

Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra Finanza Aziendale

Le operazioni di M&A: il caso AS Roma

Prof. Roberto Mazzei

RELATORE

Matr. 236371

CANDIDATO Falconi Fabio Massimo

Anno Accademico 2021/2022

Indice

INTRODUZIONE.....	3
<i>Le operazioni di M&A.....</i>	5
1.1 Storia ed evoluzione	5
1.2 Crescita aziendale	10
1.2.1 Crescita interna.....	10
1.2.2 Crescita esterna.....	10
1.3 Strategie	13
1.4 Motivazioni.....	16
<i>Attori e struttura di un'operazione di acquisizione</i>	18
2.1 Attori.....	18
2.1.1 Investitori	18
2.1.2 Azionisti	19
2.1.3 Advisor	19
2.1.4 Altri attori.....	21
2.2 Struttura di un'operazione di acquisizione	21
2.2.1 Targeting	21
2.2.2 Contatti preliminari	22
2.2.3 Negoziazione e due diligence	23
2.2.4 Signing e closing	23
<i>Il caso AS Roma.....</i>	25
3.1 Struttura dell'operazione	25
3.2 Gestione Friedkin.....	26
3.2.1 Rivoluzione societaria e prima gestione	26
3.2.2 Gestione nell'anno 2021	28
CONCLUSIONI.....	31
<i>Bibliografia e Sitografia.....</i>	33

INTRODUZIONE

L'industria calcistica europea ha visto negli ultimi anni importanti investimenti da parte di magnati provenienti da tutto il mondo.

Il costante sviluppo e l'innovazione continua della materia in questione, mi hanno portato a svolgere uno studio particolare sull'AS Roma, da diversi anni oggetto di acquisizioni e progetti ambiziosi. La passione dei tifosi e l'affinità con la città, insieme all'unicità della brand image, sono stati i fattori che l'hanno resa famosa nel mondo, al di là dei risultati sportivi.

Tuttavia, nel recente passato si è trovata a far fronte ad un problema considerevole. Nella seconda metà degli anni 2000 si è trovata sull'orlo del fallimento, a causa dei numerosi debiti accumulati negli anni precedenti che, nonostante il primato nel campionato di Serie A nella stagione 2000-01, hanno portato la situazione finanziaria a livelli critici. Basti pensare che nel 2003 il totale dei debiti ha raggiunto i 665 milioni di euro e che l'indebitamento netto ha subito un'impennata brusca e pericolosa. Le errate previsioni, combinate all'eccessivo ottimismo degli azionisti, hanno portato al passaggio di proprietà del 49% al gruppo bancario romano Capitalia (poi assorbita da Unicredit)

Nonostante una serie di trattative mai concluse negli anni successivi, nell'agosto 2011 passa nelle mani americane di Thomas Di Benedetto e poi di James Pallotta. Grazie ad un management di primissimo livello, il club è riuscito a competere con le migliori squadre europee e a suscitare l'interesse di molti.

Dopo esattamente nove anni è stata acquistata da un altro imprenditore americano, Dan Friedkin, presidente e CEO di The Friedkin Group. Si tratta di un consorzio privato di imprese e investimenti, divenuto famoso nel mondo per essere uno dei più grandi distributori di Toyota e proprietario di una collezione di resort pluripremiati, oltre che essere molto attivo nel settore entertainment and enjoyment. L'emozione è il prodotto che intende diffondere nella sua vasta clientela e l'AS Roma è stata identificata come la ciliegina mancante di una torta che presenta esperienze di ogni genere.

Nel primo capitolo verranno analizzate le tipologie di operazioni di M&A e le strategie che vengono adottate in materia, con un approfondimento riguardo l'evoluzione del fenomeno dal Novecento ad oggi.

Nel secondo capitolo si entrerà nel dettaglio riguardo gli attori che vengono coinvolti in una operazione di acquisizione e la struttura dell'operazione stessa, analizzando le singole fasi e i procedimenti formali.

Nel terzo capitolo verrà rappresentato il caso dell'AS Roma, che nel 2020 è stata acquistata da un imprenditore americano, il quale ha intrapreso una rivoluzione societaria e pianificato una strategia nel medio-lungo termine volta ad entrare e stabilizzarsi tra le prime società di calcio nel mondo. Infatti, l'obiettivo di questo capitolo è di valutare la profittabilità di un'operazione di acquisizione, da parte di un investitore estero, nell'industria calcistica italiana e le modalità tramite la quale viene intrapresa. L'analisi verrà compiuta mediante l'utilizzo di documenti formali, di bilancio, relazioni sulla gestione e articoli di giornale, con il supporto di conoscenze di base acquisite personalmente con l'esperienza.

Il mondo del calcio ha sempre suscitato in me grande spirito di ricerca, grazie sia all'eterogeneità industriale che presenta sia alla passione che riesce a trasmettermi ogni giorno.

Capitolo 1

Le operazioni di M&A

1.1 Storia ed evoluzione

Il fenomeno M&A è da diversi anni una delle ragioni di crescita dimensionale e consolidamento del vantaggio competitivo nei migliori settori, responsabili nel breve termine di ampi margini di guadagno, a causa delle svariate opportunità di mercato presentate.

Le crisi finanziarie del nuovo millennio (grande recessione del 2009 e pandemia Covid-19) hanno dato una forte sterzata all'economia mondiale, generando da una parte enormi lacune finanziarie, ma dall'altra un importante banco di prova per le imprese leader e per le Nazioni, trovatesi di fronte a uno shock politico, economico e sanitario da contrastare. Si pensi che il trend di questa attività nel quadriennio 2015-19 ha subito un'impennata del +20% riguardo il peso sul totale delle operazioni strategiche superiori al miliardo di dollari adottate dalle imprese in generale (40% nel 2015, 60% nel 2019). A riflettere ciò, ci sono stati due casi che riassumono il tutto. Il 2019 è stato caratterizzato da una delle più grandi operazioni riguardanti il settore cinematografico: l'acquisizione di 21st Century Fox da parte di Walt Disney Company per 71,3 miliardi di dollari, il quale rappresenta neanche il 3% del totale delle operazioni di M&A siglate degli Stati Uniti. Invece nel 2014, una delle operazioni che fece più scalpore fu l'accordo Whatsapp-Facebook per 19 miliardi, nemmeno un terzo rispetto a quello finalizzato da Bob Iger, CEO di Disney.

Da più di un secolo a questa parte, si sono manifestate diverse tipologie di operazioni, a seconda delle esigenze delle singole imprese e dagli stimoli provenienti dall'ambiente esterno. Queste, si sono diffuse tramite vere e proprie "ondate", attribuendo al mercato dell'M&A un carattere ciclico, discontinuo e di dimensione irregolare. In generale, sono state sette le ondate (1897-2019), prevalentemente di origine americana, ciascuna con causa distinte e caratteristiche particolari: dalle fusioni orizzontali a quelle verticali, da natura finanziaria allo sviluppo tecnologico, passando dalla durata di pochi anni, come quella del 1965-1969, a più di un decennio, quella del 1916-1929. Se le ondate risultano eterogenee l'una dall'altra, presentano

tutte un comune denominatore: la manifestazione a seguito di shock economici, sia positivi che negativi.

Anche il nostro Paese è stato attivo sull'argomento. L'Italia ne ha subite due: una alla fine degli anni '90 a causa delle privatizzazioni, un'altra nel decennio 2000-2010, a seguito dell'entrata nell'euro. Come si può notare, anche in questo caso abbiamo di fronte due scenari macroeconomici di grande rilievo. Successivamente, il numero di operazioni di M&A è aumentato esponenzialmente, tanto che dalle 340 acquisizioni completate nel 2012 si è passati alle oltre 540 nel 2014 (+62% in 2 anni).

La costante crescita negli anni successivi ha subito un drastico calo, seguito da uno snervante stallo con l'avvenire della pandemia, per poi riprendersi sorprendentemente nella fine del 2020 e manifestare una crescita esponenziale primo trimestre del 2021. Infatti, nello scorso anno, sono state chiuse 1.165 operazioni per quasi 100 miliardi di euro solamente in Italia, l'anno migliore dopo la recessione del 2009. Per esempio, i settori manifatturiero e automobilistico hanno registrato uno sviluppo significativo, dove secondo Pwc Italia le attività di M&A sono aumentate del 30% in termini di volume e del 67% in termini di valore.

L'irregolarità storica e la ciclicità del mercato dell'M&A hanno portato diversi studiosi ad elaborare la *merger waves theory*: durata, dimensione e tipologia di operazione sono le tre variabili principali di ben sette *waves* che si sono presentate dal 1897 ad oggi. Vediamole nel dettaglio.

Prima ondata (1895-1904). Originata e diffusa negli Stati Uniti, è scoppiata a seguito dell'approvazione dello *Sherman Act* (1890), la prima legge americana contro i monopoli e i cartelli (antitrust). In particolare, l'articolo 1 dichiara che "ogni contratto o accordo che assuma la forma di trust o simile, rivolto a limitare la concorrenza nell'industria o nel commercio tra i diversi Stati è dichiarato illegale". Le corporations americane, approfittando anche del periodo di crescita economica del Paese, hanno iniziato a fondersi tra concorrenti dello stesso settore sia per accrescere il potere di mercato che per eliminare un potenziale competitor.

Seconda ondata (1916-1929). La grande crescita economica conseguente alla seconda rivoluzione industriale ha portato questo periodo a essere nominato *Roaring Twenties*¹. Invenzioni come l'elettricità e il motore a combustione interna hanno portato aria

¹ Appellativo che si traduce in "ruggenti anni Venti", a causa della grande espansione economica mondiale.

fresca e nuove tecnologie per le aziende, con l'introduzione dei nuovi telefoni, radio, automobili. Infatti, in questi anni si sviluppò il Taylorismo, una teoria elaborata in *L'organizzazione scientifica del lavoro* (1911), dove Frederick Taylor poneva la razionalizzazione alla base del ciclo produttivo aziendale tramite l'ideazione della catena di montaggio. Il risparmio dei costi e del tempo, l'efficienza della produzione erano alla base della nuova economia. A questo si aggiunsero la voglia di riscatto post Prima Guerra Mondiale, lo sviluppo culturale e artistico (esplosione del jazz e l'art déco), fenomeni che hanno contribuito alla rinascita a trecentosessanta gradi di un intero Paese. Le imprese iniziarono a compiere operazioni di M&A verticali, al fine di integrare diverse fasi della filiera produttiva e accrescere le proprie dimensioni in termini di attività controllate e potenza nel settore di appartenenza. Tuttavia, dopo un periodo aureo, ne segue uno altrettanto nero. Il declino è avvenuto dopo più di dieci anni, a causa della Grande Depressione del '29, conseguente al crollo della Borsa di Wall Street.

Terza ondata (1965-1969). In questi anni il fenomeno M&A ha caratterizzato tutto il mondo, coinvolgendo sia il vecchio che il nuovo continente. Il consumismo si diffuse a macchia d'olio e fu alla base del nuovo boom economico mondiale, grazie al mass marketing e al conseguente avvento della pubblicità. La nuova età dell'oro influenzò non solo i consumatori, desiderosi di acquistare anche beni non essenziali, ma anche le aziende. La diversificazione conglomerale del core business è infatti alla base delle operazioni di M&A dell'era, dove l'obiettivo era sia la riduzione del rischio che l'ampliamento dimensionale dell'impresa stessa. In questa importante parentesi storica, il nostro Paese ha registrato uno sviluppo mai visto prima: la stabilità invidiabile della lira, la disoccupazione ai minimi storici e l'assenza di povertà hanno portato gli studiosi a parlare di miracolo economico italiano.

Quarta ondata (1981-1989). Gli anni Ottanta si discostano in maniera netta rispetto ai precedenti. In questo periodo è stato fondamentale per l'economia americana il presidente Ronald Reagan, il quale fu l'ideatore del reaganismo: la riduzione della spesa sociale e l'incremento della liberalizzazione dei mercati sono stati fattori trainanti della nuova crescita economica degli Stati Uniti. Le operazioni in questo periodo sono principalmente di natura finanziaria, causa la grande ascesa delle banche nell'economia, dove la speculazione ha avuto un ruolo fondamentale. In particolare,

vennero intraprese OPA, con l'obiettivo unico di acquisire e poi rivendere aziende con il solo obiettivo di ottenere enormi margini di guadagno.

Quinta ondata (1992-2000). Protagonista di questa ondata fu l'Europa. Non a caso, nello stesso periodo, venne stipulato il trattato di Maastricht, con il quale viene istituita la cittadinanza europea e nasce l'unione economica e monetaria. La voglia di riforma ha influenzato anche il mercato dell'M&A, dove per la prima volta si parlò di *mega merger*, descrivendo le fusioni tra colossi dell'economia contemporanea: l'assorbimento della McDonnell Douglas da parte di Boeing per 13 miliardi di dollari, fondando la Boeing Company (1997) e la fusione tra il Gruppo Chrysler e Daimler-Benz per 38 miliardi, dando vita alla DaimlerChrysler AG (1998). Anche l'Italia fu soggetta di tale fenomeno, grazie alla politica di privatizzazione. Settori come quello del gas, dell'energia e delle telecomunicazioni divennero privati: nel 1992 le aziende statali IRI, ENI, INA e Enel da aziende autonome statali diventarono Spa e ci fu nel 1999 l'acquisizione di Telecom da parte di Olivetti. In generale, nel 1999 vennero stipulate circa 32.000 operazioni in tutto il mondo, per un valore di oltre 40 miliardi di dollari.

Sesta ondata (2003-2008). Le operazioni in questione furono principalmente di tipo *cross border* e mega merger. L'espansione economica del nuovo millennio fu dovuta soprattutto alla facilità di reperire finanziamenti. Tuttavia, la concessione di mutui fu un'arma a doppio taglio: se da una parte contribuì allo sviluppo dell'economia mondiale e incentivò l'espansione, dall'altra creò non pochi problemi al mercato finanziario, causando la crisi dei mutui *subprime* e il fallimento della Lehman Brothers nel 2008, una delle più grandi banche di New York. Le ripercussioni di tale crisi influirono su tutto il mondo, generando il crollo dei mercati azionari in primis, e di conseguenza la caduta del reddito e dell'occupazione, decimando gli investimenti di famiglie e imprese. L'apice delle operazioni di M&A viene raggiunto nel 2007, dove a livello mondiale ne vengono siglate più di 45.000 per un corrispettivo di quasi 50 miliardi di dollari (record fino al 2020).

Settima ondata (2016-2021). Il mercato globale M&A ha raggiunto picchi mai visti prima, con oltre 35.000 operazioni completate nel 2016, stabilendo il nuovo record mondiale. Il controvalore è di oltre 3.200 miliardi di dollari, il terzo migliore di sempre. Le ragioni alla base della nuova espansione sono da ritrovare nello sviluppo delle

nuove tecnologie. La crescita è progredita drasticamente post-pandemia, eclissando i risultati degli ultimi anni, arrivando solamente nel 2021 ai 5,8 trilioni di dollari. La digitalizzazione è stata il motore del nuovo picco, dove nel settore tecnologico è stato investito circa 1 trilione.

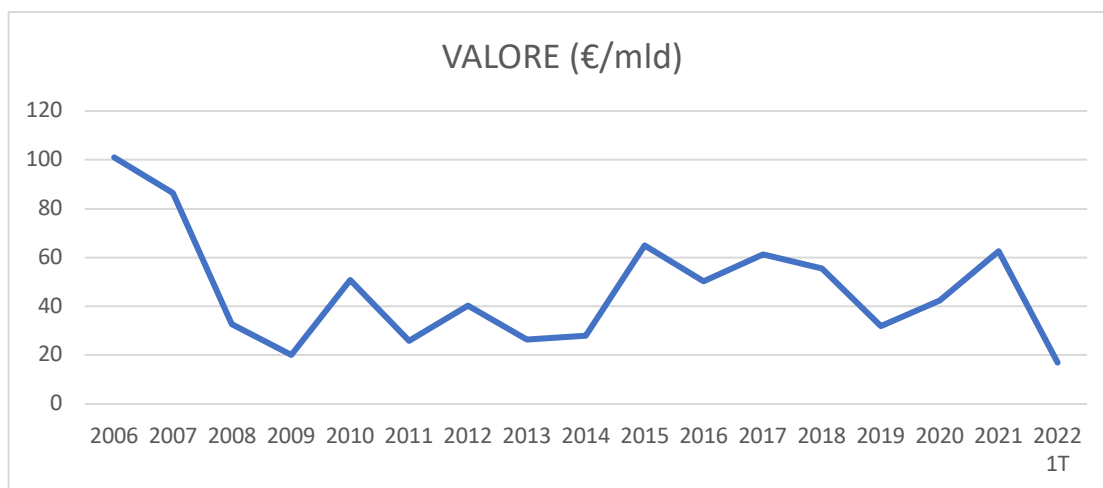


Figura 1. Investimenti nel settore M&A negli ultimi 15 anni in Italia, secondo KMG

1.2 Crescita aziendale

1.2.1 Crescita interna

La crescita del business è una funzione necessaria del ciclo di vita aziendale, fondamentale per aumentare la redditività e la competitività. Per garantire ciò, un'azienda deve pianificare una strategia di crescita organica a lungo termine, in maniera graduale e sistematica, attraverso la quale si mira a espandere la produzione e generare maggiori flussi di cassa in entrata, senza ricorrere a operazioni particolari che vanno a coinvolgere realtà esterne. Le risorse utilizzate vengono fornite dal business stesso e vengono adoperate per ottimizzare i processi interni. In tal senso, l'impresa si pone l'obiettivo di aumentare il vantaggio competitivo nel settore di riferimento ed avere la supremazia sui competitors. Generalmente in un settore consolidato si compete su due fronti: a livello di costo e a livello di prodotto.

La leadership di costo è la strategia di business che permette all'azienda di offrire prodotti standard ai clienti ad un prezzo minore rispetto ai concorrenti. Si ottiene riorganizzando la catena del valore, aumentandone l'efficienza e ridurre gli sprechi, eliminando attività che generano costi elevati. Tale strategia è diffusa in settori maturi, dove l'esperienza svolge un ruolo importante.

A livello di prodotto, un'azienda può ottenere vantaggio competitivo offrendo qualcosa di diverso. La strategia di differenziazione consiste nella realizzazione di un prodotto di alta qualità, dotato di caratteristiche rare o uniche nel mercato. La particolarità del prodotto², se adattata al giusto mercato, garantisce un'elevata domanda, permettendo di fidelizzare fin da subito il cliente. L'unicità del prodotto permette all'impresa venditrice di stabilire un *premium price*³, per generare flussi di cassa in entrata e coprire gli elevati costi di produzione necessari.

1.2.2 Crescita esterna

La crescita per linee esterne consiste nell'aumento delle proprie dimensioni e della competitività, raccogliendo nuove quote di mercato e nuove risorse da terzi. È una strategia che risulta maggiormente rischiosa rispetto alla crescita organica, in quanto richiede costi elevati e ingenti investimenti iniziali. L'acronimo M&A riflette gli

² A livello tecnologico, design, localizzazione geografica, qualità materie prime, canale distributivo.

³ Prezzo decisamente alto stabilito da un'impresa, diverso rispetto ai competitors.

anglicismi *mergers and acquisitions* (in italiano rispettivamente fusioni e acquisizioni) e comprende tutte le operazioni straordinarie volte alla creazione di valore aziendale tramite l'implementazione di azioni e la modifica della struttura societaria dell'impresa. Oggi, possiamo includere non solo acquisizioni e fusioni, che sono le più comuni, bensì attività quali le joint venture, spin-off e split-off, offerte pubbliche iniziali (IPO) e offerte pubbliche d'acquisto (OPA), ristrutturazioni o turnaround.

Acquisizione

È un'operazione di finanza straordinaria attraverso la quale avviene il passaggio di proprietà di partecipazioni tra imprese, in cambio di risorse economiche. La società acquirente può ottenere la totalità dell'impresa *target* (acquisizione totale) o una parte di essa (acquisizione parziale). A seguito dell'acquisizione parziale, la società acquirente si assicurerà la maggioranza o minoranza delle quote, dipendentemente dall'ammontare acquisito. Dal punto di vista strategico, le acquisizioni si differenziano in tre tipologie, in base alle caratteristiche dell'impresa obiettivo:

- Orizzontali: se l'impresa target opera nello stesso settore;
- Verticali: se presente affinità nelle fasi del processo di produzione;
- Conglomerati: se assenza di correlazione tra le due imprese in termini di settore o mercato.

Merger

La fusione è un'operazione di finanza straordinaria ove due o più imprese si uniscono, assumendo lo stesso soggetto giuridico. Può avvenire per incorporazione (*merger*), nel caso in cui un'impresa inglobasse un'altra, oppure per compenetrazione (fusione propria). La differenza sostanziale tra le due operazioni sta nell'identificazione del soggetto giuridico, infatti nella fusione propria viene costituita una nuova società, detta *newco*, la quale avrà un nuovo soggetto giuridico. Diversamente, l'incorporante manterrà il proprio e quello dell'incorporata cesserà di esistere.

Alleanze strategiche e joint venture

Rappresentano le migliori operazioni di collaborazione con uno o più competitors: prevedono accordi di medio-lungo termine tra due o più imprese dove mettono a disposizione l'una dell'altra una quantità di risorse tangibili (es. prodotti complementari) o intangibili (es. know-how), mantenendo la propria indipendenza

(alleanze) o sottoscrivendo un nuovo soggetto giuridico (joint venture). La cooperazione tra imprese si può manifestare in tre modalità: in linea orizzontale, tra imprese nello stesso business o mercato, in linea verticale, tra imprese in diverse fasi della stessa filiera economico-produttiva, e in linea laterale, tra imprese in ambienti o settori completamente diversi. La tendenza alla collaborazione tra imprese è frequente nei mercati caratterizzati da un'elevata concorrenza, dove risulta difficile per una singola impresa intraprendere investimenti senza sfociare in pericolose componenti di rischio. Dopo una fase di negoziazione, attraverso la quale i potenziali partner scelgono il modello da prendere in atto, definiscono le future responsabilità e pianificano la strategia, le imprese divengono alleate e intraprendono quanto concordato. La fase di gestione è caratterizzata dall'attuazione delle singole attività previste nell'accordo. La partnership è di durata soggettiva, a seconda delle necessità che le aziende hanno e degli obiettivi prefissati e termina generalmente quando ha esaurito la sua ragion d'essere.

Conferimenti e scissioni

Lo spin-off, o conferimenti d'azienda, è un'operazione che prevede la creazione di un nuovo soggetto giuridico tramite il trasferimento di uno o più asset da un'impresa esistente, in cambio di quote o azioni. L'azienda conferente non ottiene mai denaro come contropartita, ma solo partecipazioni. Si parla di scorporo quando l'intenzione dell'impresa cedente è di separare l'attività in questione dall'azienda, invece si parla di apporto o conferimento quando l'obiettivo è di integrarla ad una nuova realtà, attribuendole maggior valore.

Con lo split-off, o scissione d'azienda, invece, una società assegna l'intero patrimonio (scissione totale) o una sua parte (scissione parziale) a più società, già esistenti o di nuova costituzione, e le relative quote o azioni. L'obiettivo principale è la ristrutturazione del capitale e, quindi, la ridefinizione del business dell'impresa.

La principale differenza tra spin-off e split-off sta nel fatto che la mutazione qualitativa del patrimonio avviene in capo agli azionisti e non alla società madre.

IPO e OPA

L'offerta pubblica iniziale (IPO) è lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico, creando un flottante, il quale è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato. La

società che intende realizzare una IPO deve comunicare alla Consob tutte le sue caratteristiche e i soggetti che verranno coinvolti nell'affare.

L'offerta pubblica di acquisto (OPA), invece, è un'offerta volta all'acquisto di strumenti finanziari, soprattutto azioni, al fine di ottenere il controllo totale o parziale delle quote di una società, dietro un corrispettivo in denaro. Anche in questo caso, occorre una preventiva comunicazione alla Consob, allegando un documento dove vengono illustrate le sue caratteristiche, che verrà successivamente controllato e, in un secondo momento, reso disponibile al pubblico.

Turnaround

Una ristrutturazione è un piano di risanamento di un'azienda che, per varie cause, si trova in difficoltà dal punto di vista finanziario, gestionale o strutturale. Si stende un piano di ricostruzione, prendendo atto dei difetti sviluppatasi, e si elabora una strategia di recupero ben precisa, al fine di risollevare l'impresa e riportarla a livelli competitivi. Fondamentale, in tal senso, è il Turnaround Index⁴, il quale analizza tramite indici finanziari⁵ se esiste un rischio più o meno elevato per l'azienda di entrare in crisi.

1.3 Strategie

Il risultato di un'operazione di M&A è soddisfacente se l'impresa acquistante e quella acquisita valgono più insieme rispetto che da separate. Il nuovo valore dipende dal livello di integrazione delle varie attività, dalle metodologie contabili, dalle politiche di retribuzione, dai processi produttivi e dalle culture differenti. Dunque, svolge un ruolo significativo l'attività umana: se tutti gli attori⁶ condividono le stesse idee e sono contenti degli eventuali nuovi ruoli, allora si avrà futuro. Nel corso degli anni alcuni studiosi si sono domandati quali forme di operazioni adottare e in quali contesti. Joseph L. Bower⁷ nel 2001, anno culmine dell'M&A, ha descritto nel suo articolo *Not All M&As Are Alike - and That Matters* le principali motivazioni alla base di tali operazioni. Solitamente gli acquirenti pagano troppo, in quanto i manager si innamorano degli affari e spesso tendono a non abbandonare la trattativa quando

⁴ È un indice che può assumere valori compresi tra 0,1 e 0,9. Più è alto l'indice, maggiore sarà la propensione al turnaround, a causa di risultati deludenti.

⁵ Indici di redditività (ROS, ROI, ROE), copertura degli oneri finanziari, capacità di generare cassa.

⁶ Manager, lavoratori, scienziati, ingegneri.

⁷ È stato un professore in Business Administration ad Harvard Business School per 51 anni.

invece dovrebbero. I *friendly deals* ottenuti tramite l'utilizzo di azioni, spesso fruttano risultati migliori rispetto quelli dove alla base c'è una somma di denaro.

La ricerca riguarda le migliaia di operazioni che vengono identificate come acquisizioni e fusioni che all'apparenza sembrerebbero uguali, ma, a dire la verità, risultano attività strategiche molto diverse. In tal senso, si differenziano in ben cinque tipologie.

The Overcapacity M&A

È molto diffusa tra le *mega merger* nei settori maturi e *capital intensive*, dove vige la regola dell'*eat or be eaten*. La strategia prevede l'acquisizione di un competitor, dove l'obiettivo è ottenere nuove quote di mercato, ridurre la concorrenza, razionalizzare i costi e aumentare l'efficienza delle operations. Risultano però evidenti ostacoli a tale operazione, in quanto l'unione di due realtà dello stesso settore potrebbero risultare discordanti in termini di idee, know-how e cultura, causando aspri conflitti nei management delle imprese, dove l'acquirente tende ad imporre la propria politica aziendale. Dunque, occorre ristrutturare l'organigramma aziendale e il management in base a determinati fattori, come il mix di prodotti da vendere, la locazione geografica, la quantità e qualità del personale, la struttura dei costi. Integrare diverse realtà aziendali è più performante che tagliarle, per quanto possa essere lungo e infinitamente complicato il processo. Un esempio lampante riguarda la già citata megafusione Daimler-Chrysler, dove la prima era principalmente incentrata sull'ingegneria, mentre la seconda più sulle vendite e marketing.

The Geografic roll-up M&A

Questa operazione avviene nel momento in cui un'impresa di grandi dimensioni acquista una locale in luoghi sconosciuti. Ciò avviene spesso in settori frammentati, popolati da molte aziende di piccole dimensioni e senza una dominante. Questa strategia viene adottata per conseguire economie di scala o di scopo, con l'obiettivo di abbassare i costi operativi e generare un leader nel settore. Tali operazioni sono più facili da realizzare rispetto alle precedenti, in quanto essere acquisiti da un'azienda più grande può aiutare la più piccola a risolvere diversi problemi, garantendo fattori come l'accesso migliore al capitale, marketing più efficiente, tecnologia all'avanguardia e minori minacce competitive. Per quanto riguarda l'acquirente, in questo modo si evita

l'ingresso geografico e la gestione locale. Infatti, generalmente tende a mantenere l'autonomia dell'acquisita.

The product or market extension M&A

Viene adottata solitamente da due aziende di grandi dimensioni, al fine di estendere la propria linea di prodotti e il raggio d'azione, operando in nuovi mercati con prodotti simili oppure in mercati affini con prodotti diversi. L'obiettivo è diversificare il core business aziendale a livello geografico o di prodotto. La probabilità di successo dipende dalla differenza dimensionale dei soggetti in questione: aziende quasi uguali fanno riemergere problemi come quelli dell'*overcapacity*, a causa della difficoltà di integrare processi e attività in un'impresa già consolidata e matura nel proprio settore. Due grandezze diverse, come nel caso del roll-up, aumentano le condizioni di successo dell'operazione. Lo scopo è la diversificazione, che sia geografica o del core business, in modo correlato o conglomerato, dove l'importante è, come sottolinea Bower, *know what you are buying*. Di fatto, più ci si allontana dalla propria realtà, più risulta difficile adottare strategie e avere le giuste conoscenze, a causa delle differenze culturali, governative e regolamentari. Un esempio riguarda il settore della moda, viste le grandi M&A a cui abbiamo assistito negli ultimi dieci anni: dall'acquisizione della società italiana Bulgari da parte della multinazionale LVMH nel 2011, proprietaria di celebri marchi come Louis Vuitton, Dior, Fendi, al passaggio di Stone Island nelle fila di Moncler del 2020. Lo scopo di tali operazioni era quello di veicolare una nuova gamma di prodotti in ambienti diversi, raggiungendo una nuova tipologia di clientela e conquistando nuove quote di mercato.

The M&A as R&D

Questa particolare categoria riguarda una valida alternativa all'attività di R&D sviluppata internamente all'azienda. L'attività di ricerca e sviluppo prevede una pianificazione minuziosa ed esigente, oltre che tempi piuttosto lunghi, al fine di implementare le nuove tecnologie progettate. Talvolta è preferibile effettuare un'operazione di acquisizione per ridurre i tempi e non lasciarsi sfuggire opportunità di mercato, specialmente per i settori tecnologici e biotech, dove l'ideazione di nuovi prodotti e la scoperta di nuovi processi sono all'ordine del giorno. Microsoft Corporation è di questa idea, basti ricordare il percorso intrapreso dal colosso di Redmond: fin dal 1987, con l'acquisizione di Forethought (da cui nasce il moderno PowerPoint), ha scelto di conquistare altre realtà minori a suoni di billions, piuttosto

che intraprendere lunghe e tortuose attività di R&D. Ha spaziato dall'integrare diversi tipi di aziende: dal settore della comunicazione con Hotmail nel 1997, fino al settore dei videogiochi, con la svedese Mojang Studios, società creatrice di Minecraft, un videogame che negli ultimi anni ha demolito svariati record di download e vendite. Le cifre ingenti versate da Microsoft (solo l'ultima citata Mojang è costata 2,5 miliardi) hanno portato senza dubbio un valore inestimabile per l'azienda, che solo nel 2021 ha fatturato circa 168 miliardi di dollari. Nel 18 gennaio 2022 è *done deal* con la statunitense Activision Blizzard, una delle più famose aziende di videogames, per la modica cifra di 68,7 miliardi.

The industry convergence M&A

Le prime quattro categorie riguardano relazioni tra aziende presenti in determinati settori, già esistenti e con caratteristiche più o meno definite. Questo tipo di operazione prevede l'invenzione di un nuovo business tramite la convergenza di distinti settori, ottenendo maggiori sinergie, eliminando realtà da industrie in via di estinzione e sbarcare verso altre. Il successo dipende più che altro dall'intelligenza della scelta e dalle intuizioni dei manager. Infatti, rispetto alle altre operazioni, qui il rischio di trovarsi con un "pugno di sabbia" è decisamente più alto, dato che si tratti di una vera e propria scommessa sul settore e bisogna avere anche una determinata dose di fortuna. Particolare attenzione in materia la sta ricevendo il settore dell'intrattenimento, dove ci sono svariati casi di convergenza, come nel 2019 tra Disney e Fox. La nascita della piattaforma Disney+ ha aperto le strade verso un nuovo modo di intendere il mondo televisivo, dello streaming, dove è stata unita l'infinita gamma di film disneyani alle famosissime sitcom americane, oltre che molti altri prodotti cinematografici di fama mondiale. Per la prima volta Disney è riuscita a competere con una nuova linea di prodotti e distribuire film verso un target più adulto.

1.4 Motivazioni

Un'operazione finanziaria viene giudicata vantaggiosa se genera valore per chi effettua l'investimento, ovvero se il deal riesca a creare valore. Il rendimento che gli investitori si aspettano dall'investimento, chiamato rendimento target (R_t), deve essere comparato al rendimento effettivamente conseguito (R_e). Dunque, si aprono tre possibili scenari:

- $R_e > R_t$: creazione di valore;
- $R_e < R_t$: distruzione di valore;
- $R_e = R_t$: conservazione di valore.

In tal senso, affinché un'operazione di M&A debba considerarsi un buon investimento, si dovrebbero presentare determinati risultati, che sono anche le principali motivazioni che spingono gli acquirenti ad acquistare un'altra società. L'obiettivo principale è l'innalzamento del valore di mercato di una società. Se è presente un VAN positivo, l'investimento genererà flussi di cassa positivi. Nel caso in cui l'operazione venga finanziata con pagamento in contante, il VAN è dato dalla differenza tra il beneficio economico⁸ e il costo dell'operazione⁹. Nel caso in cui, invece, venga finanziata con pagamento tramite lo scambio di azioni, è dato dalla differenza tra lo stesso beneficio e il costo delle azioni cedute¹⁰ in contropartita.

Un'altra spinta all'M&A è data dal raggiungimento della stabilità finanziaria, ricercando nuove fonti di finanziamento e migliorando le prospettive reddituali della società. L'impresa bidder effettua una previsione per quanto riguarda i flussi di cassa futuri, individuando ogni aumento del reddito o riduzione dei costi, li attualizza e li confronta con il costo necessario per l'acquisto.

Possono essere individuate altre cause, come la presenza di reali vantaggi strategici, che riguardano non solo il miglioramento della posizione nell'industria, ma anche lo stabilimento di rapporti con i diversi stakeholders del settore, la possibilità di implementare il valore del brand e di sfruttare nuove risorse che prima risultavano difficili da raggiungere.

⁸ Il beneficio economico si ottiene dalla differenza tra il valore attuale delle due società insieme e la somma dei due valori attuali delle società separate. È presente beneficio economico se le due imprese valgono più insieme che separate.

⁹ Il costo è dato dalla differenza tra il pagamento effettuato e il valore attuale dell'impresa target.

¹⁰ il costo in questo caso è la differenza tra il prezzo delle azioni e il valore attuale dell'impresa target.

Capitolo 2

Attori e struttura di un'operazione di acquisizione

2.1 Attori

In generale, una operazione di M&A coinvolge due categorie di soggetti: gli investitori della società acquirente, chiamata bidder, e gli azionisti della società acquisita, chiamata target. Al fine del conseguimento delle corrette informazioni e dell'ottimizzazione della procedura, le società possono avvalersi dell'ausilio di soggetti terzi, in grado di assistere in materia finanziaria, fiscale e legale, tra le altre.

2.1.1 Investitori

Gli investitori sono i soggetti che intendono acquisire la società target e possono distinguersi in strategici o finanziari, in base all'obiettivo.

Gli investitori strategici si pongono come obiettivo l'accrescimento dell'azienda e sono attivi in tutte le aree di un'industria, dove si interessano di attività quali lo sviluppo di sinergie, ampliamento della gamma di prodotto e crescita del vantaggio competitivo. Pongono alla base della transazione una strategia nel medio-lungo termine, mirata all'acquisizione del controllo della azienda target con meno rischio possibile, in quanto un elevato grado di rischio potrebbe indurre a mandare a monte la trattativa. La società acquirente interviene ad ogni livello della acquisita, coinvolgendola totalmente, e il più delle volte tende a cambiarla in maniera radicale, accompagnando operazioni di finanza straordinaria.

Gli investitori finanziari, invece, sono soggetti che nascono per gestire patrimoni attraverso investimenti nel capitale di rischio, come per esempio i fondi comuni di investimento, le banche e le holding di partecipazioni. Sono solo di passaggio nella vita di una società, i quali accompagnano il management della società target in una determinata fase, per poi uscire dal capitale una volta che l'investimento viene maturato. Il loro obiettivo è generare un capital gain che sia coerente con il profilo di rischio assunto nella transazione. Il rischio, infatti, è il carattere principale alla base di tali operazioni, il quale deve essere gestito con competenza professionale, dato che

spesso un'elevata componente induce ampi ritorni economici. A differenza degli investitori strategici, questi si pongono un orizzonte temporale di breve-medio periodo, generalmente tra i tre e i cinque anni, in quanto mirano a miglioramenti di tipo gestionale, astenendosi da interventi di natura operativa.

In base alla tipologia di investitore, cambia anche l'ottica verso la formulazione dell'offerta. Gli investitori finanziari tendono a pagare un prezzo più basso per due motivi: una visione analitica e mirata solamente al valore economico, e la volontà di uscire dalla società, generando una plusvalenza al momento della cessione delle quote o azioni.

Solitamente, coerentemente con l'ottica di massimizzare il capital gain nell'orizzonte di investimento, ricorrono alla leva finanziaria, elevando il proprio grado di indebitamento.

2.1.2 Azionisti

Gli azionisti della società target sono la controparte dell'operazione, che cedono le partecipazioni alla bidder, con lo scopo di ottenere più valore possibile dalla transazione. Confrontano il valore che potrebbero ottenere dalla cessione con quanto invece guadagnerebbero dai dividendi generati dalla società stessa durante la permanenza nel capitale e scelgono se è più conveniente cedere il 100% delle loro quote, non facendo parte in futuro della società, oppure rimanere nell'azionariato, cedendone una parte. Quando viene acquistata una società, spesso la bidder sostituisce il management della società target con uno nuovo, introducendo nuove figure oppure integrando quello esistente con delle nuove. Da qui nasce la paura del management di perdere potere nella società e spesso prova a convincere i propri azionisti che la cessione sia una scelta sbagliata, adottando tattiche che vanno a ridurre il valore attribuibile alla società, come le *poison pills*¹¹, oppure ad aumentare i costi dell'operazione, come i *golden parachutes*¹². Tali strategie sono divenute molto frequenti nelle trattative che hanno come oggetto società quotata.

2.1.3 Advisor

¹¹ Pillole avvelenate, in italiano. Sono interventi mirati a ridurre il valore dell'impresa target ante acquisto.

¹² Paracaduti d'oro, in italiano. Sono misure che prevedono l'aumento dei costi per la sostituzione del management.

L'advisor è un consulente esperto che accompagna le controparti durante lo svolgimento della trattativa, fornendo le giuste informazioni e competenze, al fine di completare l'operazione con successo. Si può trattare sia di una vera e propria società oppure di un singolo professionista. In base al tipo di consulenza che svolgono, si distinguono diverse tipologie: finanziario, legale, fiscale e strategico.

L'advisor finanziario deve essere un professionista dotato di conoscenze approfondite nel settore di competenza, padronanza di tutte le tecniche di valutazione d'azienda e conoscenza del mercato di riferimento, oltre che possedere il network di relazioni con altri soggetti, fondamentale per supportare il cliente anche in altri campi. È un vero e proprio traghettatore dell'operazione, infatti interviene nelle prime fasi, valutando la strategia del cliente e individuando le potenzialità del progetto, fino al closing, assicurando che tutte le attività vengano svolte in modo efficiente e funzionale.

L'advisor legale si occupa dei vari documenti¹³ che vengono redatti nel corso della trattativa e si assicura che vengano sottoscritti in modo conforme alla legge. In particolare, deve garantire il pieno rispetto degli interessi dell'assistito, la perfetta compatibilità delle proposte e che il cliente non assuma impegni inconsapevolmente. È importante, quindi, l'apporto che da nella *due diligence*¹⁴, fornendo assistenza e verificando il corretto svolgimento della fase negoziale.

L'advisor fiscale, invece, è fondamentale per prevedere l'impatto fiscale di ogni attività intrapresa durante il percorso. Si tratta di un ruolo tanto importante quanto delicato: è imprescindibile l'ausilio in fase di valutazione della fattibilità dell'operazione, in quanto un progetto profittevole dal punto di vista strategico potrebbe rivelarsi non idoneo per l'eccessiva onerosità.

L'ultima categoria, ma non per importanza, è rappresentata dall'advisor strategico. È un soggetto che ha il compito di valutare le alternative che si presentano e realizzare la miglior strategia possibile. Come l'advisor finanziario, accompagna il cliente sia

¹³ Accordi di riservatezza (NDA, non-disclosure agreement), la lettera di approccio, le lettere di intenti (LOI, letter of intent), le offerte non vincolanti (NBO, non-binding offer) e i contratti di investimento (SPA, sale and purchase agreement).

¹⁴ La due diligence è l'attività di acquisizione delle informazioni necessarie per la preparazione della documentazione richiesta dalla prassi operativa e dalla normativa in merito ad una operazione di emissione di strumenti finanziari (Borsa Italiana).

durante la fase di valutazione iniziale, sia durante il closing, guidandolo nelle migliori scelte e nella valorizzazione delle occasioni che si presentano.

2.1.4 Altri attori

I soggetti terzi che interagiscono o influenzano durante un'operazione di M&A sono i seguenti:

- Operatori finanziari: contribuiscono al reperimento delle risorse necessarie al compimento della transazione (banche, fondi di private equity e hedge funds);
- Autorità di controllo: controllano i processi ed intervengono in caso di illeciti (Consob, Banca d'Italia);
- Autorità fiscali: operano in materia fiscale e stabiliscono eventuali oneri della transazione;
- Sindacati: tutelano i lavoratori coinvolti nell'operazione;
- Governi sovrani: intervengono in maniera diretta o indiretta durante la transazione, a volte impedendone il realizzo;
- Organi di formazione: possono modificare le sorti di un'operazione, influenzando i soggetti che ne fanno parte (giornali, televisioni e media).

2.2 Struttura di un'operazione di acquisizione

Il percorso che segue un'operazione di acquisizione ha carattere scalare, dove bisogna seguire e rispettare determinate fasi del processo, indispensabili affinché la trattativa vada in porto. Le tempistiche e il carattere della transazione dipendono da molti fattori, come la tipologia dell'operazione da compiere, il contesto, le risorse economiche e le componenti fisco-legali, ma generalmente la struttura è composta da quattro macro-fasi, che vanno da un'analisi preliminare fino alle firme e alla chiusura dell'operazione

2.2.1 Targeting

Tutte le operazioni iniziano con una fase di analisi, dove lo studio è incentrato su i bisogni dell'azienda e le opportunità di mercato che si presentano. La bidder, in base alle risorse che ha a disposizione, stila un rapporto riguardo i benefici che tale operazione otterrebbe e osserva i trend più diffusi nel mercato. Il risultato porta all'identificazione di una impresa target ideale, in base alla posizione del settore in cui

si trova, al grado di integrazione che deriverebbe dall'unione delle sinergie, dalla gamma dei prodotti offerti e dalla locazione geografica. Questa fase necessita di un'attenta pianificazione e si può ricorrere all'aiuto di uno o più consulenti esterni, come gli advisor finanziari e strategici, fondamentali per fornire le linee guida e ridurre al minimo i margini di errore che potrebbero presentarsi. A questo punto, occorre plasmare le caratteristiche della target ideale con le imprese diffuse nel mercato e trovare più fattori in comune possibili. Questa seconda parte della ricerca, chiamata fase di screening, si basa su documentazioni pubbliche¹⁵, dove lo scopo è ottenere più informazioni possibili al fine di creare un elenco di aziende che presentino i tratti economici, commerciali e competitivi richiesti.

2.2.2 Contatti preliminari

A seguito dello screening, la bidder invia, tramite l'advisor finanziario, una lettera di approccio¹⁶ alle imprese target individuate, nella quale vengono riportati: il profilo della società acquirente, le motivazioni alla base dell'operazione, le prospettive offerte e i passi formali che in futuro si intende percorrere. In questo modo, si stabilisce un primo legame tra le controparti, basato su contatti reciproci e scambio di documenti privati, e si selezionano le aziende potenzialmente interessate all'operazione. Fondamentale è la sottoscrizione di un accordo di riservatezza¹⁷, al fine di non divulgare ad eventuali terzi le informazioni trasmesse e mantenere la segretezza, grazie a stringenti vincoli penali. Solitamente, al termine di questa nuova raccolta notizie, molto più approfondita ed attendibile, si stende una short-list di aziende, dove ne viene riportato un numero da cinque a dieci. La società target a questo punto deve nominare un proprio advisor finanziario, che la curi per tutto il resto della trattativa e stili un *information memorandum*, da inviare alla potenziale acquirente. È un documento dove viene riportata la situazione patrimoniale, finanziaria e contabile della società target, nonché la struttura dell'azionariato e l'organigramma societario, al fine di implementare le conoscenze finora ottenute dalla bidder e procedere alla fase successiva della trattativa.

¹⁵ Bilanci, articoli di giornale, visure camerali.

¹⁶ È un documento anonimo e sintetico, che ha l'obiettivo di specificare le caratteristiche distintive dell'azienda e del marketing, in modo da evidenziare gli elementi di valore.

¹⁷ In tale accordo deve essere stabilito un periodo di tempo determinato, ove la bidder è obbligata a non diffondere a terzi le informazioni e utilizzarle esclusivamente ai fini della transazione oggetto dell'operazione sottintesa. Ogni documento scambiato deve essere restituito dietro richiesta della controparte.

2.2.3 Negoziazione e due diligence

Una volta ricevuti tutti gli *information memorandum* dalle società target, la bidder inizia la fase di pianificazione della trattativa vera e propria, dove dispone della situazione economica attuale delle candidate e sceglie quella che rispetta maggiormente i canoni della azienda ideale. È consigliato l'accompagnamento di ulteriori professionisti, come l'advisor legale e fiscale, al fine di definire tutti gli altri aspetti dell'operazione. Si dà il via alla fase di negoziazione, dove si procede alla redazione di tutti i documenti formali. Il primo documento riguarda la lettera di intenti (LOI), che ha lo scopo di prefissare i termini della trattativa futura, come un prezzo provvisorio, descrivere il processo di due diligence e impedire ad altri soggetti di avviare trattative per l'acquisto della società target. Tuttavia, solitamente è non vincolante per le parti ed è valida per un periodo di tempo determinato. Una volta accettata, si procede alla definizione delle verifiche da apportare in fase di due diligence e le tempistiche previste, contenuti che vengono formalizzati in nuovo documento, chiamato offerta non vincolante (NBO). Si tratta di una vera e propria offerta di acquisto, che pone le basi dell'accordo che verrà sottoscritto. Per poter essere confermato, la bidder deve svolgere delle due diligence. In particolare, possono essere di tre tipologie:

- Management due diligence: consiste in un incontro con i direttori della società target, per valutare aspetti operativi e gestionali;
- Legal due diligence: dove si verificano gli aspetti legali e fiscali;
- Financial due diligence: che ha come oggetto l'analisi dei dati finanziarie l'adeguatezza della rappresentazione dei documenti nell'offerta.

Eventuali discordanze con quanto analizzato precedentemente, influenzeranno il prezzo formulato nella NBO. Inoltre, la fase di due diligence è molto importante in quanto fornisce alla bidder le garanzie necessarie al fine della conclusione dell'operazione.

2.2.4 Signing e closing

I contraenti procedono alla sottoscrizione degli accordi definitivi e le firme, dove puntualizzano i termini dell'operazione, ovvero la forma dell'acquisizione, la soluzione di pagamento e le tempistiche.

La acquisizione può avere come oggetto la cessione di partecipazioni (*stock deal*) oppure di aziende o di un suo ramo (*asset deal*). La scelta dipende da due fattori principali: il rischio legale e il vantaggio fiscale. Dal punto di vista legale, è preferibile effettuare un *asset deal*, in quanto l'acquirente sceglie quali elementi dell'azienda includere e quali escludere dall'operazione, come l'immobile o i debiti, evitando rischi derivanti dalla passata gestione. Con uno *stock deal*, invece, restano invariati i rapporti attivi e passivi della società target. Dal punto di vista fiscale, entrambe le operazioni vengono imputate. La tassazione diretta colpisce la plusvalenza¹⁸ ottenuta dal cedente¹⁹, invece le imposte indirette gravano sull'acquirente, il quale è sottoposto a imposta di registro proporzionale al valore e alla natura dei beni.

La modalità di pagamento può essere in denaro, mediante scambio di azioni oppure tramite l'emissione di obbligazioni convertibili, a seconda delle esigenze dei contraenti.

Per quanto riguarda le tempistiche, un'acquisizione necessita di un periodo dai sei ai nove mesi per essere completata. Le fasi iniziali, come il *targeting*, la formulazione della strategia e la selezione delle controparti, vengono sviluppate nei primi due mesi. La fase più problematica riguarda la negoziazione, spesso incerta e soggetta a prolungamenti, dove gioca un ruolo fondamentale la volontà delle due società di portare a termine la trattativa. Generalmente, questa si risolve nell'arco di sei o otto settimane. Infine, le attività di due diligence, di *signing* e *closing* possono occupare dai due ai tre mesi.

Una volta perfezionati gli ultimi termini, i contraenti devono recarsi presso notaio per la stipulazione del contratto e avviene il passaggio di quote o azioni.

¹⁸ Differenza tra il prezzo di vendita e il costo fiscalmente riconosciuto.

¹⁹ in caso di società di persone si è sottoposti a imposta IRPEF, invece in caso di società di capitali a IRES.

Capitolo 3

Il caso AS Roma

3.1 Struttura dell'operazione

L'operazione di acquisizione dell'AS Roma può essere suddivisa in tre fasi: una preliminare, una di stand-by e una finale.

La fase preliminare dell'operazione è iniziata nell'ottobre del 2019, quando il Gruppo Friedkin ha manifestato interesse verso la società, pur sempre mantenendo un blind profile. Nonostante le smentite iniziali da parte della dirigenza giallorossa, il mese successivo avviene il primo incontro formale tra le controparti, dove si delineano i caratteri della trattativa e si stabilisce il prossimo incontro. Le indiscrezioni riguardanti una possibile hanno portato il titolo della Roma ad aumentare dell'11,29% in poche ore, raggiungendo quota 0,562 euro per azione e stabilendo il record da un anno e mezzo a questa parte.

Nonostante le due parti intendessero portare a termine la trattativa in fretta, tra dicembre e gennaio si è manifestato un leggero pessimismo per quanto riguarda il closing, dovuto da due fattori complementari: la notevole distanza tra domanda e offerta, di circa 100 milioni, e l'emergenza dovuta alla pandemia covid-19.

L'iniziale valutazione di James Pallotta non sembra più fattibile e la crisi imminente porta l'operazione ad assumere fattezze decisamente diverse, tanto è che gli 800 milioni chiesti qualche mese prima, risultano inaccettabili dal magnate texano. In seguito, si fanno avanti altri due profili e mostrano interesse verso la società capitolina, ma nessuno formula una vera e propria proposta alla proprietà bostoniana.

Nel frattempo, la compagine texana continua, a fari spenti, la sua attività di investigazione e porta a termine la fase di due diligence, aggiornata grazie ai valori di bilancio pubblicati dell'anno 2019.

Infatti, il calo delle prestazioni del gruppo squadra in termine di performance sportive ha avuto un riflesso sui risultati aziendali e hanno portato un ridimensionamento del valore complessivo della società. Inoltre, è stata introdotta una clausola all'interno dell'accordo, la quale prevedeva uno sconto di 30 milioni di euro in caso di mancato

piazzamento entro le prime quattro posizioni nel campionato di Serie A e, quindi, la mancata partecipazione alla prossima Champions League 2020/21. Ciò ha influito notevolmente e ha segnato lo spartiacque della trattativa, in quanto le alte pretese della proprietà bostoniana sono andate man mano ad abbassarsi nel corso delle settimane seguenti.

La svolta sembra arrivare con l'affievolirsi della pandemia quando, a fine maggio, Friedkin si fa avanti con una offerta di circa 575 milioni di euro, compreso l'aumento di capitale. La somma viene giudicata insufficiente e viene rispedita al mittente, ma funge da scintilla per un rush finale, facendo riavvicinare le controparti e riprendendo i contatti dopo una fase piuttosto timida. Pallotta e i suoi soci dettano le nuove condizioni, Friedkin ne viene incontro e offre fino a 591 milioni di euro, sancendo dopo dieci mesi, il closing.

Il 6 agosto 2020 la AS Roma attraverso un comunicato ufficiale conferma che le controparti hanno firmato un accordo vincolante, per un deal di 591 milioni di euro.

3.2 Gestione Friedkin

3.2.1 Rivoluzione societaria e prima gestione

Il 17 agosto 2020 A.S. Roma SPV LLC ha ceduto e trasferito la propria partecipazione di controllo in favore di Romulus and Remus Investments LLC (RRI)²⁰, una società del Delaware designata da The Friedkin Group ai fini dell'acquisizione di 544.468.535 azioni ordinarie per 0,1165 euro ciascuna, circa l'86,6% del capitale sociale. Il 3,3% è detenuto tramite partecipazione diretta, mentre l'83,3% attraverso la società NEEP Roma Holding Spa, che detiene la maggioranza. L'investimento azionario è ammontato a circa 63,43 milioni di euro, mentre il valore totale dell'azionariato era di circa 72,24 milioni, a causa dell'acquisto di altre partecipazioni. A questi sono da aggiungere altri 111 milioni per rimborsare i finanziamenti-soci in favore del club erogati dall'ex presidente James Pallotta e 16 milioni per la controllata Stadio TdV Spa²¹.

²⁰ RRI s.r.l. è una società del Delaware, con sede legale a Wilmington e sede operativa a Houston, in Texas, controllata direttamente da Dan Friedkin.

²¹ Società per il progetto del nuovo stadio di Tor di Valle.

Dunque, il Gruppo Friedkin ha sborsato in totale 591 milioni, dove circa 200 milioni sono serviti per l'acquisizione del pacchetto azionario e partecipazioni varie, il restante per l'acquisizione delle passività.

Il primo passo è stato la composizione di un nuovo Consiglio di Amministrazione, a seguito delle dimissioni degli amministratori della gestione precedente, i quali non possedevano azioni societarie. Vengono nominati per cooptazione nove nuovi amministratori, tra i quali il presidente Dan Friedkin e il vice Ryan Friedkin, e viene confermato l'amministratore delegato Guido Fienga. Inoltre viene costituito un nuovo Comitato Esecutivo, un Collegio Sindacale e un Organismo di Vigilanza, oltre ad altri organi come il Comitato Nomine e Remunerazioni e il Comitato per il Controllo Interno e la Gestione dei Rischi, al fine di ristrutturare una società che presentava da svariati anni enormi lacune dal punto di vista gestionale, dove spesso le responsabilità e i poteri sia degli organi generali che dei singoli amministratori e direttori si sovrapponevano oppure andavano in contrasto. La nuova struttura societaria compone una gerarchia ben definita, garantendo maggiore verticalità in fase decisionale, e mira ad eliminare ruoli irrilevanti, al fine di creare una corporate governance di assoluto livello e senza figure professionali infruttuose.

Nel 9 ottobre 2020, RRI ha lanciato un'offerta pubblica di acquisto (OPA) obbligatoria sulle rimanenti azioni ordinarie (84.413.785), rappresentanti circa il 13,4% del capitale sociale, tramite l'intermediario Unicredit Bank AG.

Al termine del periodo, sono state portate in adesione circa l'1,67% delle azioni in questione (1.412.890), portando RRI a detenere circa l'86,8% del capitale sociale, il quale ammonta a 93.942.205,19 euro.

Successivamente, l'Assemblea degli azionisti ha approvato la proposta di incrementare da 150 milioni fino a 210 milioni l'aumento di capitale deliberato nel 28 ottobre 2019, che prevedeva l'emissione di azioni ordinarie, con le stesse caratteristiche di quelle già in circolazione, da offrire in opzione agli attuali azionisti, con termine ultimo di esecuzione al 31 dicembre 2021. L'aumento non sarà interamente sottoscritto, ma si intenderà limitato all'importo risultante dalle sottoscrizioni effettuate entro il termine.

È da sottolineare che sono avvenuti due versamenti in conto finanziamento soci per un totale di 100 milioni, dove ne sono stati versati sessanta ad agosto, a seguito della sottoscrizione del contratto di acquisizione, e quaranta a dicembre, verso il termine dell'esercizio. L'obiettivo di tali conferimenti è di finanziare le attività correnti.

Gli ultimi mesi dell'anno 2020, dunque, sono serviti ad una ricostruzione societaria e ristrutturazione dei principali organi di amministrazione, controllo e vigilanza, in modo da gettare le basi per la crescita e gestione futura, che ha come obiettivo la risoluzione di diversi problemi: l'indebitamento netto elevato, le performance del gruppo squadra e lo stadio di proprietà.

3.2.2 Gestione nell'anno 2021

Il nuovo anno si apre con l'ingresso di nuove figure professionali, in particolare quella di Tiago Pinto²², che vestirà i panni del nuovo general manager. In tal modo si è creato un collante societario in grado di avvicinare il management e il gruppo squadra, che ha lo scopo sia di curare le esigenze della proprietà, sia di accogliere le richieste di calciatori e staff e, eventualmente, comunicarle ai piani alti.

Il nodo principale da sciogliere era rappresentato dalle performance non soddisfacenti del gruppo squadra che, dopo la mancata qualificazione alla prossima edizione della Champions League, si troverà ad affrontare un altro anno burrascoso. Questo era un obiettivo primario, il quale avrebbe conferito un palcoscenico mondiale alla nuova proprietà e il conseguente accrescimento del brand, oltre ad un elevato flusso di ricavi, in quanto l'accesso alla Prima Fase di questa competizione avrebbe concesso alle casse della società poco più di 15 milioni solo per la qualificazione e quasi 3 milioni per ogni vittoria conseguita.

Il rimedio apportato dalla società è stato rappresentato dal sollevamento dall'incarico di responsabile tecnico della prima squadra di Paulo Fonseca e dall'ingresso di José Mourinho, uno dei migliori al mondo nel suo ruolo. L'annuncio del nuovo allenatore ha portato entusiasmo non solo tra i tifosi, ma nel mondo intero. Molti giornali europei²³ hanno riportato in prima pagina l'avvenuto, il che sta a significare l'importanza della scelta e l'ambizione che la nuova proprietà sa manifestando. Inoltre,

²² Ex direttore giovanissimo del Benfica, la squadra portoghese più titolata, e famoso nell'abilità di generare enormi plusvalenze, grazie alla capacità di acquisire calciatori giovani e talentuosi a basso prezzo.

²³ In particolare, i famosi quotidiani britannici: The Mirror, Daily Mail, The Sun.

il titolo azionario ha subito un'impennata del +22,35%, raggiungendo i 0,322 euro, e il conseguente congelamento per un eccessivo scostamento di prezzo, a causa del raggiungimento dei parametri massimi stabiliti da Borsa Italiana.

Per migliorare le performance tecniche e stabilizzare le spese derivanti dalla gestione della rosa dei calciatori, il management ha deciso di rivoluzionare anche la politica di mercato e di direzione del *roaster*. Nella stagione 2019/2020 erano presenti numerosissimi calciatori, dove circa la metà non risultavano funzionali al progetto, a causa di investimenti sbagliati in passato e alla mancanza di caratteristiche tecnico-fisiche idonee a palcoscenici calcistici importanti. Inoltre, durante le passate stagioni, era solito smobilizzare ogni anno il *roaster* giocatori per generare plusvalenze e far quadrare i conti, nonostante risultasse un'arma a doppio taglio: se da una parte la società generava un'elevata dose di liquidità, dall'altra si andava sia a destabilizzare sia l'ossatura del gruppo che ad alimentare il malcontento tra i supporters del club.

Preso atto dagli errori della vecchia gestione, il nuovo management si è fatto trovare preparato. Durante i mesi di luglio e agosto 2021, il calciomercato ha aperto i battenti e i manager si sono mossi per sfoltire la rosa e creare una gerarchia ben definita, puntando a valorizzare determinati elementi e integrarli con dei nuovi profili esperti e di caratura internazionale. Infatti, sono state ceduti venti diritti sulle prestazioni dei calciatori, dei quali la metà a titolo definitivo, degli oltre quaranta iniziali della prima squadra. Le fondamenta della squadra sono state fortificate da quattro nuovi elementi, per i quali la società ha investito oltre 80 milioni di euro, e da giovani promesse provenienti dalla Roma Primavera²⁴.

Il 26 novembre 2021 si è tenuta l'Assemblea degli Azionisti, a seguito della quale è stato approvato il Bilancio al 30 giugno 2021 ed è stata registrata una perdita consolidata del Gruppo pari a 185 milioni di euro. Inoltre, è stata accettata la proposta di incrementare fino a 460 milioni di euro l'aumento di capitale (28 ottobre 2019) e di prorogare al 31 dicembre 2022 il termine ultimo per eseguirlo ed è stato nominato un nuovo amministratore delegato, il dott. Pietro Berardi, con incarico fino al 30 giugno 2023.

²⁴ Seconda squadra, composta da calciatori di età inferiore ai 21 anni. È uno dei settori giovanili migliori nel panorama calcistico italiano.

Un altro aspetto fondamentale è quello del *delisting*²⁵ della Romulus and Remus Investments LLC, fondamentale per garantire snellezza decisionale a causa delle stringenti regole delle società quotate, con conseguente richiesta agli azionisti di vendere le proprie azioni. Una volta raccolte tutte le quote, i Friedkin potranno uscire dalla Borsa e aumentare il volume degli investimenti, come intraprendere il progetto stadio di proprietà. L'obiettivo della nuova proprietà è quello di creare un impianto che possa essere sostenibile e integrato, in grado di aumentare la fidelizzazione con i clienti e incrementare ancor di più la fama del brand. Inoltre, si tratterebbe dell'ultimo passo da compiere per diventare un top club europeo.

L'anno 2021 si chiude in crescita per la società, che presenta risultati più che soddisfacenti. Sono stati versati dalla proprietà ulteriori 61,7 milioni di euro, in dimostrazione della prospettiva di continuità aziendale e sono stati registrati dei progressi dal punto di vista finanziario. In particolare, a livello consolidato, l'indebitamento finanziario netto adjusted ha subito un decremento di 24,3 milioni rispetto al 30 giugno 2021, scendendo ai 277,7 milioni, grazie al diminuire dei debiti finanziari di medio-lungo termine, che da 302 passano a 280 milioni.

²⁵ Revoca della società dalle negoziazioni di Borsa.

CONCLUSIONI

L'obiettivo dell'elaborato è stato quello di esaminare come una corrente di pensiero economica americana possa influire in maniera importante nell'industria calcistica italiana, da sempre caratterizzata da presidenti imprenditori. Negli ultimi anni la gran parte degli esponenti del calcio italiano non si sono adattati all'evoluzione del filone calcistico europeo e si sono trovati a fronteggiare diverse difficoltà dal punto di vista gestionale e finanziario, a tal punto da cedere le società. L'industria calcistica ha subito un radicale cambiamento: l'economia internazionale, moderna, dinamica e incentrata sul profitto, ha influenzato in maniera diretta il modo di operare nelle società calcistiche, le quali devono avvicinarsi ai modelli di business contemporanei. Infatti, le performance sportive si sono rivelate strettamente correlate ai risultati aziendali, al fine di garantire produttività ed efficienza agli asset societari.

In tal senso, il Gruppo Friedkin ha deciso di investire nel calcio italiano al fine di diversificare il proprio portafoglio e generare nuove fonti di profitto, operando anche in terra straniera. L'opportunità che si è presentata ha portato la compagine texana a rimodellare l'organigramma societario a seconda delle necessità ed introdurre figure professionali adatte al nuovo management. Inoltre, investire nel calcio italiano potrebbe far acquisire il know-how necessario agli imprenditori americani per riversare le conoscenze ottenute nel calcio statunitense, il quale da qualche anno ha dimostrato di avere ampi margini di crescita. Non per caso, diversi calciatori italiani hanno deciso di terminare la propria carriera nella Major League Soccer, il primo campionato calcistico americano, a dimostrazione del legame Italia-Stati Uniti.

L'analisi ha riscontrato un risultato positivo, in quanto la nuova proprietà americana ha apportato una crescita considerevole, e ha raggiunto diversi obiettivi prefissati.

L'indebitamento netto della società ha subito un notevole ridimensionamento, raggiungendo valori positivi mai visti negli ultimi anni.

Le performance del Gruppo Squadra sono risultate più che soddisfacenti, grazie all'incremento del valore di mercato della Rosa e alla conquista della UEFA Conference League nel maggio del 2022. Il club giallorosso non conquistava un trofeo in generale dal 2008 ed uno europeo dalla stagione 1960-1961.

La questione legata al nuovo stadio, che rappresenta un obiettivo di medio-lungo termine, è in fase di pianificazione ed entrerà nel vivo durante la prossima stagione sportiva.

Una volta che verranno segnati i tre goal, il brand AS Roma raggiungerà il livello che gli spetta storicamente, grazie ad una strategia pragmatica, competente ed una elevata dose di ottimismo. Infatti, Friedkin, fin dall'inizio dell'operazione, ha sempre avuto le idee chiare ed ha adottato decisioni tanto efficienti quanto profittevoli, incarnando gli attributi fondamentali per vincere la partita.

Bibliografia e Sitografia

Brealey, Myers, Allen, Sandri, (2020), Principi di finanza aziendale, VIII edizione, McGraw-Hill.

Carinci, Tassani, (2020), Manuale di diritto tributario, II edizione, Giappichelli Editore.

Dalocchio, Lucchini, Pirrone, (2021), Mergers & Acquisitions, II edizione, Egea.

Documenti Societari e Relazioni Finanziarie 2019, 2020, 2021, AS Roma.

Fiori, Tiscini, (2017), Economia aziendale, II edizione, Egea.

Fontana, Caroli, (2017), Economia e gestione delle imprese, V edizione, McGraw-Hill.

AS Roma:

<https://www.asroma.com/it/notizie/2021/05/ufficiale-jose-mourinho-sara-il-nuovo-responsabile-tecnico-della-prima-squadra>

Borsa Italiana:

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/acquisizione-impresa.htm>
<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/due-diligence.html>

Friedkin:

<https://www.friedkin.com>

Il Messaggero:

https://www.ilmessaggero.it/sport/calcio/roma_pallotta_friedkin_cessione_annuncio_firma_oggi_6_agosto_2020-5388739.html

Il Sole24:

<https://www.infodata.ilsole24ore.com/2022/01/27/ma-a-livelli-record-con-la-pandemia-go-big-or-go-home/>

KPMG:

<https://home.kpmg/it/it/home/media/press-releases/2022/04/mercato-mergers-acquisitions-italia-q1-2022.html>

Not All M&As Are Alike - and That Matters:

<https://hbr.org/2001/03/not-all-mas-are-alike-and-that-matters>

SportMediaset:

<https://www.sportmediaset.mediaset.it/calcio/roma/la-roma-annuncia-l-arrivo-di-mourinho-balzo-in-borsa-22-31840280-202102k.shtml>