 2011 da Salini Costruttori S.p.A., e che nel 2012 ha registrato il successo di una delle più importanti operazioni di *proxy fight* in Europa, supportata da piccoli risparmiatori ed investitori istituzionali, cui è seguita l’OPA volontaria totalitaria promossa da Salini su Impregilo e conclusa definitivamente nell’aprile del 2013.

Nel *case study* in questione, la raccolta deleghe su Impregilo ha rappresentato una novità assoluta; infatti, per la prima volta, una società ha intrapreso una sollecitazione di deleghe di voto in modo trasparente, in base al TUF. Inoltre, si trattava della prima *proxy fight* in senso anglosassone della storia di “Piazza Affari”. A luglio 2012, le famiglie Salini e Gavio (operativa anch’essa nel settore delle grandi infrastrutture) sono arrivate a detenere ciascuna, dopo vari rastrellamenti di titoli, poco meno del 30% del capitale sociale di Impregilo tramite rispettivamente Salini S.p.A. e IGLI S.p.A. Ai fini della nostra analisi, è opportuno evidenziare che, dietro lo scontro di “poltrone”, vi era un accesissimo conflitto di strategie. Infatti, Salini proponeva l’uscita di Impregilo dai *businesses* non coerenti con le attività di costruzione e mediante la cessione dell’intero pacchetto della partecipata brasiliana Ecorodovias, attiva nel comparto delle concessioni autostradali, la società avrebbe potuto dar vita, insieme alla stessa Salini, ad un *player* internazionale di notevoli dimensioni nel settore delle costruzioni (e non delle concessioni), premiando, al tempo stesso, gli azionisti con la distribuzione di un maxidividendo straordinario pagato mediante la liquidità derivante dalle dismissioni. Gavio era in totale disaccordo con quest’impostazione: infatti, riteneva che la gestione delle concessioni autostradali non solo fosse coerente con il *business* di Impregilo, ma rappresentasse un ottimo affare. Per quanto concerne l’esito dello scontro tra le due famiglie, proprio all’ultimo Salini ha ottenuto il supporto del fondo *hedge* Amber Capital, il terzo azionista di Impregilo, che con il suo 7,2% diretto, più un altro 1,2% indiretto, ha decretato il successo del Gruppo romano, grazie ad uno scarto con Gavio di appena il 2% (51 contro 49). Quindi, possiamo affermare che la travagliata *proxy fight*, *unicum* nel panorama italiano, ha sancito la vittoria dell’imprenditore Pietro Salini che ha così ottenuto la maggioranza in assemblea e dunque il controllo decisionale di Impregilo.

In seguito alla stipula dell’accordo strategico tra le due imprese, il Gruppo Salini ha intravisto nella figura dell’OPA la soluzione del logorante “braccio di ferro” con la famiglia Gavio per ottenere il controllo totalitario di Impregilo e il presupposto fondamentale per procedere all’integrazione tra le due realtà aziendali. L’OPA volontaria promossa da Salini S.p.A. aveva per oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Impregilo S.p.A, ad esclusione quindi delle azioni di risparmio, non in possesso dell’Offerente (quindi il 70,16% del flottante), al prezzo di euro 4,00 per azione ordinaria (il Gruppo romano deteneva una partecipazione pari al 29,84% del capitale sociale dell’Emittente); l’obiettivo minimo, dunque, era quello di rastrellare sul mercato almeno quel 20% che separava Salini dall’ottenimento del controllo

assoluto. Nonostante il costo complessivo si aggirasse intorno ai 900 milioni di euro, l'OPA avrebbe generato due grandi vantaggi: se Gavio avesse aderito all'offerta, Salini avrebbe potuto estromettere del tutto il nemico e non avrebbe dovuto dividere con quest'ultimo il maxidividendo di Impregilo in arrivo (€ 600 milioni complessivi). Al termine del periodo di adesione all'offerta, il Gruppo Salini è arrivato a conseguire, sulla base dei dati definitivi, una partecipazione pari a circa il 92,08% del capitale sociale ordinario di Impregilo S.p.A., ottenendone il controllo totalitario e superando la soglia necessaria (66,67%) per procedere alla fusione. Tutto ciò è stato possibile grazie alla chiarezza e all'ambizione del piano finanziario e industriale presentato dal Gruppo romano che ha convinto gli azionisti di minoranza ad aderire all'offerta. Tra le principali motivazioni che hanno indotto il Gruppo Salini a lanciare l'OPA vi era la rifocalizzazione di Impregilo sul *core business* delle infrastrutture complesse ad alto valore aggiunto, la dismissione degli *asset non-core*, la revisione della *governance* e la diversificazione della presenza geografica.

A livello giuridico, si trattava di una fusione inversa per incorporazione di Salini S.p.A. ("Incorporanda") in Impregilo S.p.A. ("Incorporante") ad un rapporto di cambio fissato in 6,45 azioni ordinarie Impregilo per ogni azione Salini; inoltre, alla luce del ricorso all'indebitamento finanziario contratto da Salini per l'attuazione, la fusione possedeva altresì i caratteri del *leveraged buyout*. Nel *case study* in esame, la redazione di un preciso ed accurato *Business Plan* aveva la finalità di illustrare la convenienza economica dell'operazione e la sua fattibilità finanziaria, in particolare in una prospettiva strategica che vedeva il Gruppo proiettarsi nel futuro più immediato. Il Piano industriale della nuova entità risultante dalla fusione per il periodo 2013-2016, approvato dai CdA delle rispettive società partecipanti, prevedeva un importante sviluppo delle operatività del Gruppo *combined*. Innanzitutto, si presumeva una crescita del giro d'affari fino a € 7,4 miliardi nel 2016 e un margine operativo lordo vicino al miliardo. Si stimava che la raccolta ordini media annua sarebbe stata pari a 7,5 miliardi di euro, con un *Book-to-Bill* (inteso come rapporto tra nuovi ordini e ricavi) costantemente superiore all'unità. In particolare, il portafoglio ordini sarebbe dovuto crescere del 30%, per arrivare a circa € 26 miliardi a fine 2016. Per quanto concerne le sinergie da integrazione derivanti dalla fusione, gli analisti le stimavano per un totale di quasi 100 milioni annui a regime (a partire dal 2016). Inoltre, dall'analisi del Piano, emergeva l'elevato grado di sostenibilità dell'esposizione debitoria del Gruppo ed il progressivo miglioramento della Posizione Finanziaria Netta attesa. Tra i principali programmi strategici che il management del nuovo Gruppo intendeva attuare per raggiungere dati obiettivi vi erano la completa focalizzazione sul *core business* delle costruzioni, il rafforzamento della presenza in Paesi ben identificati (Europa, Asia centrale, Africa, America latina), il *focus* globale su grandi progetti e l'ulteriore diversificazione del portafoglio mediante l'ingresso selettivo in nuovi mercati considerati attraenti per dimensioni e redditività (Turchia, Medio Oriente, Canada, Stati Uniti e Australia). Si evince, dunque, che la capacità integrata di acquistare e realizzare progetti di grandi dimensioni rappresenterebbe il punto di forza del Gruppo post *merger*.

Per quanto concerne le motivazioni sottostanti l'operazione, è opportuno ricordare che tale fusione costituiva il presupposto per la piena attuazione dei benefici dell'integrazione tra le due realtà aziendali, in parte già realizzati mediante l'Accordo strategico di cooperazione

commerciale e organizzativa. L'integrazione mirava al rafforzamento del posizionamento competitivo tramite il consolidamento dei fattori critici di successo che contraddistinguevano i segmenti di *business* presidiati dai due Gruppi. In particolare, tali motivazioni erano riconducibili ai seguenti obiettivi gestionali:

- 1) Incremento della scala dimensionale con conseguenti vantaggi competitivi e sinergie e miglioramento delle condizioni di accesso al mercato dei capitali;
- 2) Condivisione delle migliori pratiche interne nei processi e negli strumenti impiegati;
- 3) Ottimizzazione e valorizzazione delle risorse interne e capacità di attrarre nuovi talenti.

L'aspetto dimensionale rappresenta un fattore critico di successo nel segmento delle costruzioni; infatti, le grandi opere civili, ossia quelle con un valore eccedente il miliardo di euro, sono spesso associate a bandi di gara che restringono la partecipazione alle società che superano certe soglie dimensionali. Oltre ai benefici derivanti dal rafforzamento strategico e competitivo, le maggiori dimensioni permettono di conseguire efficienze negli approvvigionamenti di beni e servizi per i cantieri e di macchinari e impianti. In relazione agli obiettivi di cui al punto 3, un ulteriore vantaggio della fusione consiste nell'allocazione delle risorse umane ai diversi progetti in maniera efficiente, valorizzando al massimo l'esperienza e la competenza dei singoli a beneficio del risultato operativo e commerciale del Gruppo post *merger*; questo obiettivo presuppone la piena flessibilità di "movimento" delle risorse umane già presenti all'interno dell'organizzazione. Inoltre, tramite la fusione si intendeva realizzare un polo di eccellenza nazionale a vantaggio della crescita e delle opportunità di sviluppo occupazionali per i giovani talenti, laureati in discipline economiche ed ingegneristiche. Per quanto riguarda il conseguimento degli incrementi di efficienza, nel *case study* in questione, i benefici di costo sono realizzabili grazie al miglior utilizzo dei beni strumentali. Infine, tale operazione permetterebbe di ottenere una struttura finanziaria solida, caratterizzata da un adeguato *standing* creditizio e da un miglioramento delle condizioni di accesso ai finanziamenti, riducendo gli oneri finanziari e incrementando i margini di elasticità nella gestione della cassa.

La fusione ha creato realmente valore? Gli obiettivi fissati sono stati raggiunti? Innanzitutto, è opportuno premettere che in linea generale le M&A, non potendo manifestare i loro effetti nell'immediatezza dell'operazione, necessitano di un intervallo temporale superiore all'anno se non addirittura più ampio. Nonostante questa doverosa premessa, la fusione tra Salini e Impregilo ha rappresentato un'incredibile eccezione; infatti, già il primo anno post *merger* si era chiuso con ricavi ed EBITDA in forte crescita rispetto all'anno precedente (rispettivamente +10% e +20,5%) e con la riduzione dell'indebitamento netto. Questi straordinari risultati in termini di marginalità erano dovuti principalmente al contributo di un miglior mix delle attività di *business*, nonché al più efficace controllo operativo della gestione aziendale. Nel periodo 2013-2017, si è assistito ad una crescita organica e ad una profittabilità al di sopra della media di settore; in questo modo, è iniziato il processo di trasformazione da azienda privata a multinazionale globale, sempre più riconosciuta dal mercato, leader nel settore acqua e in quello autostradale negli USA. Dal punto di vista economico-finanziario e

in base ai dati relativi al 2016 e al 2017, i ricavi hanno superato il *target* dei 6 miliardi di euro, mentre EBIT ed EBITDA, pur non raggiungendo del tutto gli ambiziosi obiettivi del *Business Plan*, hanno mostrato una crescita eccezionale del Gruppo (rispettivamente +43% e +44% rispetto al 2013). Il livello dei nuovi ordini medio annuo, pari a € 7,3 miliardi nel 2016 e € 7,6 nell'anno successivo, evidenziava la capacità di raggiungere ed eccedere gli obiettivi fissati. Questi eccezionali risultati conseguiti erano dovuti in primo luogo all'implementazione di progetti di grandi dimensioni su scala globale. La scelta di focalizzarsi esclusivamente sul *core business* delle costruzioni e la strategia di diversificazione del portafoglio si sono rivelate vincenti. Il consolidamento della leadership di Salini Impregilo è stato possibile grazie all'affermazione del *brand* a livello internazionale. Nel corso del 2016 sono state svolte una serie di attività volte a rafforzare presso i dipendenti il senso di appartenenza e l'adesione ai valori del Gruppo. La fusione tra le due realtà aziendali sottolinea ulteriormente l'importanza del processo di integrazione culturale post *merger*. Le competenze tecniche e manageriali, nonché l'esperienza acquisita sui progetti in tutto il mondo, hanno rappresentato i fattori chiave per garantire il raggiungimento degli obiettivi prefissati; infatti, proprio le persone, rappresentando il principale *asset* strategico in grado di fare la differenza nei servizi e nei progetti, hanno permesso al Gruppo di crescere continuamente. L'integrazione di una cultura organizzativa diversificata ha costituito uno dei cardini della capacità di crescita solida, in un Gruppo che ha fatto della diversità uno dei pilastri dello sviluppo del *business*, con una forza lavoro rappresentata da oltre 100 nazionalità diverse. È opportuno sottolineare come questa straordinaria crescita sia stata possibile, non soltanto grazie all'incremento del potere di mercato e al miglioramento delle *performance* economiche e finanziarie, ma soprattutto tramite un'adeguata e ben strutturata pianificazione strategica fondata sia su uno specifico modello di *business* sia su un efficace processo di integrazione culturale post *merger*.

Dopo aver sperimentato l'effettivo successo delle operazioni di M&A, di recente il Gruppo Salini Impregilo ha deciso di sfruttare un'ulteriore opportunità di crescita acquisendo uno dei principali *competitor* del settore: Astaldi S.p.A.. L'acquisizione, che costituisce la più rilevante operazione di sistema nell'ambito del "Progetto Italia" e rientra in un'operazione di *turnaround* con coinvolgimento dello Stato tramite CDP S.p.A., intende rilanciare l'intero settore delle costruzioni e in generale l'economia del nostro Paese post pandemia Covid-19. Innanzitutto, è opportuno premettere che lo stato di crisi in cui versava Astaldi aveva suscitato l'interesse del Gruppo romano, creando i presupposti per la realizzazione dell'operazione e del relativo Progetto. L'operazione, come da concordato, è stata perfezionata attraverso un aumento di capitale per cassa in Astaldi di € 225 milioni, riservato a Webuild, destinato in parte al pagamento dei debiti privilegiati e prededucibili e in parte a servizio del piano di continuità. Per quanto concerne le fonti di finanziamento dell'acquisizione, la liquidità è stata garantita al Gruppo romano dall'aumento di capitale da 600 milioni di euro interamente sottoscritto e versato a novembre 2019, da parte di Salini Costruttori, CDP Equity, Banco BPM, Intesa Sanpaolo, Unicredit e altri investitori istituzionali.

Il "Progetto Italia" consiste in un'operazione di consolidamento del settore delle costruzioni che, mediante il contributo di imprese, banche e istituzioni, ha lo scopo di creare un grande *player* con dimensioni finanziarie, di capitale umano e di esperienze in grado di sostenere la

ripresa del comparto e competere sui mercati internazionali. La peculiarità di quest'operazione è che non si focalizza esclusivamente sul rilancio del settore delle grandi infrastrutture. Infatti, a livello di sistema Paese, si prevede un contributo dello 0,3% alla crescita del PIL e un ingente supporto all'occupazione, con una stima di 30 mila posti di lavoro preservati nell'immediato e 400 mila nei prossimi cinque anni. Inoltre, l'acquisizione di Astaldi e la conseguente attuazione del Progetto potrebbero innescare un effetto volano per l'intero comparto anche tramite il sostegno agli oltre trenta settori economici correlati e incrementare i livelli di produttività. Al pari di tutte le operazioni di M&A, anche l'integrazione in questione è finalizzata al conseguimento delle economie di scala e al rafforzamento della posizione competitiva in specifiche zone geografiche (Italia, America del Nord e Australia). Tra i principali *target* del Progetto vi sono la valorizzazione del *know-how* italiano, il rilancio di progetti strategici per oltre € 3,6 miliardi e il miglioramento dell'attrattività del Gruppo per il capitale umano. Quindi, l'acquisizione di Astaldi sarà di accrescimento per il Gruppo Webuild, sia in termini operativi che finanziari. Infatti, dal punto di vista economico, è previsto un incremento del fatturato che raggiungerà i € 9 miliardi, con un EBIT pari a circa 400 milioni di euro. Nasce così un gruppo leader nel mercato italiano, in particolare nella realizzazione di grandi infrastrutture per la mobilità sostenibile, l'energia idroelettrica, l'acqua e gli edifici verdi (i c.d. "settori strategici"), con un portafoglio ordini complessivo di oltre € 40 miliardi e con 70 mila dipendenti tra diretti e indiretti (di cui il 16% solo in Italia). L'acquisizione di Astaldi, oltre ad assicurare una crescita dimensionale del Gruppo, permetterà l'aggregazione di diverse competenze tecniche ed ingegneristiche innovative e l'espansione del panorama geografico di riferimento. Tra gli ulteriori benefici attesi dall'operazione vi sono il miglioramento della solidità finanziaria, l'ottimizzazione e la razionalizzazione della struttura dei costi, l'incremento dell'efficienza operativa attraverso la centralizzazione delle funzioni aziendali, le sinergie e la creazione di valore per tutti gli azionisti e gli *stakeholders*.

La fusione con Impregilo e la successiva acquisizione di Astaldi si sono rivelate degli efficacissimi strumenti di crescita aziendale per il Gruppo Salini. Infatti, al di là dei notevoli risultati raggiunti nel primo caso e attesi nel secondo, si evince come le due operazioni di M&A rappresentino la logica conseguenza di un ampio disegno industriale e di un'accurata pianificazione strategica. Le due operazioni possiedono diverse analogie. Innanzitutto, entrambe sono rivolte, oltre che alla crescita dimensionale e alla creazione di valore per tutti gli *shareholders* e gli *stakeholders*, al rafforzamento della posizione competitiva in specifiche zone. Inoltre, ambedue mirano al conseguimento delle economie di scala e degli incrementi di efficienza, con un *focus* particolare sull'ottimizzazione della struttura dei costi. Infine, è opportuno menzionare i fattori chiave di successo in comune alle due iniziative: l'implementazione di progetti di grandi dimensioni e l'importanza attribuita al processo di integrazione culturale post-operazione, in particolare alla capacità di attirare e far crescere i nuovi migliori talenti. Nonostante ciò, è opportuno illustrarne anche la sostanziale differenza. Mentre la fusione tra Salini e Impregilo è un'operazione di mercato quasi "ostile", a seguito di *proxy fight* pubblica assembleare e di OPA volontaria, l'acquisizione di Astaldi è un'operazione di sistema e di *turnaround* con coinvolgimento dello Stato, orientata soprattutto al rilancio dell'economia italiana mediante il sostegno al PIL e all'occupazione.

