

*Dipartimento di Impresa e Management*

*Cattedra di Operazioni Straordinarie e Valutazione d'Azienda*

**LE OPERAZIONI DI M&A COME DRIVER DI CREAZIONE DI VALORE.  
DUE CASI A CONFRONTO: LA FUSIONE TRA IL BANCO POPOLARE-  
SOCIETÀ COOPERATIVA E LA BANCA POPOLARE DI MILANO E  
L'ACQUISIZIONE DI WHOLE FOODS MARKET DA PARTE DI AMAZON**

RELATORE

*Prof. Eugenio Pinto*

CANDIDATO

*Andrea Parise*

CORRELATORE

*Prof. Alessandro Mechelli*

MATRICOLA

694831



# INDICE

<b>INTRODUZIONE</b>	<b>4</b>
<b>PARTE 1</b>	<b>7</b>
<b>CAPITOLO 1 – IL VALORE DELL’ IMPRESA</b>	<b>8</b>
1.1    La teoria della creazione e diffusione del valore	8
1.2    Il capitale economico	12
1.3    Metodi di valutazione delle aziende	14
1.4    Strategie di crescita	18
1.5    Modalità di crescita (crescita interna ed esterna)	22
<b>CAPITOLO 2 – COSA SONO LE OPERAZIONI DI M&amp;A</b>	<b>25</b>
2.1    Definizione e tipologie	25
2.2    Finalità	28
2.3    Aspetti normativi	33
2.4    Aspetti contabili	43
2.5    Aspetti fiscali	50
2.6    La normativa comunitaria	56
<b>CAPITOLO 3 – LE CONDIZIONI AFFINCHÉ LE M&amp;A CREINO VALORE</b>	<b>58</b>
3.1    Vantaggi e svantaggi delle M&A	58
3.2    Condizioni necessarie per ottenere valore dalle M&A	62
3.3    L’integrazione culturale nei processi di M&A	75
3.4    Le ragioni dell’insuccesso delle M&A	78
3.5    Come misurare il successo delle M&A	82
<b>PARTE 2</b>	<b>83</b>
<b>CAPITOLO 4 – LA FUSIONE TRA IL BANCO POPOLARE – SOCIETÀ COOPERATIVA E LA BANCA POPOLARE DI MILANO</b>	<b>84</b>
4.1    Il settore bancario in Europa	84
4.2    Il sistema bancario italiano	87
4.3    Il fenomeno M&A nell’industria bancaria italiana	92
4.4    Alcune rilevanti M&A nel sistema bancario italiano	97
4.5    I protagonisti del case study	101
4.6    Il processo di fusione e le motivazioni sottostanti	105
4.7    I risultati raggiunti	107
4.8    Raffronto del case study con alcuni principi propri delle M&A	111

<b>CAPITOLO 5 – L’ACQUISIZIONE DI WHOLE FOODS MARKET DA PARTE DI AMAZON</b>	<b>113</b>	
<b>5.1</b>	<b>Il contesto in cui è maturato il case study: il mercato del commercio al dettaglio e del Food &amp; Beverage</b>	<b>113</b>
<b>5.2</b>	<b>I protagonisti del case study</b>	<b>124</b>
<b>5.3</b>	<b>Gli aspetti inerenti all’acquisizione</b>	<b>130</b>
<b>5.4</b>	<b>Le motivazioni di carattere strategico che hanno portato all’operazione</b>	<b>133</b>
<b>5.5</b>	<b>I risultati raggiunti</b>	<b>139</b>
<b>5.6</b>	<b>Raffronto del case study con alcuni principi propri delle M&amp;A</b>	<b>144</b>
<b>CONCLUSIONI</b>		<b>147</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>		<b>152</b>
<b>SITOGRAFIA</b>		<b>154</b>

# Introduzione

In un contesto economico globalizzato, caratterizzato da una continua evoluzione della tecnologica, il ricorso ai processi di Mergers & Acquisitions (M&A), ovvero Fusioni & Acquisizioni, da parte delle aziende diventa cruciale per la loro competitività e, quindi, per la loro sopravvivenza. Le ricerche condotte dagli analisti di settore hanno dimostrato che le aziende che hanno fatto ricorso a questi processi negli ultimi venti anni, sono riuscite, nella maggioranza dei casi, a crescere e ad innovarsi, incrementando il proprio know-how tecnologico, rafforzando la propria capacità di penetrazione nel mercato, sviluppando una maggiore resilienza alle turbative di mercato.

Le M&A sono strumenti di crescita attraverso i quali le aziende tentano di sviluppare le proprie attività facendo leva su alleanze strategiche con altre aziende. Queste alleanze possono prevedere, tra le altre, che una società (acquirer) si fonda con una altra società (target) dando vita ad una nuova entità, come nel caso della fusione; oppure che una società compri un'altra società o "parti" di essa, come nel caso dell'acquisizione.

I processi di M&A riguardano tutte le aziende e possono avere dimensioni che trascendono i confini nazionali. Essi riguardano sia imprese quotate che non quotate. Le M&A sono definite "modalità di crescita per linee esterne" e si distinguono dalle "modalità di crescita per linee interne" che, per contro, perseguono lo sviluppo aziendale facendo perno su capacità, competenze, risorse finanziarie "in house". Da un punto di vista temporale, le M&A consentono di centrare gli obiettivi di carattere strategico in tempi più rapidi rispetto ai programmi di crescita per linee interne destinati a dare i loro frutti in tempi più estesi, stante la tempistica attuativa dei programmi di investimento pluriennali.

Sono modelli ripetibili tant'è che le aziende che realizzano operazioni M&A in maniera sistematica vedono accelerare la crescita del proprio valore in maniera costante.

Nel 2018 il mercato globale M&A ha raggiunto un valore superiore ai 3.500 miliardi di dollari ed un volume di circa 36.000 operazioni <sup>1</sup>.

Le aziende italiane sono state parte e continuano ad essere parte di queste alleanze strategiche anche a livello internazionale. Nel 2018 il mercato italiano delle M&A, in linea con l'andamento mondiale, ha vissuto una fase particolarmente positiva. I volumi hanno registrato il nuovo massimo storico dal

---

<sup>1</sup> KPMG - Rapporto M&A 2018

1988, mentre i controvalori, balzati da poco meno di 47 miliardi di euro a circa 94 miliardi di euro, rappresentano la miglior performance del dopo crisi<sup>2</sup>.

Nel contesto delle M&A a livello internazionale vale la pena segnalare, con rispetto al controvalore delle operazioni, il grande exploit dell'attività Italia su Estero che, con €57,8 miliardi (una cifra sei volte più alta rispetto a quella registrata nel 2017 e il secondo miglior risultato di sempre, dopo il record storico di €59,8 miliardi raggiunto nel 2007), ha generato il 62% dei controvalori dell'intero mercato italiano.

Sebbene le aziende italiane abbiano progressivamente abbandonato il ruolo di “aziende target” per assumere sempre più la veste di “aziende *acquirer*” rimane ancora alto il numero di acquisizioni Estero su Italia. Nel 2018, infatti, queste acquisizioni hanno raggiunto il nuovo massimo storico di 300 operazioni (+13%). L'interesse degli operatori stranieri nei confronti di aziende italiane, in particolare nell'industria, nella farmaceutica e nei beni di consumo, ha condotto anche nel 2018 al passaggio in mani straniere di campioni nazionali, aziende leader e marchi storici. Ciò alimenta l'infuocato dibattito nazionale sulle modalità di sviluppo del sistema industriale italiano. Se, da un lato, è visto come motivo di orgoglio il fatto che il Made in Italy sia così ricercato da parte degli operatori stranieri, dall'altro, questo continuo shopping estero in Italia è visto come incapacità del Sistema Paese a valorizzare le proprie eccellenze imprenditoriali. In effetti, il riconoscimento a livello internazionale del Made in Italy richiederebbe un atteggiamento più proattivo da parte delle aziende italiane a cercare soluzioni che diano più ampio respiro alle produzioni migliori attraverso, ad esempio, la costituzione di poli nazionali di settore. Purtroppo, le contenute dimensioni aziendali ed il carattere familiare del nostro tessuto imprenditoriale, spesso accompagnati da una *governance* chiusa a professionalità esterne, costituiscono un grosso limite all'emergere di operatori che svolgano il ruolo di aggregatori all'interno dei principali comparti. Un ruolo che in molti casi finisce per essere demandato ad operatori stranieri o che viene assunto da fondi di Private Equity, come testimoniano le operazioni realizzate nel corso del 2018<sup>3</sup>.

Tuttavia, non sempre le operazioni di M&A danno i frutti sperati. Erronea valutazione delle capacità delle aziende coinvolte, sovrastima delle potenzialità future, prezzo di acquisto/fusione troppo alto, culture aziendali diverse, incapacità a gestire il processo post M&A, scarsa attenzione alle persone, tempi di implementazione molto lunghi, possono ostacolare il raggiungimento degli obiettivi, se non addirittura determinare il fallimento delle operazioni.

---

<sup>2</sup> KPMG - Rapporto M&A 2018

<sup>3</sup> KPMG - Rapporto M&A 2018

Di qui la necessità di affrontare i processi di M&A con l'ausilio di un management motivato, preparato e capace, coadiuvato da esperti della materia. La presenza di consulenti specializzati al fianco degli imprenditori che decidono di avviare un processo di carattere straordinario per la vita della propria impresa, costituisce, oggi, un requisito indispensabile affinché le M&A possano conseguire i risultati sperati.

L'obiettivo di questa tesi è quello di tracciare un profilo delle M&A con particolare riferimento alle condizioni che, secondo le differenti scuole di pensiero in strategia e management aziendale, devono necessariamente realizzarsi affinché le M&A creino valore. Il lavoro è diviso in due parti. La Parte iniziale, di carattere teorico, offre una definizione del concetto di "valore" e di crescita aziendale (Capitolo 1) ed analizza le M&A da un punto di vista tecnico (Capitolo 2). Essa si conclude con una disamina delle condizioni necessarie per la realizzazione di M&A di successo (Capitolo 3). Nella seconda parte, di carattere pratico, si analizzano i risultati di due casi di M&A per valutare se questi abbiano effettivamente determinato una creazione di valore. I casi presi in esame sono quello della fusione fra il Banco Popolare-Società Cooperativa e la Banca Popolare di Milano S.c. a.r.l. (Capitolo 4) e quello dell'acquisizione di Whole Foods Market da parte di Amazon (Capitolo 5).

Brevi conclusioni sono offerte al termine del lavoro.

# **PARTE 1**



# CAPITOLO 1

## IL VALORE DELL'IMPRESA

### 1.1 La teoria della creazione e diffusione del valore

Le strategie di crescita delle aziende, negli ultimi anni, hanno dimostrato una propensione a massimizzare il valore dell'impresa o, più propriamente, il valore economico dell'impresa e non più il reddito come imponeva la teoria cosiddetta “della massimizzazione del profitto”. Questa nuova impostazione assume come valore per le aziende non il differenziale tra i ricavi e costi, ma la potenzialità dell'azienda a produrre risultati positivi. Il valore dell'impresa è inteso come “una misura sintetica della capacità prospettica dell'impresa di generare reddito nel tempo”<sup>4</sup>.

Nell'attuale contesto produttivo, caratterizzato da una domanda estremamente mutevole, il risultato economico di periodo non è più sufficiente a rappresentare la capacità di crescita dell'impresa e la sua longevità. Quello che conta è la sua redditività di lungo termine.

Il tema della creazione del valore è diventato la direzione cui le aziende più lungimiranti orientano la propria gestione a partire dagli anni '80 del secolo scorso. L'azienda rivolgerebbe la sua attenzione alla creazione di valore e alla diffusione dello stesso nella consapevolezza che la sua sopravvivenza dipende dal giudizio che il mercato esprime su di essa e sulle sue capacità reddituali.

Questa impostazione prende le mosse dalla teoria cosiddetta “della creazione e diffusione del valore”.

La teoria della creazione e diffusione del valore, infatti, sostiene che l'obiettivo da perseguire nella gestione aziendale è la crescita del valore economico dell'impresa. La creazione del valore e la sua diffusione diventano, quindi, il fine aziendale. Questa teoria, che impone di guardare al futuro dell'azienda, concepisce quest'ultima come un investimento produttivo sulla cui redditività si fonderà il giudizio da parte del mercato. Il fine dell'impresa sarebbe, quindi, quello di massimizzare il suo valore espresso in termini di capitalizzazione di borsa o di valore di mercato. Inoltre, la crescita del valore economico dell'impresa risponderebbe, da un punto di vista sociale, agli obiettivi di tutti i

---

<sup>4</sup> Pier Maria Ferrando – Teoria della creazione del valore e responsabilità sociale dell'impresa – *Impresa Progetto – Electronic Journal of Management*, n.1, 2010

partecipanti alla vita dell'impresa (*stakeholder*) e non solo a quelli dell'imprenditore proprietario (*shareholder*) o dei managers come, invece, implica la teoria della massimizzazione del profitto.

Ciò che ha fortemente contribuito allo sviluppo di tale teoria sono state alcune situazioni che si sono materializzate nel mercato a partire dagli anni '80 del secolo scorso quali, ad esempio, il cospicuo numero di ristrutturazioni aziendali avvenuto attraverso acquisizioni e fusioni, l'incessante creazione di meccanismi volti ad incentivare il management, la forte e costante pressione degli investitori istituzionali sul management volta a conseguire una sempre più elevata redditività delle imprese, etc.

La creazione del valore costituisce un obiettivo con connotati specifici ancorché di difficile misurabilità. Allo scopo di definire alcuni parametri di riferimento nel perseguimento di tale obiettivo, alcuni studiosi hanno cercato di individuare quelli che a loro avviso sarebbero i momenti "organizzativo-funzionali" più salienti nella vita dell'azienda per il raggiungimento del citato obiettivo.

Il Guatri<sup>5</sup> ritiene che il "controllo" e la "gestione" siano le fasi organizzative più rilevanti per quanto concerne l'applicazione della teoria della creazione di valore.

L'autore, partendo dalla considerazione che il reddito e la situazione patrimoniale di una azienda non possano esprimere in maniera adeguata la sua reale performance o il suo valore, non evidenziando essi in maniera esaustiva la sua consistenza e le risorse impiegate (in particolare le risorse immateriali), ritiene che il valore dell'azienda possa invece stabilirsi attraverso forme di controllo che prevedano la *periodica misurazione della performance dell'azienda*.

Il secondo momento organizzativo più rilevante per quanto concerne l'applicazione della teoria della creazione di valore è per il Guatri la gestione. La gestione consentirebbe, ad avviso dell'autore, l'applicazione operativa di un approccio sistematico per la creazione di valore volto a ricercare e sfruttare tutte le opportunità o occasioni favorevoli sia in relazione a scelte inerenti alla gestione strategica che a quelle inerenti la gestione operativa.

Sebbene la creazione di valore sia oggi l'approccio operativo più diffuso da parte degli operatori, esso, tuttavia, non costituisce un approccio univoco in quanto i modi di intendere l'impresa e, soprattutto, il suo ruolo e i suoi obiettivi, continuano a dipendere da contesti produttivi e da tradizioni e culture profondamente diversi tra loro.

Alcuni autori contemplanò diversi approcci alla creazione del valore in funzione delle differenti concezioni dell'impresa. Essi distinguono un approccio di tipo "razionale-utilitaristico" basato su una

---

<sup>5</sup> Guatri L. (2005), Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Egea, Milano

concezione contrattualistica della impresa, un approccio di tipo “economico-strategico-costruttivista” basato su una concezione istituzionalista della impresa, ed, ancora, un approccio di tipo “misto” che fonda le sue basi su entrambe le concezioni.

Il primo approccio si basa su una concezione della impresa in cui il sistema aziendale è dominato dalle istanze individualistiche dei portatori di fattori produttivi e di capitali di rischio, i quali sono alla continua ricerca della migliore remunerazione dei propri apporti. Essi sono pronti ad abbandonare l’impresa per inseguire compensi più remunerativi e vantaggiosi. Questa concezione configura l’impresa come un investimento che deve essere competitivo non solo per via dei prodotti che immette sul mercato, ma soprattutto, in vista dei finanziamenti che è capace di attrarre sui mercati di capitali. Questa concezione privilegia la finanza rispetto alla produzione e predilige una crescita aziendale di tipo “esterno” (ad esempio fusioni ed acquisizioni).

Il secondo approccio si basa su una concezione istituzionalista della impresa. L’impresa è vista, secondo alcuni autori, come “un istituto economico, fatto per durare, autonomo, dotato di una sua missione o vocazione, che è compito precipuo del vertice aziendale di definire, tradurre in strategie efficaci, incorporare nella struttura e perseguire componendo ad unità sistematica tutti gli elementi e le manifestazioni di vista dell’impresa”. Questa concezione privilegia la produzione rispetto alla finanza. Il valore dell’impresa è legato non tanto ai flussi di cassa quanto ai flussi di reddito che essa può generare nel tempo. Al centro di questa concezione vi è la progettualità imprenditoriale volta a costruire dei potenziali dalla cui valorizzazione dipende la capacità dell’azienda di generare redditi futuri e basata su procedimenti di analisi dei problemi e ricerca di soluzioni in linea con la missione e visione della azienda.

L’approccio di tipo “misto” parte dalla considerazione che la distinzione tra concezione contrattualistica ed istituzionalista dell’impresa, sebbene chiara sul piano teorico, non lo è altrettanto sul piano pratico. Il reale svolgimento del sistema economico presenta, infatti, situazioni che devono essere necessariamente affrontate con modalità diverse che, in teoria, possono ricadere nell’una o nell’altra concezione. In più le dinamiche del sistema economico pongono in evidenza l’esistenza di misure operative che non possono essere riportate all’una o l’altra concezione. Tutto ciò porta a concludere che la creazione di valore è un’arte delicata che impone discernimento, onestà e buon senso in chi la persegue.

Diversi studiosi affermano che esiste un legame tra la teoria del valore e la teoria della Qualità Totale. Quest’ultima, come è noto, mira al miglioramento della performance aziendale attraverso uno stretto controllo di tutti i processi attuati dall’impresa.

Secondo il Guatri le due teorie sono all'apparenza contrapposte ed inconciliabili mentre, in realtà, esse sono tra loro complementari. L'apparente contrapposizione risiederebbe nel fatto che la teoria della qualità totale, espressione dell'area di produzione, si concentra su elementi quanto mai concreti quali prodotto, servizio, ricerca, cliente, coinvolgimento e qualificazione del personale, partnership coi fornitori, mentre la teoria del valore, espressione dell'area della finanza, è legata a concetti più astratti e complessi quali valore del capitale economico, diffusione del valore creato nel mercato, politiche di bilancio, attenzione all'azionista. Invece è proprio questo riferimento a concetti diversi che, secondo il Guatri, crea un forte legame di complementarità tra le due teorie.

Un innegabile punto di incontro che le due teorie hanno, è l'enfasi che entrambe pongono sulla misurazione della performance, quella legata all'aspetto produttivo per la teoria della qualità totale, e quella legata all'aspetto finanziario per la teoria del valore.

Inoltre, la Qualità Totale, con l'intento di favorire la conformità a standard, di migliorare la performance aziendale ed accrescere la soddisfazione del cliente, porta ad un sicuro miglioramento dell'immagine dell'azienda da parte dell'ambiente e del mercato che è un punto di forza anche della teoria del valore.

Le due teorie, in definitiva, pur perseguendo scopi diversi, finiscono con il favorire la sopravvivenza a lungo termine dell'impresa e, di conseguenza, la conservazione e lo sviluppo della sua capacità reddituale.

Infine, va segnalata la stretta correlazione esistente tra la teoria del valore e la responsabilità sociale dell'impresa. La recente crisi finanziaria ha evidenziato la fragilità della perdurante convinzione che i mercati abbiano una propria capacità di autoregolamentazione ed ha reindirizzato l'attenzione degli addetti ai lavori sulla necessità per le imprese di dar vita ad interventi regolatori che esulino dalle dialettiche proprie dei mercati per investire interessi che trascendono quelli individualistici dell'impresa. In questa ottica la redditività e competitività si fondono con la socialità per dar vita ad una concezione di creazione del valore di più ampio respiro, nella quale gli interessi di tutti gli stakeholders sono armonizzati in un progetto imprenditoriale di valorizzazione delle varie istanze che gravano sull'impresa. La capacità di crescita dell'impresa, la sua longevità e la sua redditività di lungo termine, proprie della teoria del valore, finiscono così per accomunare in un disegno unitario tutti i portatori degli interessi che ruotano intorno all'impresa.

## 1.2 Il capitale economico

Il capitale economico esprime il capitale d'impresa nei casi di determinazione del valore economico dell'azienda. Esso si riferisce al sistema aziendale nel suo complesso e rappresenta la capacità di reddito futura dell'azienda. Il capitale economico è una grandezza globale e sintetica che esprime il valore attribuibile all'azienda come complesso economico e si differenzia dal capitale contabile che, invece, costituisce un aggregato di valori individuali ed elementari.

Generalmente, la determinazione del capitale economico viene effettuata nei processi valutativi connessi a trasferimenti reali, quali vendite o fusioni. Il capitale economico si fonda su due presupposti: uno oggettivo, che è il trasferimento in senso ampio dell'azienda, ed uno soggettivo, che è la valutazione da parte di un terzo indipendente (perito). Il capitale economico esprime, per le parti coinvolte nella transazione, una grandezza o base di riferimento il cui fine è quello di orientarle nella individuazione dell'effettivo prezzo del trasferimento. Per assolvere a tale scopo il capitale economico deve essere elaborato in aderenza a specifici requisiti di metodo quali la razionalità, l'obiettività, la neutralità e la stabilità. Il metodo adottato deve essere razionale, cioè, deve avere consistenza teorica e logica. In altri termini il valore del capitale economico deve essere determinato sulla base di un processo logico, chiaro e condivisibile. Il metodo deve essere obiettivo, basato cioè su dati attendibili e quindi con un elevato grado di credibilità. Il requisito della neutralità implica che la valutazione deve astenersi dal considerare gli effetti casuali prodotti dalla domanda e offerta di mercato e la posizione ed interessi delle parti interessate all'acquisto o alla vendita. Infine, la stabilità impone che la valutazione venga effettuata a prescindere dalla situazione contingente e provvisoria, rifuggendo, quindi, da particolari situazioni economiche del mercato che possano esaltare o deprimere il valore dell'impresa.

Il capitale economico si distingue dal valore di stima delle parti e dal prezzo di trasferimento. Il valore di stima rappresenta il prezzo minimo o massimo che, rispettivamente, il cedente e l'acquirente sono disposti ad accettare. Esso è influenzato da considerazioni proprie delle parti. La stima del cedente, tra le altre, è influenzata da considerazioni di carattere personale. Il cedente è legato emotivamente all'impresa e la sua valutazione si basa, nella maggioranza dei casi, sulla valutazione del suo operato. La stima dell'acquirente, invece, in linea di massima, è fondata su considerazioni di carattere razionale. L'acquirente cerca nell'impresa un investimento o potenziale di crescita. Difetti di sopravvalutazione o sottovalutazione possono rendere difficile le trattative o, addirittura, comprometterle, e nel caso si sia raggiunto l'accordo, possono comportare risultati negativi per l'una o l'altra parte, se non addirittura per entrambe.

Il prezzo del trasferimento è il prezzo concordato ovvero il prezzo al quale si è giunti al termine delle trattative o negoziazioni e rappresenta il punto di incontro tra l'area di convenienza del cedente e quella dell'acquirente.

Una fondamentale distinzione in tema di valutazione d'impresa riguarda la distinzione tra capitale economico e valore di mercato del capitale. Quest'ultimo è determinato dall'incontro tra offerta e domanda sul mercato; è agevolmente disponibile per i titoli quotati. Il valore di mercato del capitale di una società quotata è dato dal prezzo corrente di un'azione moltiplicato per il numero di azioni in circolazione (capitalizzazione di borsa).

Va però sottolineato che mentre la massimizzazione di valore del capitale economico rappresenta una fondamentale strategia del management aziendale, in quanto legato in gran parte a fattori interni che caratterizzano l'impegno e l'abilità di quest'ultimo, l'incremento di valore di mercato dipende maggiormente da fattori esterni incontrollabili.

### 1.3 Metodi di valutazione delle aziende

Esistono numerosi metodi per la valutazione delle aziende. Ognuno di questi è basato su logiche e grandezze in alcuni casi tra loro molto differenti. Alcuni metodi sono stati elaborati dalla dottrina economico aziendale, altri sono maturati nell'ambito della pratica professionale. In questo paragrafo vengono presentati quelli più diffusi. Prima di procedere alla disamina dei metodi, giova, tuttavia, delineare in forma schematica le fasi che deve contemplare un corretto procedimento valutativo di cui, ovviamente, la scelta del metodo costituisce la fase più rilevante.

La prima fase è costituita dalla definizione dell'obiettivo della valutazione. In questa fase si definisce lo scopo della valutazione, l'utilizzazione che di essa verrà fatta, il momento temporale al quale riferirla ed il tipo di valore da stimare. La seconda fase consiste nella raccolta ed analisi delle informazioni. In questa fase risulta critica la selezione delle informazioni. Informazioni che non sono pertinenti o attendibili possono indurre in errore il valutatore al pari delle informazioni non esaustive. Le informazioni, inoltre, devono riguardare l'azienda nel suo complesso (struttura e patrimonio, politiche aziendali, strategie passate e future, etc.) e l'ambiente in cui opera (contesto economico, mercato di riferimento, settore di attività, etc.). La terza fase riguarda la scelta ed applicazione del metodo di valutazione. In questa fase si procede, di solito, a "verifiche di applicabilità" del metodo in riferimento al tipo, consistenza, e dinamiche dell'azienda. L'ultima fase è costituita dalla stesura del rapporto finale che deve esprimere un giudizio di valore consistente con le premesse ed i criteri, principi e risultanze del metodo adottato.

Per quanto concerne i metodi di valutazione, occorre precisare che, aldilà dei metodi fondati su modelli teorici, ve ne sono alcuni che ricavano il valore da dati di fatto derivanti dalla osservazione del mercato. Sono questi i cosiddetti metodi "diretti" di cui si fa cenno nella parte finale di questo paragrafo.

I differenti metodi di valutazione cosiddetti "indiretti" possono essere ricondotti a quattro tipologie e cioè:

- metodi patrimoniali
- metodi reddituali
- metodi finanziari
- metodi misti.

I metodi patrimoniali valutano gli elementi patrimoniali attivi e passivi che costituiscono il capitale dell'azienda, a valori correnti. Essi vengono impiegati, in particolare, per quelle imprese il cui attivo

è composto prevalentemente da attività immobilizzate necessarie per l'esercizio. Vi sono due approcci:

- Metodo semplice: il valore del capitale economico è calcolato analiticamente attraverso la valutazione contabile dell'attivo e del passivo, ai quali si risommano le eventuali rettifiche positive e/o negative che si ottengono per differenza tra i valori correnti di mercato delle poste patrimoniali e i rispettivi valori contabili (*book value approach*). Tale valore corrisponde al valore corrente di mercato del patrimonio netto rettificato.

- Metodo complesso: per determinare il valore del capitale economico della azienda, il valore del patrimonio netto rettificato deve essere integrato dal valore dei beni immateriali (*intangible asset*) che non risultano dalla contabilità aventi o meno valore di mercato.

La misura del capitale netto a cui si perviene utilizzando il metodo patrimoniale ha il pregio di fornire una stima più oggettiva – basata su dati obiettivi – rispetto a quella ottenuta applicando il metodo dei flussi reddituali e finanziari.

Tuttavia, anche nei metodi patrimoniali vi sono alcune componenti di soggettività, rappresentate dai criteri di valutazione contabile adottati nei metodi semplici e dalle valutazioni soggettive dei beni immateriali nei metodi patrimoniali complessi. Inoltre, tali metodologie presentano il limite di non inglobare le aspettative relative al futuro trend aziendale

I metodi reddituali hanno la peculiarità di prendere a riferimento per la stima del capitale economico il flusso reddituale. Il metodo reddituale prevede che il valore dell'azienda sia dato esclusivamente dai redditi che questa realizzerà in futuro in normali condizioni di mercato, senza dunque tenere in considerazione gli avvenimenti estranei alla gestione o comunque eccezionali. Per giungere alla determinazione di tale valore, è necessario attualizzare il flusso dei redditi attesi basandosi su un tasso che tiene in considerazione la rischiosità dell'investimento. Il metodo di stima dei flussi da capitalizzare può essere sintetico o analitico. L'approccio analitico prevede la puntuale determinazione dei flussi anno per anno, mentre, qualora non fosse possibile prevedere l'esatta configurazione degli importi, si utilizza l'approccio sintetico che considera i flussi attesi normalizzati. Questo metodo si adatta a tutte quelle imprese caratterizzate da una composizione modesta dell'attivo immobilizzato necessario all'esercizio d'impresa.

I metodi finanziari si fondano sull'ipotesi che il valore del capitale economico dell'impresa sia funzione della sua capacità di generare flussi di cassa futuri. Questo metodo prevede l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri che verranno generati dall'investimento.

I metodi misti sono una mediazione tra i metodi patrimoniali, dai quali prendono la caratteristica della verificabilità oggettiva, e metodi reddituali, dei quali considerano la rilevanza delle aspettative di reddito.



I metodi di stima che abbiamo esposto rappresentano i tradizionali modelli di valutazione del capitale economico. Nel corso del tempo essi hanno subito aggiustamenti per meglio riflettere l'evoluzione dei mercati finanziari. La definizione del valore si è estesa alla quantificazione di valori non monetari di cui occorre tenere conto per oggettivare la stima di una impresa nel contesto ambientale in cui si trova. In tale prospettiva vale fare un cenno a due particolari metodi: quello fondato sul reddito normalizzato e quello fondato sul Risultato Economico Integrato.

Il criterio del reddito normalizzato rientra tra i metodi reddituali con alcune rettifiche e integrazioni. Infatti, inteso come reddito medio-normale atteso, viene rettificato da quei componenti estranei alla gestione tipica dell'impresa, dai fatti straordinari e dai riflessi delle scelte di natura contabile e di convenienza fiscale. Quanto alle integrazioni, esso annette il costo effettivo dei fattori produttivi, adegua a valori di mercato i rendimenti degli investimenti e dilaziona nel tempo le conseguenze delle operazioni straordinarie.

Attraverso la normalizzazione, il reddito di esercizio è più atto ad esprimere il reddito futuro e la capacità di performance dell'impresa<sup>6</sup>.

Come gli altri metodi esso presenta dei limiti, quali il basarsi su previsioni, congetture e astrazioni che ne fanno uno strumento di valutazione con carenze di oggettività, l'assenza della stima dei beni immateriali e la mancata considerazione degli utili maturandi. Questi due ultimi limiti vengono però superati dal criterio del risultato Economico Integrato che appunto costituisce una evoluzione del reddito normalizzato.

Un cenno meritano i cosiddetti metodi diretti. Essi stimano il valore del capitale di un'azienda sulla base dei prezzi espressi dal mercato per quote di capitale dell'azienda stessa o di aziende similari. All'interno di essi possiamo annoverare i metodi diretti in senso stretto e i metodi basati sui moltiplicatori di Borsa. Nella prima categoria, quando l'azienda è quotata in borsa, il suo valore economico sarà dato dal valore corrente di mercato del suo capitale, composto da diverse tipologie di azioni: ordinarie, di risparmio, privilegiate (capitalizzazione di borsa).

Indipendentemente dal metodo utilizzato, la valutazione delle società partecipanti alla fusione deve avvenire secondo dei criteri omogenei che permettano una facile comparazione tra le stesse: "non si vuole in definitiva sapere quanto effettivamente valgono le aziende in sé, ma piuttosto quanto ciascuna di esse vale in rapporto all'altra"<sup>7</sup>. Ricercare l'omogeneità quindi, non significa ricorrere a parametri di valutazione uguali, bensì a criteri che permettano il confronto dei valori. Ancora, sebbene gli amministratori abbiano un certo margine di discrezionalità nel valutare le società, le valutazioni

---

<sup>6</sup> Pozza L., "La misurazione della performance d'impresa", Ed. Egea, 2000 Milano

<sup>7</sup> Potito L., Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese, G. Giappichelli Editore, Torino 2013

devono essere adeguate e congrue. Il soggetto designato a valutare la società deve raccogliere tutte le informazioni utili del caso, in particolare:

- I libri sociali degli ultimi 5 anni,
- La situazione patrimoniale aggiornata e i bilanci relativi agli ultimi 5 anni,
- L'atto costitutivo, lo statuto ed eventuali patti parasociali,
- Le dichiarazioni fiscali,
- I budget, i piani strategici, la documentazione sulle immobilizzazioni,
- Eventuali licenze commerciali ed autorizzazioni,
- I contratti con i partner commerciali principali,
- Le consulenze e perizie rese da soggetti terzi ed eventuali interviste rilasciate dal management aziendale.

## 1.4 Strategie di crescita

Una azienda che non crea valore è una azienda che non remunera adeguatamente le risorse in essa investite. Nel momento in cui si rendesse necessario reperire ulteriori risorse, siffatta azienda, difficilmente, troverebbe investitori. La sua possibilità di perdurare nel tempo, di conseguenza, sarebbe compromessa. In tale prospettiva, la “creazione di valore” diventa un obiettivo aziendale imprescindibile, in quanto strettamente connesso con la sopravvivenza dell’azienda stessa. Il tema della creazione di valore, come detto precedentemente, si accompagna a quello della crescita aziendale. Quest’ultimo, a sua volta, necessita di un “contesto economico di riferimento” per una sua definizione ed analisi. Oggi il contesto economico di riferimento ci è fornito, principalmente, dalla cosiddetta “globalizzazione”. Il termine globalizzazione, come è noto, descrive i fenomeni demografici, economici, sociali e politici che si sono verificati negli ultimi cinquant’anni. Il mercato è stato, fra tutti i settori, quello che ha maggiormente subito gli effetti della globalizzazione. Esso, infatti, presenta condizioni di elevata complessità ambientale caratterizzata da repentini mutamenti nel tipo, nella struttura e distribuzione territoriale dell’offerta, da costanti modifiche nei sistemi di produzione e di distribuzione dei prodotti, da una competizione che travalica i confini nazionali per assumere dimensioni internazionali o intercontinentali, e, infine, da una evoluzione tecnologica senza precedenti nella storia dell’uomo. In tale contesto, le pressioni competitive mettono a rischio la vita di molte imprese, soprattutto, quelle imprese caratterizzate da ridotti spazi di manovrabilità. Di qui la necessità di rivedere i modelli di business. La crescita, in tale situazione, è vista come fattore positivo in quanto considerata, aprioristicamente, come portatrice di vantaggi economici e strategici alle imprese che la attuano. Non vi è dubbio che la crescita è una condizione attraverso cui l’azienda può aumentare il proprio potere contrattuale nei confronti di clienti e fornitori, può accrescere la propria notorietà e rilevanza, può consentire la migrazione verso di essa di capitale umano altamente qualificato, può consentire la realizzazione di economie di scala e altri vantaggi di carattere economico e strategico. Tuttavia, non sempre le strategie di crescita hanno comportato creazione di valore. Esistono numerosi casi in cui esse, al contrario, hanno determinato perdita di valore. Si tratta, in particolare, di casi in cui è mancata una adeguata ponderazione degli obiettivi aziendali e della “forza” aziendale, e dei rischi connessi alle operazioni di crescita. Ciò ha portato parte degli studiosi ad abbandonare il concetto che vedeva la crescita come fenomeno positivo a “priori”, per abbracciarne uno più cauto che collega la crescita alla performance aziendale. Si parla in tal senso di “crescita proficua”. La crescita, in definitiva, per costituire un fattore positivo nella vita dell’impresa deve diventare un percorso sicuro fondato su valutazioni obiettive dei vantaggi, difficoltà e rischi che la strada intrapresa può comportare. In tale ottica, assume un rilievo decisivo la componente

manageriale alla quale spetta il delicato compito, prima di intraprendere il percorso di crescita, di individuare le strategie più appropriate e consone all'azienda, e di preservare gli equilibri aziendali. Tra le varie strategie di crescita, si citano qui, per brevità di trattazione, quelle più quotate dagli analisti di settore. Si parla di strategie "corporate" per indicare quelle strategie che concernono lo sviluppo del campo di azione dell'azienda, ovvero la scelta dei mercati, del settore e delle attività in cui operare. Le strategie "funzionali" attengono, invece, alle modalità organizzative e gli obiettivi che deve raggiungere ogni singola unità aziendale (reparto produzione, reparto marketing e comunicazione, reparto commerciale, ecc.). Infine, le strategie "competitive" riguardano quelle scelte che determinano in che modo l'azienda competerà nel suo settore e cercherà di affermare il suo vantaggio competitivo. Una ulteriore distinzione che viene fatta in dottrina in riferimento al concetto di crescita aziendale, è quella relativa alla tipologia di crescita. Le tipologie contemplate sono tre: crescita per integrazione verticale, crescita per estensione orizzontale e crescita per diversificazione.

Mediante la prima tipologia l'impresa si inserisce in settori che stanno a monte o a valle del suo processo produttivo. Attraverso questa tipologia di crescita, l'azienda internalizza i processi o passaggi intermedi necessari alla produzione del prodotto finito che sono eseguiti all'esterno di essa. Questi processi possono riguardare le fasi produttive che sono precedenti (crescita verticale a monte o ascendente) o successive (crescita verticale a valle o discendente) a quelle effettuate *in house*. L'obiettivo è duplice: risparmiare su costi esterni in vista della riduzione dei costi del processo produttivo, e assicurare la stabilità della propria offerta nei confronti di una domanda in costante crescita. Questa tipologia di crescita presenta vantaggi e svantaggi. I primi consistono:

- nel miglioramento della stabilità del ciclo produttivo aziendale, con conseguente riduzione della dipendenza da fattori esterni;
- nell'aumento del potere di controllo del mercato nei confronti di fornitori, concorrenti e nuovi competitori;
- nel miglioramento del rapporto tra il valore del prodotto finito e il costo della sua produzione.

I secondi consistono:

- nell'aumento dei costi fissi per l'impresa;
- nella perdita di flessibilità conseguente alla internalizzazione;
- nella perdita della specializzazione della fase produttiva effettuata in house;
- nel rischio di incontrare maggiori difficoltà in caso di uscita dal mercato.

La crescita per estensione orizzontale comporta l'aumento dei volumi produttivi nelle attività già esercitate dall'azienda. Essa consiste nell'espansione dell'attività a prodotti, servizi, processi che sono affini al *know-how* e alla filiera tecnologico-produttiva dell'impresa. Si realizza costituendo o acquisendo imprese simili alla propria, potenziando gli impianti esistenti, costituendo nuove unità produttive. L'affinità della produzione è un requisito indispensabile della crescita orizzontale d'impresa.

L'affinità dei nuovi volumi produttivi alle attività già svolte dall'azienda consente a quest'ultima di applicare ai nuovi prodotti, servizi, e processi le proprie tecnologie produttive ed i propri cicli produttivi, ed anche le proprie consolidate politiche di distribuzione e promozione dei prodotti. Anche questa tipologia di crescita presenta vantaggi e svantaggi. I primi consistono:

- nel quantificare con sufficiente certezza i rischi che la scelta di crescita comporta stante la conoscenza del settore di attività;
- nell'attuazione della strategia in tempi relativamente brevi.

I secondi consistono:

- nella necessità per l'azienda di ampliare la propria capacità di controllo operativo;
- nell'incorrere in maggiori attività burocratico-amministrative.

Infine, la crescita per diversificazione determina l'apertura dell'impresa verso settori produttivi non direttamente legati al suo *core business*; l'azienda vuole crescere in nuovi mercati o intende sviluppare nuovi prodotti o servizi, che possono essere più o meno affini e vicini al mercato e al settore in cui opera. Si parla di diversificazione correlata o conglomerata a seconda della prossimità delle nuove attività a quelle svolte dall'azienda. Per diversificazione correlata si intende una crescita in attività simili a quelle attuali, nella diversificazione conglomerata la crescita è in attività che hanno pochi o inesistenti legami con quelle attuali. La prima, normalmente, avviene per conseguire economie di scala in una o più aree funzionali o per utilizzare al meglio le risorse di cui l'impresa dispone. La seconda è attuata, principalmente, attraverso operazioni di M&A e mira, di solito, all'acquisizione di tecnologie e competenze che l'azienda non possiede.

Accanto a queste riflessioni di carattere, per così dire, teorico, occorre affiancarne un'altra più pratica. La crescita aziendale è condizionata da fattori di carattere esterno e da fattori di carattere interno. I primi riguardano le condizioni di contesto esterno nel quale il percorso di crescita matura e si snoda. Sono queste le opportunità o necessità di crescita insite nelle condizioni strutturali del campo in cui l'azienda opera ovvero derivanti da sviluppi tecnologici o altri condizionamenti esterni. I fattori di

carattere interno attengono alla condizione propria della singola azienda. Una fra tutte è il possesso da parte dell'azienda di un surplus di risorse e competenze.

## 1.5 Modalità di crescita (crescita interna ed esterna)

Come accennato nella introduzione, in dottrina si distinguono due modalità di crescita aziendale: la “modalità di crescita per linee interne” o crescita organica e la “modalità di crescita per linee esterne”. La prima persegue lo sviluppo aziendale facendo perno su competenze, tecnologie, risorse finanziarie, organizzative e manageriali già in possesso dell’azienda. La creazione di nuove attività o l’espansione di attività già esistenti è realizzata facendo ricorso a capacità esistenti “*in house*”. La seconda modalità mira alla crescita aziendale attraverso l’acquisizione di linee produttive già esistenti sul mercato ed è attuata per mezzo di accordi di cooperazione, come *joint ventures*, alleanze strategiche, *partnerships*, e altre *business combinations* con altre aziende, ovvero accordi di concentrazione rappresentati dalle operazioni di fusione e acquisizione.

La “modalità di crescita per linee interne”, come detto, consente l’avvio di nuove attività o l’espansione di quelle esistenti, facendo ricorso a risorse interne all’azienda. Questa modalità si realizza attraverso l’introduzione di nuove linee di prodotto, attraverso l’ampliamento delle strutture esistenti, attraverso la creazione di unità aggiuntive. Il fine ultimo dell’azienda è quello di mantenere la propria quota di mercato in presenza di un aumento della domanda o di aumentarla a scapito dei concorrenti.

La “modalità di crescita per linee interne”, secondo il Conca<sup>8</sup> presenta i seguenti effetti:

- Corretto dimensionamento degli investimenti;
- Efficienza localizzativa;
- Ricorso a tecnologie d’avanguardia;
- Immediata integrabilità nella struttura preesistente;
- Processo decisionale agevole e semplice;
- Riflessi sul sistema competitivo causati dall’incremento della capacità produttiva settoriale. Le criticità che si accompagnano alla crescita per linee interne sono, in linea di massima, la durata del processo di implementazione della decisione e la necessità di disporre nei tempi dovuti delle risorse necessarie da destinare al progetto.

La “modalità di crescita per linee esterne”, per contro, sempre secondo il Conca, presenta i seguenti effetti:

---

<sup>8</sup> Conca V. (2001), *Le acquisizioni*, Egea, Milano

- Obiettivi conseguibili in tempi rapidi;
- Superamento di barriere d'ingresso;
- Possibilità di acquisire competenze e risorse;
- Risparmio di costi e di tempi nell'acquisizione di quote di mercato;
- Ampie potenzialità sinergiche;
- Riduzione dei rischi sul fronte dell'innovazione tecnologica;
- Effetti positivi sull'immagine;
- Sfruttamento di vantaggi fiscali e finanziari;
- Criticità dell'integrazione post-acquisizione.

Le modalità di crescita sopra esposte, presentano, ciascuna, vantaggi e criticità di cui le aziende devono esser ben consapevoli in vista degli obiettivi che intendono perseguire. La scelta dell'una o dell'altra modalità e tipo di crescita richiede complesse analisi di *trade-off*, di convenienza economica e di fattibilità. La complessità dell'iter decisionale è dovuta a molteplici fattori che, il Conca, riassume nei seguenti cinque punti:

1. il numero di variabili da considerare;
2. l'estensione degli effetti generati da ogni alternativa;
3. la diversità delle alternative poste in essere;
4. l'accertamento del profilo di rischio;
5. il grado di reversibilità della scelta intrapresa.

Il primo e il secondo punto sono legati fra di loro. Maggiore è il numero di variabili collegato al tipo e modalità di crescita più ampio per l'impresa è lo spettro di conseguenze con caratteristiche assai differenti tra loro. Relativamente al terzo punto l'autore fa notare che la crescita per linee interne offre alle aziende un maggior numero di alternative rispetto a quelle offerte dalla crescita di tipo esterno. Ancora, l'accertamento del profilo di rischio dell'una e dell'altra modalità di crescita è, per l'autore, l'esercizio più complesso stante la differente natura dei rischi collegati all'una e all'altra opzione e la conseguente difficoltà di comparazione degli stessi. Infine, per quanto riguarda il grado di reversibilità della scelta intrapresa, l'autore fa notare che la modalità di crescita per linee esterne



comporta un più alto grado di irreversibilità – almeno nel breve e medio termine – rispetto alla crescita di tipo interno, tenuto conto dei costi di uscita particolarmente elevati.

Uno degli aspetti da considerare nella scelta della modalità e tipo di crescita, secondo il Conca, concerne gli effetti che l'una e l'altra scelta possono avere sul fronte finanziario, tecnologico, ed organizzativo. Relativamente al fronte finanziario, l'autore fa notare che la modalità di crescita per linee esterne non offre alcuna flessibilità da un punto di vista finanziario, in quanto l'entità del valore finanziario dell'operazione non è determinata unilateralmente dall'impresa così come accade, invece, nella crescita per linee interne ove le risorse da destinare al progetto sono autonomamente determinate in sede di costruzione dei piani finanziari pluriennali. Inoltre, la crescita per linee esterne attuata a mezzo di acquisizioni può generare costi superflui, in quanto può comportare per l'acquirente – a causa di vincoli contrattuali - il conseguimento di attività e beni di cui non ha necessità.

Sul fronte tecnologico, la crescita per linee interne offre maggiore flessibilità rispetto a quella per linee esterne in quanto consente all'azienda di stabilire e, di conseguenza, acquisire il livello ottimale di tecnologia di cui ha bisogno.

Sul fronte organizzativo, la soluzione di sviluppo interno non genera problematiche di carattere organizzativo. Gli aspetti organizzativi sono prevedibili e programmabili. Problematiche di carattere organizzativo possono, invece, riscontrarsi nella crescita per linee esterne a causa di differenze nelle strutture organizzative, culture aziendali ed approcci manageriali delle parti coinvolte nell'operazione.

Non è infrequente il caso in cui l'azienda acquirente debba procedere ad una ristrutturazione interna, una volta concluso il processo di acquisizione.

Un ultimo punto che vale la pena sottolineare in tema di effetti collegati alla scelta della modalità di crescita riguarda, appunto, gli effetti che la crescita può generare nei confronti dell'ambiente in cui l'azienda opera. Nella crescita per linee interne, l'aumento dei volumi di produzione può comportare turbative all'interno del settore in cui l'azienda opera. Si pensi, ad esempio, all'abbassamento del livello dei prezzi dovuto all'economia di scala derivata dall'operazione di crescita. Nella crescita per linee esterne non vi sono turbative dovute all'aumento dei volumi di produzione in quanto le quote di produzione non vengono aumentate bensì trasferite dall'una all'altra azienda. Si possono, invece, verificare turbative dovute ad un abbassamento del livello di competitività conseguente a situazioni di monopolio.

## CAPITOLO 2

### COSA SONO LE OPERAZIONI DI M&A

#### 2.1 Definizione e tipologie

Le modalità di crescita per linee esterne possono assumere varie forme di *business combinations*. Tra di esse si possono citare, per rilevanza, le alleanze strategiche, le Joint Ventures e le Fusioni e Acquisizioni (Mergers & Acquisitions) di cui si parlerà più diffusamente nei paragrafi successivi. Le alleanze strategiche si hanno quando due o più aziende decidono di dar vita ad una collaborazione, per un determinato periodo di tempo, volta alla realizzazione di un obiettivo comune. Nell'alleanza che si stabilisce tra le parti si ha la condivisione di linee strategiche. L'alleanza può essere formalizzata a mezzo di accordi contrattuali o di collaborazione. Le aziende coinvolte nell'alleanza non perdono la loro identità di imprese indipendenti. Le joint ventures sono una forma di alleanza strategica il cui fine ultimo è quello di perseguire un interesse economico comune attraverso l'uso sinergico delle risorse e un'equa suddivisione dei rischi legati all'investimento. Le joint ventures offrono vantaggi di ordine economico ed organizzativo. Le imprese partner, oltre a conferire il capitale, si accordano su altri tipi di conferimenti quali ricerca e sviluppo, tecnologie produttive, tecniche di fabbricazione, organizzazione delle vendite, ecc. Inoltre, esse permettono ad un'impresa di inserirsi in un nuovo mercato mediante l'accordo con un'impresa che già vi opera. L'accordo tra le parti può manifestarsi nella costituzione di una nuova società, distinta rispetto alle società partecipanti (a tal proposito, si parla di *corporate joint venture*), oppure esaurirsi nell'assunzione di reciproci impegni contrattuali (si parla, in questo caso, di *contractual joint venture*). Le fusioni e acquisizioni, infine, sono forme di transazioni in cui due o più società si fondono (fusioni) o in cui le azioni o gli assets di una società vengono acquisiti da un'altra (acquisizioni). Anche se concettualmente distinte, nella pratica le fusioni e acquisizioni vengono spesso assimilate. In linea generale, le "fusioni-acquisizioni" sono operazioni che consentono di realizzare la crescita esterna di una società. Le fusioni possono avvenire attraverso due forme: fusioni per "unione" e fusioni per "incorporazione". Con la prima forma, le società partecipanti perdono la loro individualità per dar vita ad una società formalmente nuova, mentre attraverso le fusioni per incorporazione, una o più società (incorporate) sono assorbite da un'altra (incorporante) che, diversamente dalle prime, mantiene la propria individualità. L'impresa incorporante assorbe completamente quella incorporata,

accrescendo di conseguenza il proprio capitale. Le azioni o quote emesse dalla società incorporante saranno assegnate ai soci della società incorporata in cambio di quelle possedute in precedenza. È questo il tipo di fusione normalmente utilizzato, data la sua minore onerosità rispetto alla fusione per unione. Con la fusione per unione si ha l'estinzione legale delle società che partecipano alla fusione e i loro patrimoni vengono apportati alla società appositamente costituita. L'impresa che risulta dalla fusione è un'entità economica diversa rispetto a quelle delle imprese da cui viene generata ed il patrimonio è costituito dall'insieme dei patrimoni delle società fuse. L'integrazione economica porta ad un organismo del tutto nuovo, diverso sotto l'aspetto giuridico, direzionale e organizzativo. Le nuove azioni o quote emesse sono assegnate ai soci delle società fuse in cambio di quelle possedute in precedenza.

Oltre a queste due forme maggiormente diffuse ci sono altri tipi di fusione quali ad esempio la fusione anomala e la fusione inversa. La prima avviene nel caso in cui l'incorporante possieda il 100% dell'incorporata. La seconda si ha quando è la controllata che incorpora la controllante. Ancora, ricordiamo la fusione a seguito di "acquisizione con indebitamento" che si ha nel caso in cui la società incorporante abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'acquisita dando in garanzia il patrimonio di quest'ultima, e quella cosiddetta "semplice" in cui non partecipano società con capitale rappresentato da azioni.

Le acquisizioni e le corrispondenti cessioni sono, invece, operazioni di trasferimento di beni, che possono riguardare sia le aziende nella loro totalità sia parte di esse. Nel caso di trasferimento parziale è necessario che la parte ceduta si configuri come organizzazione funzionalmente, idonea all'esercizio dell'attività economica (come ad esempio la cessione di un ramo d'azienda).

Le acquisizioni e le cessioni si realizzano frequentemente al di fuori del mercato borsistico e il corrispettivo è normalmente costituito da denaro. Il pagamento può essere per cassa o prevedere differimenti. Nel caso in cui il corrispettivo non è costituito da denaro ma da beni diversi (ad esempio altre aziende, immobili, azioni o quote di partecipazione in società), la transazione si configura come permuta assoggettata comunque alla disciplina delle acquisizioni propriamente dette. Altre forme di acquisizioni o istituti connessi alle acquisizioni sono il cosiddetto "*Leveraged buy out*" o acquisizione attraverso il debito, l'offerta pubblica di acquisto (OPA), l'offerta pubblica di acquisto e di scambio (OPAS) ed il rastrellamento o *ramassage*. Il *leveraged buy out* costituisce una particolare tecnica di ristrutturazione industriale e finanziaria. Esso consiste nell'acquisizione di una impresa effettuata con il minimo esborso di capitale in quanto l'impresa acquisita dispone di liquidità, capacità di credito e consistenti flussi di cassa. L'Offerta Pubblica di Acquisto o OPA è un'offerta finalizzata all'acquisto di azioni. Essa non costituisce una acquisizione ma è preordinata all'effettuazione di una acquisizione.

L'OPA può configurarsi come offerta consensuale, quando il consiglio di amministrazione della società oggetto di scalata si pronuncia favorevolmente all'offerta stessa o ostile, quando il consiglio di amministrazione della società oggetto della scalata si pronuncia contrario all'offerta stessa.

L'OPA è divisibile in due tipologie: volontaria, quando l'iniziativa proviene esclusivamente dall'offerente, oppure obbligatoria, quando viene imposta dal legislatore. L'offerta pubblica di acquisto e di scambio (OPAS) è un'acquisizione realizzata in borsa ed ha come oggetto una quota di partecipazione minoritaria o maggioritaria di un'impresa. L'OPAS si distingue dalle OPA per la modalità di pagamento. Nelle OPA, la modalità di pagamento è il denaro, nelle OPAS invece la transazione avviene in parte in denaro e in parte in titoli. Infine, il rastrellamento o *ramassage* è un'acquisizione di quote di partecipazione, generalmente minoritario, effettuata sul mercato borsistico. Si tratta di una serie coordinata di acquisti, ciascuno avente per oggetto partite limitate di azioni. È finalizzato all'accumulo di un consistente numero di titoli della società da acquisire. Molto spesso il rastrellamento costituisce un'operazione preliminare rispetto ad un'OPA e raramente ha come finalità l'acquisizione del controllo di una società quotata.

Venendo alle fusioni e acquisizioni che costituiscono il tema centrale di questa dissertazione, va notato che esse, da un punto di vista prettamente pratico, si sostanziano nel passaggio del controllo di un'impresa ad un'altra impresa realizzando così una singola entità giuridica. Attraverso le fusioni e le acquisizioni si punta al raggiungimento dell'equilibrio economico, finanziario e patrimoniale dei soggetti coinvolti, creando i presupposti per il miglioramento delle performance nel medio-lungo termine e, più in generale, la creazione di valore per gli azionisti. La trattazione delle fusioni e delle acquisizioni è spesso svolta congiuntamente, in quanto i due istituti presentano analoghi problemi strategici, organizzativi, culturali e comunicazionali. Si tratta, infatti, di eventi caratterizzati da un elevato grado di complessità, dovuto alla molteplicità delle forme tecniche disponibili, alla varietà degli obiettivi perseguibili e dei risultati conseguibili. Nei paragrafi che seguono si analizzeranno le fusioni ed acquisizioni da differenti angolature.

## 2.2 Finalità

La finalità ultima delle operazioni M&A è quella di creare valore per l'impresa. Questa finalità, come precedentemente illustrato, può essere realizzata anche attraverso altre vie (ad esempio riorganizzazioni interne) con la differenza, però, che attraverso queste vie i risultati sono ottenuti in tempi più diluiti rispetto a quelli richiesti dalle operazioni di M&A.

Le operazioni di M&A possono essere sollecitate da condizioni esterne all'azienda o interne ad essa. Tra le condizioni esterne vale la pena di citare lo sviluppo tecnologico che, da un lato, comporta la rapida obsolescenza delle tecnologie esistenti e, dall'altro, l'introduzione di soluzioni sempre più nuove e all'avanguardia (ad esempio l'intelligenza artificiale), la trasformazione dei bisogni collettivi a seguito del delinearsi di nuove culture, i processi di internazionalizzazione dovuti alla globalizzazione, le leggi a carattere nazionale o comunitario che vanno ad influenzare la domanda dei consumatori, e nuovi equilibri politici che possono comportare lo spostamento delle masse lavoratrici e la delocalizzazione delle aziende per fini fiscali.

Le condizioni interne attengono alle singole imprese e al contesto specifico nel quale esse operano. Tra di esse si ricordano le tensioni interne organizzative (ad esempio frizioni tra il management ed i lavoratori, conflitti tra dipartimenti), le politiche dei fornitori, le aspettative dei clienti.

La finalità delle operazioni M&A di creare valore può essere perseguita attraverso specifici obiettivi. La casistica è ampia ed eterogenea. In questo paragrafo si cercherà di analizzare quegli obiettivi che risultano essere i più ricorrenti. L'analisi, ovviamente, non è esaustiva, in quanto possono esservi scopi che sfuggono ad una precisa categorizzazione.

La crescita dimensionale è forse uno degli obiettivi più rilevanti per le aziende. Essa rappresenta il fine classico delle M&A. Questo obiettivo mira ad una espansione della capacità produttiva attraverso lo sfruttamento di economie di scala. La concentrazione aziendale permette, infatti, di ridurre i costi unitari di produzione e rendere il prodotto aziendale più competitivo. L'aumento dell'efficienza, determinato da una riduzione dei costi e un accrescimento dei ricavi contribuisce al raggiungimento dell'equilibrio economico nel medio-lungo termine. Attraverso la crescita dimensionale, l'azienda rafforza la propria posizione sul mercato. La crescita dimensionale è un obiettivo generalmente perseguito da quelle imprese che operano in settori caratterizzati da elevata elasticità della domanda. La ricerca di maggiore efficienza ed economicità può essere perseguita con diverse modalità, inglobando:

- le attività di una impresa che offre prodotti o servizi strettamente correlati dal punto di vista tecnologico, produttivo o di marketing (concentrazione orizzontale correlata);
- una impresa che opera in settori di attività che non presentano legami di correlazione (concentrazione orizzontale conglomerata); ovvero
- attraverso l'incorporazione di attività complementari al proprio ciclo produttivo che sono svolte fuori dall'impresa da altri soggetti dello stesso mercato (ad esempio fornitori, clienti, etc.). Queste ultime attività possono essere a monte o a valle del ciclo produttivo e danno vita ad economie cosiddette di integrazione verticale. Si assorbe l'attività del fornitore o del cliente perché si vuole assorbire il profitto di questi ultimi o perché si vuole acquisire un maggiore controllo sulla regolarità delle forniture e commercializzazione del prodotto. Solitamente queste forme di concentrazione hanno luogo nei confronti di fornitori o clienti con i quali si sono instaurate relazioni contrattuali di lungo termine. L'ampliamento delle attività attraverso questa modalità comporta da parte dell'impresa che la persegue varie conseguenze, quali: incremento dei costi fissi, maggiore rigidità dell'intero processo produttivo ed aumento dei rischi, anche se mitigato dalla buona conoscenza delle attività dei fornitori e/o clienti.

A volte l'obiettivo di crescita e di espansione viene realizzato dalle imprese attraverso l'acquisizione di tecnologie e *know-how* delle aziende target, necessari, per entrare in mercati specialistici, senza dover affrontare la rilevante spesa di avvio della ricerca che, peraltro, potrebbe avere esiti incerti.

Una motivazione che, a volte, spinge una impresa ad acquisirne o incorporarne un'altra, è quella volta all'accaparramento di risorse non facilmente reperibili sul mercato. Spesso le risorse di cui trattasi sono costituite da personale dirigenziale o tecnico altamente qualificato ed esperto. Per contro può accadere che una impresa dotata di un management capace e motivato acquisti una altra impresa nella convinzione che attraverso il proprio management riesca ad imprimere un salto di qualità e, quindi, di maggiore redditività alla azienda acquisita. In questa ultima ipotesi l'annoso problema dell'integrazione tra le due imprese non si pone o quantomeno è ridotto drasticamente. La dirigenza dell'impresa acquisita è sostituita *in toto* con quella dell'impresa acquirente.

Un altro obiettivo che spesso si persegue con le operazioni di M&A è la mitigazione del rischio attraverso la diversificazione delle attività. La diversificazione può riguardare il settore merceologico di attività ed i mercati nei quali operare. È possibile diversificare in termini geografici orientando la propria distribuzione su un'area più vasta, sfruttando la presenza sul territorio di canali distributivi e reti di vendita appartenenti alle imprese coinvolte nell'operazione di M&A.

A seguito della diversificazione l'azienda detiene un portafoglio più ampio e diversificato rispetto a quello precedente e quindi può spalmare il rischio su un più ampio spettro di attività, con la conseguenza che la pressione del rischio risulta attenuata.

Molte imprese danno vita ad operazioni di M&A al fine di meglio controllare il mercato. Una impresa acquisisce un'altra impresa perché vuole eliminare o ridurre gli effetti della concorrenza. Questo tipo di acquisizioni non presenta molti rischi, perché di solito l'azienda aggredita presenta problematiche ben conosciute dall'azienda acquirente, svolgendo entrambe la stessa attività nello stesso settore. La presenza di una situazione di forte concentrazione con pochi operatori che possiedono un grande potere di mercato, a parere di alcuni studiosi, non solo pregiudica la concorrenza ma va a scapito dei clienti. Altri sostengono, invece, che l'aumento del livello di concentrazione intensifica la competitività del mercato, consentendo un abbassamento dei prezzi dei beni e servizi alla collettività.

Tuttavia, non sempre il controllo di mercato è dettato da fini espansionistici. A volte l'azienda è costretta a ricorrere a questa modalità per non essere schiacciata dalla concorrenza che potrebbe mettere a rischio la sua sopravvivenza.

L'acquisto di una azienda da parte di un'altra può anche essere dettato dalla necessità di impiegare risorse finanziarie in eccesso. L'acquisto non si differenzerebbe da qualsiasi altro investimento e mirerebbe alla massimizzazione del ritorno.

I processi di concentrazione permettono anche di creare economie di scopo derivanti dall'utilizzo, ad esempio, delle stesse piattaforme informative per la produzione di una vasta gamma di prodotti.

Infine, per una azienda acquisire uno spazio significativo del mercato, come è appunto il caso delle concentrazioni aziendali, può comportare l'aumento di prestigio e conseguente sua attrattività.

Gli obiettivi fin qui enucleati rispondono a motivazioni economiche riconducibili al miglioramento delle performance aziendale, alla crescita dimensionale e, in definitiva, alla creazione di valore per gli azionisti. Nella realtà vi sono anche operazioni che sono riconducibili esclusivamente ad interessi del management. Il management infatti, può assumere decisioni relativamente ad operazioni di M&A al solo scopo di conseguire obiettivi personali di breve periodo. Ad esempio, nei casi in cui la remunerazione del management dipende dalle dimensioni dell'azienda, può accadere che questo faccia sembrare molto conveniente se non addirittura necessaria, l'operazione di M&A. Operazioni di questo tipo, ovviamente, presuppongono una carenza di controllo da parte degli azionisti. Inoltre, può accadere che il manager indirizzi la propria azienda verso l'acquisto di altra azienda sottovalutata dal mercato nel convincimento che il suo fiuto nell'individuazione dei targets sia infallibile. In questi casi, proprio a causa delle pressioni del manager, il costo dell'operazione può risultare di gran lunga

superiore al prezzo di mercato. L'atteggiamento dei managers in questi casi è il frutto di una loro eccessiva autostima alimentata, a volte, da qualche successo, ma sovente risultante da un'esaltazione dei singoli individui basata su dichiarazioni piuttosto che sull'esistenza di concrete capacità manageriali. Infine, può accadere che il management spinga per l'espansione per evitare che la propria azienda diventi il target di altre aziende, con la conseguenza di veder ridotti i loro poteri una volta conclusasi l'aggregazione con il soggetto acquirente.

Un accenno va fatto, in conclusione, alle finalità perseguite dall'alienante nel caso di cessioni d'azienda che comportano l'allontanamento della parte cedente dal mondo del business. Le finalità in questo caso sono in qualche misura opposte a quelle dell'acquirente. La cessione può essere determinata dalla volontà del cedente di monetizzare il business per riallocare l'introito in altri investimenti. Essa può dipendere dalla necessità del cedente di uscire da una situazione di crisi oppure dalla presenza di una offerta di acquisto così vantaggiosa da non poter essere declinata. Ancora, la cessione può dipendere dalla morte del titolare ed assenza di eredi, o anche dalla semplice volontà del cedente di ritirarsi dal business.

È chiaro che, nella maggior parte dei casi, l'attuazione di un'operazione di acquisizione o fusione non è il frutto di una sola delle motivazioni sopra riportate, piuttosto il frutto di una combinazione di differenti obiettivi di tipo non solo economico-aziendale ma anche extra-economico.

Prima di chiudere questo paragrafo vale la pena tratteggiare i contorni della motivazione di tipo fiscale che può celarsi in una operazione di M&A. Attraverso l'acquisizione o la fusione si mira a razionalizzare il carico fiscale ed a sfruttare eventuali benefici fiscali. Per molti anni si è fatto un grande uso delle fusioni per fini fiscali. Le operazioni di fusione consentivano alle società con forti utili di ottenere il controllo di società in perdita al fine unico di compensare il proprio risultato positivo con quello negativo della società acquisita e di pagare meno imposte. Le società target erano società che non avevano più una effettiva attività economica (cd. "bare fiscali") e che costituivano esclusivamente una "opportunità a fini fiscali" per società redditizie. Il meccanismo si presentava vantaggioso per entrambe le società. La società in difficoltà si liberava dagli oneri di gestione della liquidazione o eventuale fallimento, quella con forti utili si avvantaggiava dei risultati negativi della prima, al fine di costruire un imponibile fiscale più basso. Questo meccanismo è stato interrotto con l'introduzione del "riporto delle perdite" previsto al comma 7 dell'articolo 172 del D.P.R. n.917/1986. La norma consente il riporto delle perdite della società acquisita solo nel caso in cui tali perdite siano il risultato di un'effettiva attività economica. Questa circostanza è presunta se *"dal conto economico della società le cui perdite sono riportabili, relativo all'esercizio precedente a quello in cui la fusione è stata deliberata, risulti un ammontare di ricavi e proventi dell'attività caratteristica e un*



*ammontare delle spese per prestazioni di lavoro subordinato e relativi contributi, di cui all'art. 2425 del codice civile superiore al quaranta per cento di quello risultante dalla media degli ultimi due esercizi anteriori*". In conclusione, la legislazione consente di godere di eventuali benefici fiscali solo nel caso in cui alla base dell'operazione di fusione vi sia una concreta ragione economica ed imprenditoriale e non un mero interesse fiscale.

## 2.3 Aspetti normativi

Le operazioni di Merger & Acquisition sono disciplinate dalla normativa nazionale e comunitaria. In questo paragrafo si illustrerà sommariamente la normativa nazionale rinviando al paragrafo 2.6 la trattazione della normativa comunitaria in tema di M&A. Le fusioni ed acquisizioni d'azienda, o di ramo d'azienda, sono disciplinate nel Codice civile dagli articoli dal 2501 al 2505 quater (fusione) e dagli articoli dal 2556 al 2560 (acquisizione/cessione). Di seguito la normativa sarà illustrata con riferimento, dapprima, alle fusioni e, successivamente, alle acquisizioni/cessioni.

### FUSIONI

La fusione di più società, ai sensi del primo comma dell'articolo 2501 del Codice civile, può eseguirsi mediante la costituzione di una nuova società, o mediante l'incorporazione in una società di una o più altre. Nel primo caso, le società fuse perdono la propria individualità dando vita ad un nuovo soggetto giuridico; nel secondo caso è solo la società incorporata che non mantiene più la sua individualità. Secondo alcuni studiosi<sup>9</sup> con la fusione si avrebbe l'estinzione delle società fuse o incorporate ed il passaggio per via successoria dei loro patrimoni e rapporti giuridici in capo alla nuova società o società incorporante. Secondo altri<sup>10</sup> la fusione non darebbe luogo a nessuna estinzione bensì ad una unificazione attuata attraverso modifiche agli statuti delle società partecipanti alla operazione. Tant'è che la nuova società o quella incorporante proseguirebbe in tutti i rapporti delle società fuse o incorporate. Questa ultima impostazione è alla base della modifica apportata all'articolo 2504-bis c.c. ove il precedente termine "estinte" in riferimento alle società incorporate o fuse, è stato sostituito con quello di "società partecipanti alla fusione". La fusione è ammessa non solo tra società ma anche tra società ed altre tipologie di enti non commerciali come, ad esempio, le fondazioni e le associazioni. Sono escluse invece le imprese individuali. Il D.Lgs. n.6/2003 ha permesso la partecipazione all'operazione di fusione anche alle società sottoposte a procedure concorsuali, tuttavia l'articolo 2501 c.c. esclude le società in liquidazione che abbiano già intrapreso la distribuzione dell'attivo.

I soggetti che erano soci delle società incorporate o fuse conservano lo *status* sociale nella nuova società o in quella incorporante grazie al rapporto di concambio che consiste nell'assegnazione delle quote o azioni della società nuova o incorporante in cambio dell'annullamento di quelle relative alle società fuse o incorporate.

---

<sup>9</sup> MARIANI E., La fusione di società, Giuffrè, Milano 1995, pag.1

<sup>10</sup> BERTOLI L., PEROTTA R., Le operazioni straordinarie, Giuffrè Editore, Milano 2015, pag. 293

Il procedimento di fusione è articolato in fasi. Tra le diverse fasi possono intercorrere tempi di attesa più o meno lunghi a seconda del tipo di società che partecipano all'operazione e del tipo di fusione.

Le fasi del procedimento di fusione sono due: la fase preparatoria e la fase di attuazione.

La fase preparatoria ha un ruolo di estrema importanza ed è volta a tutelare i diritti dei soggetti che sono coinvolti nell'operazione di fusione. Nella fase preparatoria le informazioni relative al procedimento di fusione sono distribuite sia ai soci, affinché questi possano prendere la decisione se approvare o meno il progetto di fusione, che ai soggetti terzi per consentire ad essi di esercitare eventuali opposizioni alla fusione, nel caso in cui quest'ultima possa generare un pregiudizio ai loro diritti. I soci, al fine di accelerare l'iter di conclusione della transazione, possono comunque rinunciare al beneficio dei tempi procedurali a loro favore così come della documentazione loro dovuta, sempreché la rinuncia sia unanime.

La fase preparatoria risulta estremamente importante in considerazione del fatto che l'atto di fusione, una volta iscritto nel Registro delle imprese, non può più essere revocato anche in presenza di irregolarità procedurali<sup>11</sup>.

Per alcune fusioni tuttavia, il Codice civile prevede alcune semplificazioni a livello procedurale (ad esempio l'esclusione di alcuni documenti o la riduzione dei tempi tra la ricezione dei documenti e la manifestazione delle decisioni). Le fusioni di cui trattasi sono:

- le fusioni per incorporazione di società possedute dall'incorporante interamente o al 90% (rispettivamente gli art. 2505 e 2505 bis c.c.);
- le fusioni cui non partecipano società con capitale rappresentato da azioni (art. 2505-quater).

Per altre fusioni, invece, il Codice civile prevede ulteriori adempimenti come nel caso dell'acquisizione della partecipazione di controllo nella società da incorporare effettuata tramite capitale di debito (art. 2501 bis c.c.).

I documenti su cui si basa la procedura di fusione sono redatti dagli amministratori delle singole società che partecipano all'operazione. Essi sono:

- 1) il progetto di fusione, unico per tutte le parti, che dovrà essere depositato per l'iscrizione nel registro delle imprese del luogo ove hanno sede le società partecipanti all'operazione (art. 2501 ter c.c.);

---

<sup>11</sup> ZANETTI E., Manuale delle operazioni straordinarie, Eutekne, Torino 2009 pag.249

- 2) la situazione patrimoniale non antecedente il quadrimestre precedente il deposito del progetto (art. 2501 quater c.c.);
- 3) la relazione accompagnatoria al progetto di fusione (art. 2501 quinquies c.c.);
- 4) la relazione degli esperti (art. 2501 sexies c.c.)

Il progetto *di fusione* è redatto congiuntamente dagli organi amministrativi, in quanto trattasi di un atto di gestione straordinaria d'impresa. Il contenuto del progetto di fusione è determinato nel Codice civile. Gli amministratori hanno, tuttavia, la facoltà di inserire tutte quelle informazioni aggiuntive che, a loro avviso, possono risultare vantaggiose per una migliore comprensione del progetto. I punti che devono risultare in progetto secondo il Codice civile sono i seguenti:

- il tipo, denominazione o ragione sociale, e sede delle società partecipanti all'operazione;
- l'atto costitutivo della nuova società nonché delle società partecipanti; le clausole statutarie nuove devono essere menzionate in quanto le stesse possono causare il recesso dei soci o l'innalzamento del quorum deliberativo;
- il rapporto di cambio delle quote o azioni e l'eventuale conguaglio in denaro, quest'ultimo non in misura superiore al 10% del valore nominale delle quote o azioni assegnate: il rapporto di cambio è una delle indicazioni più importanti del progetto di fusione in quanto determina il potere che ciascun socio avrà nella nuova compagine sociale della società risultante dall'operazione di fusione;
- le modalità di assegnazione delle azioni o quote della società costituita o della società incorporante: questo punto non è necessario nel caso della fusione per incorporazione di società interamente posseduta dall'incorporante;
- la data in cui le azioni o quote verranno contabilizzate partecipando agli utili;
- la data da cui le attività delle singole società entreranno a far parte del bilancio della nuova società o dell'incorporante;
- il trattamento riservato a particolari categorie di soci o possessori di titoli differenti da quelli azionari;
- i vantaggi, se previsti, a favore degli amministratori delle società che partecipano alla fusione con esclusione degli amministratori della società incorporante o dei sindaci o revisori contabili delle società soggette ad estinzione.

Il progetto di fusione, come detto, deve essere depositato per l'iscrizione nel registro delle imprese del luogo ove hanno sede le società partecipanti alla fusione. Tra la data di iscrizione del progetto e la data fissata per l'approvazione della fusione devono intercorrere almeno trenta giorni, salvo i casi di rinuncia da parte dei soci.

La *situazione patrimoniale* delle società coinvolte nella fusione, secondo l'art. 2501-quater c.c., va riferita ad una data non anteriore di oltre 120 giorni rispetto al giorno in cui il progetto di fusione è depositato nella sede della società. Essa deve essere redatta con gli stessi criteri stabiliti per la stesura del bilancio d'esercizio e deve contenere lo stato patrimoniale, il conto economico e la nota integrativa.

La *relazione accompagnatoria* al progetto di fusione soddisfa svariate esigenze. Essa illustra il progetto e fornisce le motivazioni sottostanti ad esso (come ad esempio l'acquisizione di nuovi canali distributivi, le economie di scala, l'accrescimento della quota di mercato e così via), limita la possibilità per gli amministratori di dar vita ad operazioni rischiose con conseguenti ricadute negative sulle aziende, protegge la società, soggetto contribuente, da eventuali contestazioni da parte dell'Erario circa l'elusività dell'operazione di fusione.

Nel documento, inoltre, vengono determinati i rapporti di cambio tra le varie società con l'indicazione dei criteri di valutazione adottati e delle eventuali difficoltà affrontate dall'organo amministrativo nel processo stesso di valutazione. Nei 30 giorni antecedenti l'assemblea e fino a che la fusione non viene deliberata, una copia della relazione degli amministratori, assieme al progetto di fusione, deve essere depositata presso le sedi delle società interessate.

La *relazione degli esperti* serve a supportare quanto è contenuto nella relazione fornita dagli amministratori. L'articolo 2501 sexies c.c. stabilisce che la relazione degli esperti deve contenere:

- a) la descrizione del metodo o dei metodi adoperati per il rapporto di cambio proposto e i diversi valori che risultano,
- b) l'individuazione di eventuali difficoltà di valutazione,
- c) un parere circa l'adeguatezza e l'importanza del metodo o dei metodi adoperati rispettivamente per la determinazione del rapporto di cambio e la determinazione del valore adottato.

Gli esperti vengono scelti tra i revisori contabili o società di revisione iscritti nel registro istituito presso il Ministero della giustizia. Le società partecipanti alla fusione devono fornire documentazione e informazioni utili agli esperti al fine di permetter loro di procedere ad ogni fondamentale verifica. Gli esperti inoltre, sono civilmente responsabili sia nei confronti delle società partecipanti all'operazione di fusione che nei confronti di soci e terzi per eventuali danni derivanti da un loro comportamento doloso o colposo.

Il "Deposito degli atti", disciplinato dall'art. 2501-septies, prevede il deposito presso la sede delle società partecipanti alla fusione, dei seguenti documenti:

- a) il progetto di fusione;
- b) la situazione patrimoniale di ciascuna società partecipante all'operazione;
- c) la relazione degli amministratori;
- d) la relazione degli esperti;
- e) i bilanci degli ultimi tre esercizi di ciascuna società partecipante all'operazione corredati dalla relazione degli amministratori e dell'organo di controllo e dalla nota integrativa.

Lo scopo del deposito è quello di consentire ai soci delle società partecipanti alla fusione di acquisire adeguate informazioni in merito all'operazione in vista della decisione da adottare relativamente alla fusione stessa. I documenti devono rimanere depositati presso le sedi delle società partecipanti per un periodo di almeno 30 giorni prima che avvenga la delibera di fusione e anche per tutta la durata dell'operazione.

La fase di attuazione segue quella preparatoria e consta delle seguenti attività:

- le decisioni di fusione che le singole società che partecipano all'operazione dovranno prendere, e
- dell'atto di fusione vero e proprio con il quale si perfeziona l'operazione.

La fusione è decisa da ciascuna delle società coinvolte nell'operazione. Esse vengono convocate in sede straordinaria per deliberare sul progetto di fusione che va approvato o respinto nella sua interezza. Se l'atto costitutivo o lo statuto non dispongono diversamente, tale approvazione avviene, nelle società di persone, con il consenso della maggioranza dei soci determinata secondo la parte attribuita a ciascuno negli utili, e nelle società di capitali, secondo le norme previste per la modificazione dell'atto costitutivo o statuto.

Le società hanno la facoltà di modificare i progetti solo da un punto formale ovvero senza intaccare i diritti dei soci e dei terzi. Tale possibilità, riconosciuta a seguito della riforma societaria attuata nel 2004, consente ai soci di superare eventuali difficoltà operative derivanti, ad esempio, da eventi sopravvenuti nel periodo di tempo compreso tra il deposito del progetto e la data della decisione. Le eventuali modifiche apportate al progetto di fusione devono essere accettate e deliberate da tutte le società partecipanti all'operazione. La fase di delibera deve avvenire dopo che siano trascorsi 30 giorni dall'iscrizione del progetto di fusione e dopo che siano trascorsi 30 giorni dal deposito dei prescritti documenti presso la sede sociale. La delibera di fusione deve essere depositata per l'iscrizione presso il registro delle imprese nel termine di 30 giorni dalla data della decisione. È ammessa ai sensi dell'art. 2378 c.c. la impugnazione della delibera di fusione. Gli art. 2377 e 2379 c.c. elencano dettagliatamente i motivi e i soggetti legittimati a proporla.

Il periodo di tempo entro il quale i soci possono impugnare la delibera di fusione è di 60 giorni che vanno dalla data di deposito della delibera alla data di iscrizione dell'atto di fusione. Oltre tale termine, i soci dissenzienti possono solo agire per la definizione del danno risarcibile.

La fase di attuazione della fusione si conclude con la redazione dell'atto di fusione. Questo può essere stipulato, come detto, solo dopo che siano trascorsi 60 giorni dalla iscrizione della delibera di fusione presso il registro delle imprese senza che vi siano state opposizioni da parte dei creditori. L'atto di fusione deve riflettere tutte le deliberazioni assembleari e va sottoscritto dagli amministratori delle società partecipanti in base ad una delega loro conferita nella delibera di fusione da parte dell'assemblea. L'atto va stipulato nella forma di atto pubblico e deve essere depositato entro 30 giorni presso il Registro delle Imprese. Gli effetti reali della fusione decorrono dalla data di iscrizione dell'atto nel Registro delle Imprese. A norma del secondo comma dell'art. 2504 c.c., eseguite le iscrizioni dell'atto di fusione, l'invalidità dell'atto stesso non può più essere pronunciata. Resta salvo il diritto al risarcimento del danno eventualmente spettante ai soci o ai terzi danneggiati dalla fusione.

#### ACQUISIZIONI/CESSIONI

Si parla di acquisto/cessione di azienda quando le parti stipulano un contratto che ha come oggetto il trasferimento di un complesso di beni aziendali, organizzati dall'imprenditore al fine dello svolgimento dell'attività d'impresa. Il trasferimento può riguardare l'intera azienda ovvero parte di essa. Nel caso di trasferimento di un ramo di azienda si trasferisce una parte aziendale che è considerata autonoma a livello funzionale, perché in grado di provvedere in modo autonomo a proseguire l'attività che svolgeva prima del trasferimento, perseguendo gli stessi obiettivi produttivi. In definitiva affinché vi sia trasferimento di azienda è necessario che i beni trasferiti costituiscano un'organizzazione autonoma, capace e idonea a consentire l'esercizio dell'attività d'impresa. In altri termini quella che viene trasferita è la funzionalità economica dell'azienda. Il trasferimento, infatti, riguarda non solo i beni materiali della azienda ceduta ma anche i contratti stipulati dall'alienante per l'esercizio dell'impresa (come ad esempio i contratti di lavoro, i contratti di locazione etc.). Il subentro dell'acquirente in tutti i contratti che permettono la continuazione dell'attività economica conferma, appunto, che il trasferimento d'azienda riguarda sia il trasferimento dell'elemento patrimoniale, ma soprattutto il trasferimento della sua funzionalità economica e, quindi, il suo avviamento. Tant'è che il subentro nei contratti avviene in modo automatico e, ad eccezione di alcuni

casi, senza il consenso del terzo contraente ceduto, che è generalmente richiesto dall'articolo 1406 c.c. nei casi di cessione di contratti<sup>12</sup>.

Secondo l'articolo 2112 comma 5 del Codice civile, si considera trasferimento di azienda una qualsiasi azione, posta in essere attraverso una cessione o fusione contrattuale, che determini il cambiamento della titolarità di un'attività economica organizzata, indipendentemente dallo scopo di lucro, che mantiene, anche in seguito al trasferimento, una sua identità aziendale, incluso il suo valore economico e produttivo. Non si deve confondere la cessione di azienda con la cessione di singoli beni aziendali di natura strumentale se questi ultimi, ancorché suscettibili di possedere la potenzialità produttiva propria dell'impresa, non costituiscono un'organizzazione autonoma, capace e idonea a consentire l'esercizio dell'attività d'impresa e se non privano l'azienda di cui fanno parte della caratteristica, appunto, di essere un'organizzazione autonoma, capace e idonea a consentire l'esercizio dell'attività d'impresa.

In tema di subentro automatico del cessionario nei contratti stipulati dal cedente per l'esercizio dell'impresa, assumono particolare rilievo i contratti di lavoro, quelli con i fornitori e clienti che danno vita a situazioni di debito e credito, e quelli attinenti all'utilizzo dei beni strumentali di proprietà di terzi come i contratti di locazione, leasing, etc. Per quanto concerne il trasferimento dei contratti di lavoro, l'automatismo ha il duplice effetto di garantire al cessionario la disponibilità di risorse, quelle umane, il cui continuo utilizzo è vitale per l'esistenza stessa dell'azienda, ed al dipendente la stabilità del posto di lavoro inclusa la possibilità di mantenere presso il cessionario l'identica posizione contrattuale acquisita presso il cedente (3 comma dell'articolo 2112 c.c.). Sempre in tema di personale, l'articolo 2558 2 comma Codice civile prevede una responsabilità congiunta tra cessionario e cedente per tutti i crediti che il lavoratore vanta al momento del trasferimento. E', tuttavia, riconosciuta al lavoratore la possibilità di liberare il cedente.

Il tema del trasferimento dei crediti e dei debiti relativi all'azienda ceduta è trattato dal codice civile rispettivamente agli articoli 2559 e 2560. Relativamente ai crediti, l'articolo 2559 stabilisce che "la cessione dei crediti relativi all'azienda ceduta, anche in mancanza di notifica al debitore o di sua accettazione, ha effetto, nei confronti dei terzi, dal momento di iscrizione del trasferimento nel registro delle imprese". Questo automatismo può tuttavia essere escluso totalmente o parzialmente dalle parti a mezzo di esplicite pattuizioni sempreché l'esclusione non alteri la funzionalità economica dell'azienda, nel qual caso non potrebbe più parlarsi di trasferimento d'azienda. L'iscrizione del trasferimento nel registro delle imprese come detto ha l'effetto di pubblicità legale nei confronti dei

---

<sup>12</sup> L'automatismo non avviene quando il contratto ha natura personale, quando è stato escluso dal cedente e cessionario, e nel caso di recesso per giusta causa del terzo contraente ceduto.



debitori, tuttavia il debitore che in buona fede abbia pagato il venditore dell'azienda, sarà liberato dal proprio debito. Per quanto riguarda il trasferimento dei debiti aziendali l'art. 2560 c.c. prevede che il cedente risponda in solido con l'acquirente dei debiti dell'azienda che sono sorti anteriormente alla cessione, a patto che essi siano evidenziati nell'apposita contabilità. La normativa in tema di cessione dei debiti aziendali è più stringente di quella relativa ai crediti. Stabilendo la solidarietà del cedente con il cessionario, la normativa si prefigge di garantire i creditori da eventuali variazioni peggiorative che potrebbero derivare loro dal trasferimento dell'azienda come, ad esempio, l'assunzione del debito da parte di un acquirente non affidabile o con patrimonio su cui rivalersi meno consistente del patrimonio del cedente, o, addirittura la commissione nei loro confronti di azioni fraudolente da parte del cedente. Il cessionario risponde dei soli debiti evidenziati nelle scritture contabili che sono alla base della transazione di vendita. I debiti che non appaiono in dette scritture contabili rimangono esclusivamente a carico del cedente.

Infine, relativamente ai contratti di locazione dell'immobile nel quale è svolta l'attività aziendale, il legislatore, all'articolo 36 della legge n.392/1978 (legge sull'equo canone), ha disposto che "il conduttore può sublocare l'immobile o cedere il contratto di locazione anche senza il consenso del locatore, purché venga insieme ceduta o locata l'azienda, dandone comunicazione al locatore mediante lettera raccomandata con avviso di ricevimento". Il subentro automatico del cessionario nel contratto di locazione stipulato dal cedente per l'esercizio dell'impresa è temperato esclusivamente dall'obbligo posto in capo al cedente di informare il locatore. Quest'ultimo tuttavia può opporsi alla cessione del contratto di locazione se vi sono gravi motivi ostativi e, nel caso in cui la cessione abbia avuto luogo, può agire nei confronti del cedente se il nuovo conduttore non adempie alle proprie obbligazioni.

Il trasferimento di azienda viene posto in essere attraverso un contratto, che deve avere forma scritta ma a fini probatori e non per la validità della cessione stessa. Inoltre, la legge prevede, nei casi di aziende con più di 15 dipendenti, che il cessionario ed il cedente comunichino alle rappresentanze sindacali (con preavviso di almeno 25 giorni) la loro volontà di dar corso al trasferimento della azienda o ramo d'azienda. Nella loro comunicazione, che deve essere fatta per iscritto, devono indicare la data e le ragioni del trasferimento, le implicazioni di carattere giuridico, economico e sociale che lo stesso comporta nei confronti dei lavoratori e le misure previste per il loro contenimento. Il mancato rispetto di questo adempimento da parte del cessionario e del cedente si configura come condotta antisindacale ai sensi dell'articolo 28 della legge 20 maggio 1970 n. 300.

Il trasferimento di azienda può avvenire anche per successione, in caso di decesso del titolare (*mortis causa*), oppure donazione, se il titolare decide di trasferire la sua azienda attraverso un atto di

liberalità. Se le imprese cedute sono soggette a registrazione presso il registro delle imprese, gli atti di cessione devono essere iscritti presso il registro delle imprese, e redatti con atto pubblico o scrittura privata autenticata.

Come detto in precedenza, l'oggetto del contratto di cessione di azienda è il trasferimento della funzionalità economica della impresa tanto è che accanto al trasferimento dei beni strumentali della produzione è contemplato anche il trasferimento dei contratti che l'azienda ceduta ha con i fornitori, clienti, dipendenti e terzi (es. contratti di locazione, leasing). Proprio al fine di garantire la continuità di tale funzionalità in capo al nuovo proprietario, la legge impone al cedente il divieto di intraprendere una nuova attività imprenditoriale che si ponga in concorrenza con l'azienda ceduta. L'art. 2557 c.c. prevede, infatti, l'obbligo per il cedente di astenersi per un periodo di cinque anni dal trasferimento dall'iniziare una nuova impresa che per l'oggetto, l'ubicazione, o altre circostanze sia idonea a sviare la clientela dell'azienda ceduta. Il venditore non potrà in altri termini vendere la sua azienda, e poi riprendere ad esercitare un'attività simile nella stessa piazza dell'acquirente.

Il procedimento per la negoziazione e la conclusione del contratto di acquisizione/cessione di azienda prende le mosse dall'esperienza anglosassone, dove il fenomeno ha trovato la sua più compiuta elaborazione che si è poi diffusa nel resto del mondo a seguito del progressivo ampliamento dei mercati a livello globale. La prassi procedurale che oggi si segue si è sviluppata nel contesto delle transazioni "oltre confine" ove è più pressante la necessità di dar vita a procedimenti cadenzati e strutturati e, per quanto possibile, neutrali da un punto di vista delle normative nazionali.

È nato, così, uno "schema tipico" che delinea le fasi della negoziazione e conclusione del contratto di acquisizione/cessione. Questo schema stabilisce i vari passi per la formazione dell'accordo negoziale e la sua implementazione. Quanto più complessa sarà la transazione, vuoi per volume o per i soggetti coinvolti (ad esempio operatori professionali nel mercato degli investimenti, quali i fondi di private equity e di venture capital), tanto più articolato sarà il procedimento.

In tale dimensione, il contratto di acquisizione/cessione diventa l'atto negoziale a valle del suddetto "procedimento" di negoziazione ed ha la funzione di formalizzare l'accordo che le parti hanno progressivamente raggiunto sul regolamento economico/giuridico della transazione nel suo complesso, nonché della sua implementazione. Infine, il contratto di compravendita che scaturirà al termine della negoziazione potrà avere a oggetto beni di primo grado (*asset deal*) oppure partecipazioni societarie (*share deal*).

Il procedimento è suddiviso in tre fasi: la fase precontrattuale, la fase della conclusione del contratto (c.d. *signing*) e la fase dell'implementazione di quest'ultimo (c.d. *closing*). In alcuni casi è prevista

una fase antecedente al procedimento di cui trattasi. Sono questi i casi in cui si seleziona la parte acquirente a mezzo di gare o aste. Una volta stabilite le parti il procedimento prende, quindi, il via.

La fase precontrattuale prende le mosse, normalmente, con l'avvio di una serie di operazioni preliminari propedeutiche alla conclusione del contratto. Si tratta della predisposizione di documenti congiunti volti a fornire i termini e modalità di svolgimento della fase di negoziazione e a porre sul tavolo eventuali questioni pregiudiziali.

Uno degli aspetti strategici che questi documenti precontrattuali contemplano, è il ricorso alla c.d. attività di *due diligence* da parte del potenziale acquirente sul complesso aziendale oggetto della transazione. Attraverso la *due diligence* il compratore ottiene dal venditore informazioni circa le caratteristiche del complesso aziendale che intende acquisire. Sono informazioni relevantissime per il compratore in quanto gli consentono di avere un esatto quadro della forza, debolezze, opportunità e altre informazioni sostanziali in merito alla azienda o ramo in vendita oggetto della transazione.

Al termine della fase precontrattuale segue la stipula del contratto di acquisizione: si tratta del momento della stesura e firma del contratto. Il contratto è steso catturando tutti gli intendimenti, condizioni, vincoli, chiarificazioni e interpretazioni che sono emerse in sede di trattative. Esso contiene la regolamentazione completa dei rapporti tra le parti. La firma delle parti suggella l'accordo. Spesso affinché il contratto firmato dalle parti spieghi la propria validità è necessario dar corso ad alcune formalità (ad esempio l'ottenimento di autorizzazioni amministrative) o attendere l'avveramento di alcune condizioni previste dalle parti (ad esempio l'adozione di varie delibere societarie per l'ingresso di nuovi soci, il rimpiazzo del management etc.). Ancora, potrebbe essere necessaria la formalizzazione di contratti accessori a quello di acquisizione: è il caso dei contratti di garanzia per l'adempimento delle obbligazioni derivanti dal contratto di acquisizione, ovvero i contratti di finanziamento bancario dell'operazione. Terminata la fase del *signing* si apre quella del "*closing*". Questa fase è destinata a dare concreta attuazione al contenuto del contratto (ad esempio si provvede al trasferimento delle azioni o delle quote societarie, alle dimissioni del vecchio management ed alla nomina dei nuovi dirigenti, al pagamento effettivo del prezzo della cessione, etc.). Per quanto precede, si può correttamente concludere che i contratti di acquisizione/cessione hanno ormai assunto un forte connotato di standardizzazione dovuto alla presenza di clausole contrattuali tipiche del settore. Queste clausole si prefiggono lo scopo di fornire una regolamentazione esaustiva che lasci poco spazio all'integrazione negoziale delle parti.

## 2.4 Aspetti contabili

Gli adempimenti contabili da assolvere in relazione alle operazioni di M&A variano a seconda che si tratti di fusioni o acquisizioni/cessioni. Di seguito saranno illustrati gli adempimenti contabili con riferimento, dapprima, alle fusioni e, successivamente, alle acquisizioni/cessioni.

### FUSIONI

Il perfezionamento di un'operazione di fusione comporta il trasferimento di tutte le attività e passività delle società fuse o incorporate nello stato patrimoniale della nuova società (fusione propriamente detta) o in quella incorporante (fusione per incorporazione). A tal fine si possono distinguere due fasi ciascuna delle quali comporta lo svolgimento di determinate attività.

Nella prima fase si procede alla predisposizione della situazione contabile di chiusura riferita alla data da cui decorrono gli effetti giuridici della fusione e la conseguente estinzione delle società fuse o incorporate. In questa fase occorre dar corso alle seguenti attività:

- 1) redigere la situazione patrimoniale di cui all'articolo 2501 quater c.c.;
- 2) redigere la situazione patrimoniale con evidenza del capitale economico delle società partecipanti alla fusione;
- 3) stendere il bilancio di chiusura delle società fuse o incorporate;
- 4) rilevare i dati del trasferimento delle attività e passività dalle società incorporate o fuse alla società incorporante o risultante dalla fusione.

Nella seconda fase si dà vita al nuovo complesso unificato e si procede alla predisposizione della situazione contabile di apertura. In questa fase occorre redigere i seguenti documenti:

- 5) la situazione patrimoniale di partenza del complesso unificato (cd. bilancio iniziale di fusione), nella quale saranno indicati i valori attribuiti alle attività e passività acquisiti;
- 6) il primo bilancio d'esercizio del complesso unificato.

Relativamente al punto 1) di cui sopra, l'articolo 2501 quater c.c. dispone che la situazione patrimoniale delle società deve essere riferita ad una data non anteriore di oltre 120 giorni al giorno in cui il progetto di fusione è depositato nella sede della società. Per la stesura della situazione patrimoniale si osservano le norme sul bilancio d'esercizio<sup>13</sup>. La situazione patrimoniale serve a dare

---

<sup>13</sup> Trattandosi di bilancio infrannuale occorrerà rilevare il reddito maturato dall'inizio dell'esercizio e quantificare l'entità del patrimonio alla data di riferimento apportando le necessarie integrazioni e rettifiche dei valori di conto.

un quadro aggiornato della situazione patrimoniale, finanziaria e reddituale della azienda rispetto all'ultimo bilancio approvato. Tuttavia, se l'ultimo bilancio è stato approvato non oltre sei mesi prima del deposito del progetto di fusione presso la sede della società, esso può essere usato in luogo della situazione patrimoniale di cui al punto 1).

La situazione patrimoniale di cui al punto 2) presuppone la stima dei capitali economici delle società partecipanti alla fusione. Essa espone le attività e le passività al loro valore corrente. Questa situazione patrimoniale sarà, perciò, differente dalla situazione patrimoniale ex articolo 2501 quater c.c.

Il bilancio di chiusura di cui al punto 3), ha lo scopo di catturare tutte le poste contabili delle aziende partecipanti al progetto di fusione che si verificano fino alla data reale della fusione. Esso si rende necessario in virtù del fatto che la gestione di dette aziende non viene sospesa in pendenza del procedimento di fusione, ma continua fino alla data effettiva della fusione. Per la frazione di esercizio considerata si redige, pertanto, un bilancio di chiusura riportante l'esatta composizione patrimoniale ed il risultato di gestione ed un apposito inventario finale. Questa documentazione funge da inventario di consegna dagli amministratori delle società estinte a quelli della società risultante ma, soprattutto rappresenta la situazione di partenza del complesso unificato.

Concludono la prima fase le attività con le quali si rilevano contabilmente le operazioni di trasferimento del patrimonio delle società incorporate o fuse alla società incorporante o risultante dalla fusione (punto 4 di cui sopra). Esse consistono:

- nel rilevare il reddito maturato dall'inizio dell'esercizio previa imputazione dei componenti reddituali al conto economico<sup>14</sup> e
- il trasferimento degli elementi patrimoniali attivi e passivi alla società incorporante o risultante dalla fusione.

Con queste registrazioni si chiudono tutti i conti accesi alle attività e passività delle società incorporate o fuse e si determinano i saldi che saranno poi trasferiti su un conto transitorio intestato alla società incorporante o risultante dalla fusione.

Il perfezionamento dell'operazione di fusione, dal punto di vista contabile, comporta lo spostamento dell'insieme delle attività e passività delle società incorporate o fuse nello stato patrimoniale della società incorporante o risultante dalla fusione. L'articolo 2504 bis comma 4 prescrive che "nel primo bilancio successivo alla fusione le attività e passività sono iscritte ai valori risultanti dalle scritture contabili alla data di efficacia della fusione medesima". Il criterio di valutazione delle voci dell'attivo

---

<sup>14</sup> Queste registrazioni sono precedute dalle operazioni di assestamento necessarie a determinare la competenza economica del periodo.

e del passivo si basa sul principio di continuità dei valori contabili che implica che le attività e passività acquisite a seguito della fusione devono essere rilevate dalla azienda incorporante o da quella risultante dalla fusione agli stessi valori a cui erano iscritte nella contabilità delle società incorporate o fuse alla data di effetto dell'operazione. Con il primo bilancio iniziale di fusione (punto 5) la società incorporante o quella risultante dalla fusione stabilirà i valori da attribuire alle attività e passività acquisite. Questo bilancio ha rilevanza esclusivamente interna. Esso non viene portato a conoscenza dei terzi. Questi ultimi avranno la possibilità di prendere conoscenza delle variazioni patrimoniali conseguenti alla fusione solo in occasione della pubblicazione del primo bilancio d'esercizio del complesso unificato.

Il bilancio iniziale di fusione ha dunque lo scopo di consolidare le poste di bilancio di diverse società. Il consolidamento genera normalmente la necessità di iscrivere a bilancio alcune poste di pareggio contabile definite "differenze di fusione". Le differenze di fusione si hanno 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. Le differenze di fusione sono di due tipi:

- differenze da annullamento;
- differenze da concambio.

Le differenze da annullamento si hanno in presenza di fusione di aziende legate tra loro da rapporti partecipativi e derivano dalla differenza tra il valore della partecipazione (VP) nella società incorporata iscritto nell'attivo patrimoniale dell'incorporante e il relativo patrimonio netto (PN) dell'incorporata (partecipata dalla incorporante) trasferito alla incorporante. La differenza può consistere in un disavanzo da annullamento (DA) quando il valore della partecipazione iscritto nell'attivo patrimoniale dell'incorporante è maggiore del patrimonio netto pro quota dell'incorporata ed un avanzo di annullamento (AA) nella fattispecie inversa. Quanto sopra può essere schematizzato come segue:

$$VP > PN = DA$$

$$VP < PN = AA$$

Il disavanzo da annullamento va imputato alle attività della situazione patrimoniale della società incorporante, se esso è l'effetto di un plusvalore ovvero al conto economico di questa, se è l'effetto di una perdita dovuta a un decremento del patrimonio dell'incorporata. L'avanzo da annullamento va imputato alle passività (Patrimonio netto) della situazione patrimoniale della società incorporante, se

esso ha natura di utile, ovvero in un apposito fondo rischi nel caso esso abbia la natura di oneri o perdite future.

Le differenze di concambio sono determinate quale differenza tra l'aumento di capitale sociale (ACS) della società risultante dalla fusione o dell'incorporante e il Patrimonio netto (PN) della società fusa o incorporata<sup>15</sup>. La differenza può consistere in un disavanzo da concambio (DC) quando l'aumento di capitale sociale della società risultante dalla fusione o dell'incorporante è maggiore del patrimonio netto della società fusa o incorporata ed un avanzo di concambio (AC) nella fattispecie inversa. Quanto sopra può essere schematizzato come segue:

$$ACS > PN = DC$$

$$ACS < PN = AC$$

Le differenze di concambio sono strettamente legate al rapporto di cambio determinato dagli amministratori. Questi ultimi, come accennato sopra, sono tenuti ad illustrare nella relazione che accompagna il progetto di fusione i criteri utilizzati per il calcolo del rapporto di cambio e le eventuali difficoltà incontrate nel determinarlo. Inoltre, essi devono indicare le motivazioni che hanno condotto loro a scegliere determinati criteri di valutazione anziché altri e l'insieme delle variabili che hanno concorso alla determinazione del valore. Il rapporto di cambio serve a stabilire il numero delle azioni della società incorporante o risultante dalla fusione da assegnare ai soci delle società incorporate o fuse, in cambio del patrimonio aziendale confluito. Ovviamente il rapporto di cambio deve essere tale per cui, a fusione avvenuta, i vecchi soci devono detenere una partecipazione nella società incorporante o risultante dalla fusione che abbia un valore assoluto pari alla partecipazione prima detenuta nella società incorporata o fusa. La determinazione del rapporto di cambio risulta dal rapporto tra il capitale economico e il numero delle azioni/quote delle società partecipanti alla fusione con i valori economici delle azioni o quote della società incorporante o risultante dalla fusione. Ciò che ne risulta è il numero delle azioni o quote che la società incorporante o quella risultante dalla fusione deve emettere rispettivamente per ogni azione o quota della incorporata o fusa, che per effetto della fusione sono state annullate.

L'avanzo da concambio va imputato alle passività della situazione patrimoniale della società incorporante o risultante dalla fusione come "riserva avanzo di fusione". Il disavanzo di concambio, invece, è imputato alle attività come maggior valore dell'incorporata o fusa rispetto al suo Patrimonio netto contabile.

---

<sup>15</sup> L'art. 2504 ter vieta alla società incorporante di effettuare il concambio delle azioni o quote possedute nella società incorporata che devono essere annullate, impedendole così di venire in possesso di azioni proprie.

Conclude la seconda fase la stesura del primo bilancio di esercizio successivo alla fusione nel quale confluiranno in una unica voce i saldi dei conti di stato patrimoniale - al netto delle poste di pareggio contabile di cui sopra - di tutte le società partecipanti alla fusione. Questo bilancio viene pubblicato per consentire ai terzi di prendere conoscenza delle variazioni patrimoniali conseguenti alla fusione.

Nel caso in cui la società incorporante o risultante dalla fusione rientri nell'ambito di applicazione dei principi contabili internazionali emanati dallo IASB<sup>16</sup>, la fusione dovrà essere contabilizzata anche sulla base di questi principi. Il principio contabile internazionale che regola la fusione è quello contenuto nel IFRS 3<sup>17</sup>. Lo IFRS 3 regola le contabilizzazioni relative alla "aggregazione fra imprese" intesa questa ultima come "una operazione o un altro evento in cui un acquirente acquisisce il controllo di una o più attività aziendali, a prescindere dalle diverse modalità attraverso cui l'operazione è posta in essere, le quali possono essere condizionate da motivi legali, fiscali o di altro genere". Non rientrano nell'ambito di applicabilità dell'IFRS 3 le aggregazioni finalizzate alla costituzione di joint venture, le aggregazioni di aziende il cui controllo è già unificato, le aggregazioni di attività che non rientrano nella definizione di aziende, ossia tutte le operazioni sotto *under control*.

Le aggregazioni fra imprese, salvo alcuni casi, vanno sempre contabilizzate come acquisizioni indipendentemente se esse abbiano la veste giuridica di cessione d'azienda, fusione, conferimento, o altro ed a prescindere se il corrispettivo sia in denaro, azioni, o altro. La contabilizzazione si basa sull'*acquisition method* che prevede la rilevazione nella contabilità dell'acquirente (società incorporante o risultante dalla fusione) del *fair value* complessivo del business acquisito (alla data di acquisizione) espresso nelle sue componenti di attività, passività e avviamento quest'ultimo risultante dalla differenza tra il *fair value* delle attività e passività ed il *fair value* del corrispettivo trasferito<sup>18</sup>. Nel caso di avviamento negativo o *badwill* la differenza viene trattata come sconto sul prezzo di acquisto ed imputata al conto economico.

La contabilizzazione della fusione nella società incorporante o risultante dalla fusione assume connotazioni diverse a seconda si tratti di fusione per incorporazione con o senza concambio o fusione per unione.

Relativamente alla fusione per incorporazione con concambio ove non vi è partecipazione dell'incorporante (o partecipazione inferiore al 100%), quest'ultimo rileva al loro *fair value* le attività

---

<sup>16</sup> International Accounting Standards Board (IASB) è l'organo preordinato alla emanazione dei principi contabili internazionali o International Accounting Standards (IAS).

<sup>17</sup> International Financial Reporting Standards (IFRS).

<sup>18</sup> Nel caso di acquirente con capitale quotato, il fair value del corrispettivo trasferito è dato dalla quotazione del titolo alla data dello scambio. Nel caso in cui i titoli non siano quotati è data la possibilità di scegliere tra due valori ovvero il fair value del capitale economico dell'acquirente e quello dell'acquisita.



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. Nella incorporazione senza concambio ove l'incorporante possiede interamente l'incorporata si fa una distinzione temporale tra il momento di acquisto del pacchetto azionario (antecedente) e quello della fusione (successivo). Secondo l'IFRS 3 ai fini dell'acquisizione si deve fare riferimento al primo momento nulla rilevando il successivo momento della fusione. Conseguentemente, in sede di stesura del bilancio consolidato della incorporante, l'acquisto del pacchetto azionario sarà contabilizzato in conformità delle prescrizioni dell'IFRS 3 (*fair value* delle attività, passività dell'acquisita e avviamento). Il momento successivo della fusione consentirà all'incorporante di annullare la precedente partecipazione nella incorporata operando, in conseguenza dell'annullamento, le opportune rettifiche sulle attività e passività acquisite e sull'avviamento.

Relativamente alla fusione per unione, tenuto conto che l'IFRS 3 considera tutte le aggregazioni tra imprese come acquisizioni con presenza, da un lato, di una parte acquirente, e, dall'altro, di una parte acquisita, occorre preliminarmente stabilire quale sia la parte acquirente. Questa, generalmente, è data dalla parte cui spetta la maggioranza del capitale del complesso unificato. Il trasferimento delle attività e passività delle società fuse dovrà essere contabilizzato nel complesso unificato sulla base del *fair value* del corrispettivo ricevuto. Le attività e passività della società fusa che acquista la maggioranza del capitale del complesso unificato saranno invece contabilizzate nei libri contabili di quest'ultimo al loro precedente *book value*. In tal modo la transazione garantisce la continuità contabile in capo al soggetto maggioritario.

Le aggregazioni di aziende il cui controllo è già unificato, come precedentemente osservato, non sono assoggettate all'IFRS 3. In tale caso, ai fini della applicazione di un apposito criterio di contabilizzazione, si fa riferimento, in applicazione dello IAS 8<sup>19</sup>, agli standard contabili stabiliti da altri organismi superiori sempreché questi standards siano conformi alle linee guida delle IFRS/IAS e alla prassi contabile conforme alle predette linee guida. Gli standards più conformi alle linee guida delle IFRS/IAS sono quelli emanati dal Financial Accounting Standards Board (FASB)<sup>20</sup>. Questi standards stabiliscono, in base al principio della continuità dei precedenti valori contabili, che l'acquirente rilevi le attività e passività ricevute agli stessi valori contabili che avevano presso il

---

<sup>19</sup> International Accounting Standards (in forma di acronimo: IAS). Trattasi di principi contabili internazionali emanati dall' International Accounting Standards Committee (in forma di acronimo: IASC) dal 1973 fino a momento in cui sono intervenuti i principi del IFRS. Gli IAS coesistono con gli IFRS e continuano ad applicarsi nelle aree non coperte dagli IFRS.

<sup>20</sup> Il FASB è un'organizzazione privata no-profit statunitense il cui scopo è quello di stabilire principi contabili per enti pubblici negli USA. Gli standards contabili stabiliti dal FASB sono considerati autorevoli da molte organizzazioni .

cedente alla data del trasferimento. L'IFRS 3 continuerà ad applicarsi nel caso in cui dalla aggregazione emergano variazioni di una certa entità dei flussi di cassa delle imprese interessate<sup>21</sup>.

## ACQUISIZIONI/CESSIONI

I profili contabili della acquisizione/cessione d'azienda o di ramo d'azienda sono, per certi versi, più semplici di quelli relativi alla fusione. Le scritture contabili si limitano alla rilevazione del trasferimento patrimoniale dal cedente al cessionario e del relativo corrispettivo. Prima di procedere a tali scritture occorre definire esattamente il capitale oggetto della cessione. A tal fine il cedente è tenuto ad effettuare le opportune scritture di assestamento in modo da imputare - nel rispetto del principio di competenza economica - i costi e ricavi del periodo antecedente alla data di cessione (ad esempio quote di ammortamento, accantonamenti TFR, interessi attivi e passivi maturati, rimanenze di magazzino). Attraverso queste operazioni si perviene a determinare la situazione patrimoniale della azienda con riferimento alla data di trasferimento e a rilevare tutti gli elementi necessari alla determinazione del reddito da essa prodotto. Una volta completate queste operazioni si provvede allo storno delle attività e passività oggetto di cessione a fronte del corrispettivo pattuito. Nel caso in cui il corrispettivo della cessione sia più elevato del capitale netto si avrà una plusvalenza. Nel caso opposto si avrà una minusvalenza. La prima sarà sottoposta agli effetti fiscali legati alle imposte sui redditi. Entrambe, costituendo componenti straordinarie, non concorrono alla formazione del valore della produzione ai fini IRAP.

Il cessionario, a fronte del debito verso il cedente, accoglierà nella propria contabilità le attività e passività che compongono l'azienda acquisita. Le poste saranno contabilizzate a valori correnti e non sulla base dei valori iscritti nella contabilità del cedente, compreso, quindi, l'eventuale avviamento. Quest'ultimo è dato dalla differenza tra il prezzo stabilito ed il valore netto dell'azienda acquisita e rappresenta l'attualizzazione dei futuri risultati previsti per l'azienda. Può accadere che la determinazione del valore corrente dell'azienda porti, invece, alla determinazione di un avviamento negativo o *badwill* che rappresenta il valore attuale delle perdite o minori redditi rispetto a quelli attesi che il cessionario dovrà subire in futuro fino a quando l'azienda non sarà in una condizione di normale redditività.

---

<sup>21</sup> Questa indicazione deriva da una opinione di Assirevi del 2007 (OPI 1 del 2007).

## 2.5 Aspetti fiscali

Gli adempimenti fiscali sono diversi a seconda che si tratti di fusioni o acquisizioni/cessioni. Di seguito saranno illustrati gli aspetti fiscali con riferimento, dapprima, alle fusioni e, successivamente, alle acquisizioni/cessioni.

### FUSIONI

Ai fini fiscali la fusione è considerata una operazione di ristrutturazione estranea alla gestione dell'impresa, che attiene al momento organizzativo, non a quello di produzione del reddito. In quanto non suscettibile di far emergere componenti reddituali, ai fini delle imposte dirette, la fusione è fiscalmente neutrale. Per neutralità fiscale si intende che la fusione non è in grado di generare componenti sia essi positivi che negativi di reddito né in capo alla società incorporata o fusa, né in capo alla società incorporante o risultante e né in capo ai soci delle società coinvolte nella fusione. Il primo comma dell'articolo 172 del D.P.R. 917/1986 stabilisce che “la fusione tra più società non costituisce realizzo né distribuzione delle plusvalenze e minusvalenze dei beni delle società fuse, comprese quelle relative alle rimanenze ed il valore dell'avviamento”. Godono della neutralità fiscale anche le differenze di fusione. Infatti, il secondo comma dello stesso articolo stabilisce che “nella determinazione del reddito della società risultante dalla fusione o incorporante non si tiene conto dell'avanzo o disavanzo iscritto in bilancio per effetto del rapporto di concambio delle azioni o quote o dell'annullamento delle azioni o quote di alcune delle società fuse possedute da altre”.

Presupposto di questa impostazione è la *continuità dei valori fiscali* degli elementi patrimoniali delle società incorporate o fuse in capo alla società incorporante o risultante dalla fusione. I valori fiscalmente riconosciuti rimangono invariati anche nel caso in cui non ci sia coincidenza tra i valori dei beni iscritti a bilancio delle società fuse o incorporate e quelli iscritti a bilancio della società risultante o incorporante<sup>22</sup>. Per ben comprendere le ripercussioni che i principi sopra annunciati hanno sulla fiscalità delle fusioni occorre richiamare in questa sede alcune situazioni già affrontate nell'ambito degli aspetti contabili della fusione. Come detto nel paragrafo relativo agli aspetti contabili della fusione, nel primo bilancio d'esercizio successivo alla fusione, la società incorporante o risultante deve iscrivere le poste di pareggio dovute ai disavanzi da fusione o avanzi da fusione. Per quanto riguarda l'imputazione del disavanzo da fusione, i beni da rivalutare possono essere quelli già iscritti nel bilancio di chiusura delle società incorporate o fuse o possono essere altri beni che, ancorché esistenti nel loro patrimonio, risultano non essere iscritti in detti bilanci, quali ad esempio i

---

<sup>22</sup> In questo caso nella dichiarazione dei redditi della società incorporante o risultante dalla fusione, i dati esposti in bilancio e quelli fiscalmente rilevanti verranno riconciliati in un apposito prospetto.

beni completamente ammortizzati, il marchio, know-how, e avviamento. La determinazione del valore corrente di questi beni e dell'avviamento è effettuata tenendo in considerazione tutti gli elementi valutati emersi in sede di procedimento di fusione (ad esempio, la relazione degli amministratori e quella dei periti, la valutazione del capitale economico delle società incorporate o fuse ecc.). Il disallineamento tra i valori dei cespiti rivalutati e i relativi valori fiscalmente rilevati (ovvero i valori fiscali degli elementi patrimoniali delle società incorporate o fuse) dà luogo alla fiscalità differita che rappresenta il carico fiscale che la società incorporante o risultante dovrà sopportare negli esercizi successivi. L'avviamento, tenuto conto che lo stesso si configura come valore residuale, non è soggetto al calcolo delle imposte differite.

La rilevazione contabile delle imposte differite è fatta nel "Fondo rischi e oneri per imposte, anche differite" con conseguente riduzione della voce di patrimonio netto.

La fiscalità differita è regolata dall'OIC 25 che prevede che la differenza temporanea e le relative imposte differite o anticipate debbano essere iscritte alla data in cui avviene l'operazione.

La società incorporante può decidere di riallineare i valori dei cespiti rivalutati a quelli fiscali. Questo riallineamento può essere effettuato con riferimento all'esercizio in cui avviene la fusione, o con riferimento ad un esercizio successivo a quello in cui avviene la fusione. Nel primo caso la società paga una imposta sostitutiva che è calcolata sulla differenza tra il valore contabile e quello corrente delle attività. Nel secondo caso la società provvede a porre in essere due registrazioni simultanee che sono:

- eliminazione del fondo imposte differite in contropartita della rilevazione di un provento nel conto economico,
- iscrizione del costo della imposta sostitutiva in contropartita di debito tributario.

Sempre in tema di riallineamento occorre distinguere tra due diverse modalità di affrancamento: la prima è il c.d. affrancamento ordinario, la seconda è il c.d. riallineamento speciale. L'affrancamento ordinario, da esercitare entro i due periodi di imposta successivi a quello dell'operazione, riguarda tutti i beni materiali ed immateriali provenienti dalle società incorporate o fuse. Esso comporta l'assoggettamento a 3 aliquote modulate in funzione di 3 scaglioni di valore della parte da affrancare e cioè:

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

Il versamento della imposta sostitutiva è previsto in tre tranches.

Il riallineamento speciale prevede, invece, 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. Esso riguarda l'avviamento, i marchi, gli oneri pluriennali. Le aliquote sono due: 16% sull'intero importo affrancato; 20% sull'intero importo affrancato dei crediti. Il riallineamento è esercitabile entro il termine di scadenza del versamento del saldo delle imposte dell'esercizio dell'operazione.

Per quanto attiene alla determinazione del reddito delle società incorporate o fuse relativamente al periodo che intercorre tra la data di chiusura dell'ultimo esercizio e la data della fusione, il comma 8 dell'articolo 172 del D.P.R. 917/1986 stabilisce che il periodo di imposta in corso venga chiuso con riferimento al momento in cui ha effetto la fusione ai fini tributari che è la data in cui la fusione produce i suoi effetti reali<sup>23</sup>. La rilevazione del reddito maturato nella frazione di esercizio deve avvenire secondo le regole in vigore per il tipo di società fuse o incorporate senza alcun riferimento al tipo di società risultante dalla fusione o incorporante.

Relativamente alla determinazione del reddito della società incorporante o risultante dalla fusione vale notare la possibilità riconosciuta a quest'ultima di godere delle quote di ammortamento dei beni provenienti dalle società preesistenti nella misura residua ovvero nella misura proporzionale all'uso dei beni da parte della stessa società incorporante o risultante dalla fusione.

La neutralità fiscale della fusione vale anche nei confronti dei soci delle società incorporate o fuse. Infatti, l'annullamento delle partecipazioni precedentemente possedute in cambio di quelle nella società incorporante o risultante dalla fusione non è considerato dal legislatore tributario come un evento volto alla realizzazione di redditi. Lo è invece per la parte di conguaglio in denaro in eccesso del valore fiscalmente riconosciuto alle nuove partecipazioni.

L'art. 172, 4° comma TUIR, relativamente alle imposte sui redditi, dispone la successione a titolo universale della società incorporante o risultante dalla fusione nell'insieme dei diritti e degli obblighi delle società fuse o incorporate.

Per quanto concerne l'applicazione dell'IRAP alle fusioni, va osservato che i maggiori valori dei beni iscritti a bilancio della società risultante o incorporante sono irrilevanti ai fini Irap. Pertanto, la società incorporante o risultante dalla fusione, al fine di ottenere il riconoscimento fiscale anche ai fini IRAP

---

<sup>23</sup> Vi sono casi in cui gli effetti tributari possono retroagire a data antecedente a quella in cui la fusione produce i suoi effetti reali. Tale retrodatazione, tuttavia, non può andare oltre la data di chiusura dell'ultimo bilancio delle società partecipanti alla fusione.

per i maggiori valori iscritti in bilancio a seguito della fusione, dovrà optare per l'applicazione dell'imposta sostitutiva in base.

L'operazione di fusione non è assoggettata all'IVA in quanto non è considerata una cessione di beni. Tuttavia, l'avvenuta fusione deve essere comunicata ai competenti Uffici IVA entro 30 giorni dalla data di effetto della fusione.

Le fusioni sono, invece, soggette all'imposta di registro e a quelle ipotecarie e catastali.

## ACQUISIZIONI/CESSIONI

Il regime tributario relativo alla compravendita di aziende o rami aziendali presenta profili contraddittori a causa delle continue modificazioni della prassi contrattuale adottata dalle parti per effettuare la transazione e dei differenti orientamenti interpretativi della giurisprudenza e dell'Amministrazione Finanziaria.

La compravendita di un complesso aziendale può avvenire, come precedentemente illustrato, attraverso vari tipi di transazioni più o meno articolate in funzione della dimensione quantitativa e qualitativa del *deal*. Alla varietà delle transazioni la legge associa differenti percorsi negoziali volti ad identificare in maniera chiara la ripartizione dei diritti, obbligazioni e rischi tra le parti. Inoltre, è frequente che accanto al contratto di compravendita vera e propria vi siano contratti satelliti volti a regolare aspetti connessi alla transazione principale. È questo il caso dei contratti di finanziamento bancario, la prestazione di garanzie di vario genere, etc. Ai fini delle imposte, la disciplina degli atti e negozi giuridici stipulati nel contesto dell'acquisizione di un complesso aziendale è alquanto articolata. Sui molteplici atti e disposizioni formati dalle parti insistono numerose imposte, ciascuna con le sue peculiarità e le sue modalità applicative.

Per quanto concerne le imposte dirette, l'articolo 86 comma 2 del testo unico delle imposte sui redditi (TUIR) prevede la concorrenza alla formazione del reddito d'impresa anche delle plusvalenze<sup>24</sup> derivanti dalla cessione di aziende (o rami aziendali), compreso il valore di avviamento, realizzate unitariamente mediante cessione a titolo oneroso<sup>25</sup>.

La plusvalenza è data dalla differenza fra il corrispettivo pattuito per la cessione dell'azienda e il costo fiscalmente riconosciuto della stessa. Nel caso di cessione di beni ammortizzabili, il costo fiscale è dato dal valore dei beni al netto degli ammortamenti effettuati in applicazione delle norme

---

<sup>24</sup> L'eventuale minusvalenza da cessione concorre alla formazione del reddito imponibile dell'esercizio in cui è realizzata.

<sup>25</sup> Non dà vita a plusvalenza il trasferimento d'azienda per causa di morte o per atto gratuito.

del TUIR. La plusvalenza è un valore unico anche se il prezzo della cessione è costituito dalla somma dei prezzi dei singoli elementi patrimoniali.

La plusvalenza conseguita dall'imprenditore individuale è tassata in una unica soluzione nell'esercizio fiscale durante il quale si realizza ovvero è ammessa la rateizzazione in non più di cinque quote costanti nel corso di cinque esercizi fiscali compreso quello nel quale essa si è realizzata. Questa seconda opzione è ammessa sempreché i beni dalla cui cessione deriva la plusvalenza siano stati posseduti dal cedente da almeno tre anni ed, ovviamente, solo nel caso in cui il cedente continui ad esercitare l'attività d'impresa come è il caso di cessione di un ramo aziendale.

In alternativa al regime di tassazione ordinario ovvero alla rateizzazione, l'articolo 58, comma 1 del TUIR prevede, sempre in relazione all'imprenditore individuale, la possibilità di assoggettamento della plusvalenza a tassazione separata. L'articolo 17, comma 1, lett. g), Tuir prevede, infatti, che le plusvalenze, conseguite da persone fisiche nell'ambito di imprese commerciali (e quindi da imprenditori individuali) e risultanti da cessione a titolo oneroso, siano tassate separatamente, a condizione che ne sia fatta richiesta nella dichiarazione dei redditi relativa al periodo di imposta al quale sarebbero imputabili quali componenti del reddito di impresa (principio di competenza).

Questa possibilità è ammessa solo nel caso in cui l'azienda ceduta sia stata posseduta dal cedente per più di cinque anni.

Nella tabella che segue sono schematizzate per le cessioni da parte degli imprenditori individuali i diversi regimi di tassazione e le condizioni temporali di possesso richieste da ciascuno di essi.

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

Per quanto concerne le imposte indirette, le cessioni che hanno per oggetto aziende o rami di azienda non sono considerate cessioni di beni ai fini del trattamento IVA. L'esclusione dall'ambito di applicazione dell'imposta sul valore aggiunto comporta l'applicabilità dell'imposta di registro in

misura proporzionale<sup>26</sup> sulla base del principio di alternatività tra IVA e imposta di registro. L'imposta è calcolata applicando le aliquote risultanti dalla tariffa, parte prima, allegata al D.P.R. n.131/1986 al valore dei singoli beni facenti parte del complesso ceduto<sup>27</sup>.

Sono dovute anche le imposte ipotecarie e catastali nel caso tra i beni componenti il patrimonio aziendale ceduto vi siano immobili per i quali si rendano necessarie trascrizioni nei pubblici registri immobiliari. Le aliquote sono fissate nel 2% per l'imposta ipotecaria e nell'1% per l'imposta catastale. Esse si applicano sul valore dei beni che, diversamente per quanto riguarda la determinazione della base imponibile agli effetti della imposta di registro, non è decurtato di eventuali passività che possano riguardare i beni ceduti.

Si segnala, infine, che ai fini Irap la plusvalenza derivante dalla cessione d'azienda non rileva essendo prevista espressamente l'esclusione per i componenti positivi di natura straordinaria derivanti da trasferimenti d'azienda o di rami d'azienda.

---

<sup>26</sup> I contratti di partecipazioni societarie conclusi per atto pubblico e scrittura privata autenticata sono soggetti a registrazione in termine fisso ai sensi dell'art. 11 della Tariffa – Parte I, allegata al D.P.R. n. 131/1986, con pagamento dell'imposta in misura fissa pari a euro 200,00. Il trasferimento di titoli azionari tramite girata, invece, non è soggetto a registrazione, ai sensi dell'art. 8 della Tabella allegata al medesimo D.P.R. n. 131/1986.

<sup>27</sup> L'art. 23 del D.P.R. n.131/1986 dispone che nel caso in cui una disposizione del decreto abbia ad oggetto più beni o diritti per i quali sono previste aliquote diverse, si applica l'aliquota più elevata, salvo che per i singoli beni o diritti siano pattuiti corrispettivi distinti.



## 2.6 La normativa comunitaria

La normativa europea in materia di M&A ha subito una continua evoluzione. Essa nacque come strumento di integrazione economica del nascente mercato comune. L'iniziale intento era quello di limitare gli accordi che potevano costituire una turbativa alla concorrenza delle aziende già presenti sul mercato. Il controllo delle concentrazioni di imprese è stato introdotto per la prima volta nel '89 con il Regolamento comunitario 4064/89. Prima dell'emanazione di questo regolamento si regolava il fenomeno della concentrazione attraverso l'uso di strumenti antitrust, utilizzando come base giuridica gli artt. 81 e 82 TCE che vietavano le intese anti-competitive (art. 81) e l'abuso di posizione dominante (art.82). Tuttavia, l'uso di queste ultime disposizioni era improprio in quanto esse si riferivano a situazioni molto differenti dalle concentrazioni. Infatti, l'art. 81 si riferiva a situazioni nelle quali non vi era una effettiva concentrazione, trattandosi di accordi nei quali le parti rimanevano giuridicamente ed economicamente distinte, mentre l'articolo 82 contemplava situazioni nelle quali le imprese detenevano una posizione dominante, acquisita anche legittimamente, già prima dell'operazione di concentrazione. Inoltre, esse erano inefficaci nella misura in cui consentivano esclusivamente controlli successivi laddove l'esigenza era di evitare preventivamente eventuali distorsioni sul mercato. Il regolamento n. 4064/1989, entrato in vigore nel 1990, ovviò alle anomalie di cui sopra stabilendo il divieto di procedere ad una operazione di concentrazione quando questa realizzava la creazione o il rafforzamento di una posizione dominante sul mercato ed imponendo l'obbligo della notifica preventiva delle concentrazioni alla Commissione Europea. Inoltre, ai fini della individuazione delle concentrazioni da portare alla attenzione della Commissione, fissava precise soglie di fatturato (calcolate sulla base della somma dei fatturati delle imprese coinvolte nella concentrazione) e dettava regole per il rinvio dei casi agli stati membri nel caso la Commissione ritenesse opportuno il loro coinvolgimento. Il regolamento subì una modifica nel 1997 ad opera del reg. 1310/1997<sup>28</sup>. Quest'ultimo introdusse una nuova fattispecie soggetta al controllo (la costituzione di impresa comune), la modifica delle soglie di fatturato, e la modifica delle norme sul rinvio dei casi agli stati membri.

Per poter vietare una determinata concentrazione lesiva della concorrenza, il suddetto quadro normativo imponeva alla Commissione l'onere di dimostrare l'esistenza di una posizione dominante (criterio della dominanza). Questo approccio non sempre ha funzionato. In alcuni casi il criterio della dominanza è risultato inappropriato a stabilire tutti gli effetti di una concentrazione. Tant'è che in seno alla Commissione si sono aperti due fronti: da un lato vi erano coloro che ritenevano opportuno

---

<sup>28</sup> Regolamento n. 1310/1997 del Consiglio del 30 giugno 1997 che modifica il regolamento (CEE) n. 4064/1989 relativo al controllo delle operazioni di concentrazione tra imprese, in GU L 180 del 9 luglio 1997.

sostituire il criterio della dominanza con uno più adatto (ad esempio il modello antitrust statunitense<sup>29</sup>), dall'altro vi erano coloro che ne chiedevano la conferma. Il compromesso raggiunto consentì di mantenere il criterio della dominanza sebbene attutito.

La vigente normativa in materia di controllo della concentrazione tra imprese è contenuta nel Regolamento n. 139/2004 del 20 gennaio 2004. Questa normativa costituisce un passo avanti rispetto alla precedente nel senso che sposta il focus dall'approccio di tipo proibitivo tenuto dalla Commissione negli anni dal 1989 al 2004 all'approccio di tipo protettivo nei confronti del mercato (libera concorrenza) e, conseguentemente, dei consumatori. L'art. 2 del Regolamento vieta “*le concentrazioni che ostacolano in modo significativo la concorrenza effettiva del mercato comune o in una parte sostanziale di esso*”. Questa formulazione comporta il divieto di una concentrazione se questa impedisce *sostanzialmente* la concorrenza effettiva a nulla rilevando la presenza di una posizione dominante sul mercato. In tale prospettiva la posizione dominante non è più al centro del sistema sebbene costituisca il tipico caso di sostanziale impedimento alla effettiva competizione. Questo nuovo approccio ha consentito all'Unione Europea di avvicinarsi maggiormente ai sistemi giuridici di altri paesi, in particolare quello statunitense che sovente è coinvolto nelle concentrazioni che travalicano i confini dell'unione europea.

---

<sup>29</sup> Il criterio utilizzato dal sistema statunitense è il “Substantial lessening of Competition test” (SLC). In base a tale criterio sono vietate quelle operazioni in cui vi è una riduzione sostanziale della concorrenza, a nulla valendo la creazione o il rafforzamento di una posizione dominante.

## CAPITOLO 3

### LE CONDIZIONI AFFINCHÉ LE M&A CREINO VALORE

#### 3.1 Vantaggi e svantaggi delle M&A

Le M&A sono una importante fonte di crescita esterna. Sebbene il numero di transazioni si sia ridotto nel corso dell'ultima crisi economico-finanziaria, oggi c'è l'evidenza che una nuova stagione di M&A sia iniziata. Il 2017 ha visto oltre 50.000 transazioni, valutate a 3,7 trilioni di dollari. Lo slancio si è confermato anche nel 2018. L'enorme volume finanziario delle transazioni non è dato da operazioni relative a grandi realtà, piuttosto da transazioni relative a piccole e medie imprese. Queste ultime rappresentano il 99% di tutte le compagnie europee e la rinnovata crescita delle M&A in Europa è guidata proprio dalle piccole e medie imprese.

Per comprendere le operazioni di fusioni e acquisizioni e le conseguenze che esse hanno nei confronti dei diversi stakeholders, occorre partire dalle motivazioni che spingono il management a intraprendere tali operazioni. Le motivazioni, come accennato nel capitolo precedente, sono ravvisabili, nella maggioranza dei casi, nella volontà di ampliare il business in vista dei vantaggi che ne possono derivare. Infatti, le M&A offrono numerosi vantaggi. Tuttavia, sebbene le fusioni possano offrire un'enorme opportunità per espandere un'attività e creare valore, possono, al tempo stesso, essere estremamente destabilizzanti, se non gestite con oculatezza.

Il tema dei vantaggi e svantaggi delle M&A assume profili diversi in funzione della prospettiva da cui viene affrontato. In effetti i punti di vista da cui può essere analizzato sono tanti quanti sono gli interessi in gioco ovvero gli interessi dei diversi stakeholders coinvolti nell'operazione. Considerato che nelle M&A il numero degli stakeholders è normalmente rilevante, così come lo sono gli interessi da essi perseguiti, in questo paragrafo si affronterà il tema dei vantaggi e svantaggi delle M&A da una prospettiva, per così dire, teorica o, meglio, generale.

Quali strumenti di crescita, le M&A presentano i seguenti vantaggi (per citare i più rilevanti) che peraltro sono speculari alle finalità delle M&A di cui al precedente paragrafo 2.2:

- opportunità di sviluppo dimensionale;
- ampliamento del *know-how* aziendale;

- espansione nel mercato;
- accesso a nuovi canali distributivi;
- acquisizione di nuove competenze/risorse (sovente le operazioni di M&A hanno lo scopo di acquisire risorse intangibili come marchi, brevetti o segreti industriali);
- miglioramento della redditività, che deriva dalla razionalizzazione delle strutture delle imprese coinvolte;
- ingresso in nuovi mercati geografici;
- acquisizione di nuovi importanti clienti;
- godimento di benefici fiscali;
- diversificazione di portafoglio;
- sfruttamento di economie di scala a livello produttivo e distributivo.

I bisogni e le richieste dei mercati assumono oggigiorno dimensioni sempre più grandi in termini quantitativi e qualitativi. Attraverso le operazioni di M&A le aziende sono in grado di fornire ai consumatori una sempre più ampia gamma di prodotti. Attraverso questa diffusione e diversificazione di prodotti, i marchi aziendali acquisiscono forza consentendo alle aziende di ottenere maggiore visibilità, prestigio, e competitività, aspetto, quest'ultimo, che, più degli altri, è vitale per la sopravvivenza dell'azienda stessa.

Proprio in riferimento al vantaggio competitivo, la dottrina<sup>30</sup> ha distinto cinque tipi di competizione: orizzontale, verticale, dirompente, sponsorizzata e collettiva. La prima si verifica quando le imprese competono nello stesso mercato. Questo tipo di concorrenza porta spesso a fusioni di consolidamento, in cui due aziende uniscono produzione e vendite. L'impresa combinata può trarre vantaggio dalle economie di scala, ma può anche beneficiare di un aumento del potere di mercato. La concorrenza verticale si verifica quando due imprese competono a valle o a monte della loro catena produttiva. La fusione in questo contesto può mirare a coordinare meglio la catena di approvvigionamento, riducendo l'elemento di concorrenza derivante dal rapporto con i fornitori. La concorrenza dirompente è un'altra forma di rivalità commerciale in cui l'aumento di una tecnologia o di un modello di business ribalta l'ordine esistente in un settore. Questo tipo di concorrenza è generalmente considerato una buona cosa per i consumatori. La concorrenza sponsorizzata si ha quando le aziende sono supportate dallo Stato attraverso finanziamenti diretti o a mezzo di imprese di proprietà statale o attraverso politiche industriali di sostegno del settore in cui esse operano. In molti paesi questo tipo di concorrenza non è ben visto, se non addirittura proibito. La competizione collettiva è il quinto tipo

---

<sup>30</sup> Benjamin Gomes - Casseres, "How mergers change the way your company competes" – Harvard Business Review - Giugno 2018

di rivalità tra aziende. In questo modello, le imprese cooperano tra loro in gruppi per competere contro altre imprese o altri gruppi. Alleanze di vario tipo, incluse fusioni e acquisizioni, vengono utilizzate per coordinare le attività delle imprese che fanno parte di questi gruppi. I membri di questi gruppi cooperano tra loro e quindi sopprimono la competizione interna, mentre continuano a competere esternamente con gli altri gruppi.

Tuttavia, non sempre le operazioni di M&A danno vita ai vantaggi auspicati. Gli svantaggi più frequenti possono essere ravvisati nelle resistenze organizzative poste in essere dalle risorse umane dell'impresa acquisita o delle imprese fuse, e nella perdita di clienti contrari all'operazione di fusione/acquisizione per ragioni, ad esempio, di conflitti di interesse, danni di immagine, o per scarsa attenzione ricevuta durante il processo di M&A.

Relativamente a questo ultimo punto, ovvero la disaffezione dei clienti per aver ricevuto poca considerazione durante le operazioni di fusione/acquisizione, vale la pena menzionare un'analisi molto interessante condotta da Dan Kiely<sup>31</sup> nel giugno 2018 su *Harvard Business Review*. Nella sua analisi, il manager sostiene che i clienti sono tendenzialmente restii ai cambi. Il cambiamento infatti mette a disagio i clienti, i quali saranno fortemente focalizzati su come la nuova relazione potrà impattarli. Al fine di mantenere intatti i contatti con i propri clienti, soprattutto quelli più influenti, Kiely offre uno spettro di azioni da intraprendere nel corso delle operazioni M&A.

In primo luogo, egli raccomanda di separare le normali operazioni commerciali dal processo di fusione e acquisizione affidando la responsabilità della gestione di quest'ultimo ad un apposito team di professionisti nel campo legale, tecnologico e finanziario. La creazione di un team dedicato alle questioni relative al processo di M&A fa che gli effetti di quest'ultimo non abbiano a ripercuotersi sulle attività quotidiane con i clienti. Il personale dell'azienda potrà fornire assistenza al team, ma ciò solo in via eccezionale e senza pregiudicare i servizi resi ai clienti. In secondo luogo, Kiely suggerisce di comunicare ai clienti in modo coerente ed efficace i vantaggi che la gestione della M&A comporta. In tal modo essi saranno rassicurati e la qualità delle relazioni mantenuta. In terzo luogo, Kiely raccomanda di aumentare l'uso dell'automazione nei processi routinari con i clienti liberando così persone da destinare ai rapporti interpersonali con i clienti. In tal modo, a suo avviso, i clienti si sentiranno più curati e seguiti.

---

<sup>31</sup> Dan Kiely è il fondatore e CEO di VoxproGroup, un grande gruppo multinazionale aziendale di servizi di assistenza clienti multilingue e di supporto tecnico per marchi internazionali.

Un punto molto dibattuto in dottrina è quello relativo ai vantaggi che le M&A portano agli investitori siano essi grandi investitori o piccoli risparmiatori. Le numerose ricerche che sono state condotte su questo tema differiscono a seconda del periodo storico analizzato e della definizione di valore. Tuttavia, la maggior parte degli studi che analizzano il fenomeno su lunghe serie storiche (di solito dal 1985) sembrano convergere su una conclusione: in media le operazioni di M&A non creano valore (anzi spesso lo riducono) per gli azionisti di chi compra (*acquirer*); al contrario aumentano il valore delle azioni della società acquistata (*target*).

Questo non significa che non ci siano società che abbiano creato valore per i propri azionisti nel momento in cui hanno deciso di lanciarsi in questo tipo di operazioni. Solo, non tutte le società sono in grado di gestire al meglio questo processo come vedremo nei prossimi paragrafi.

### 3.2 Condizioni necessarie per ottenere valore dalle M&A

Sebbene la complessità delle operazioni M&A induca a ritenere che non sia possibile tracciare un quadro astratto delle condizioni che determinano il loro successo, essendo queste influenzate dalle specifiche variabili dei casi concreti, nel presente paragrafo si cercherà di individuare quei fattori che, ad avviso della maggioranza degli analisti di settore, possono contribuire alla riuscita delle operazioni M&A. In linea generale si può affermare che il successo (o il fallimento) delle fusioni e acquisizioni dipende dalla chiarezza degli obiettivi, dalla complessità del progetto e dalla solidità della pianificazione e implementazione del progetto. Rispetto ad altre forme di riorganizzazione, quelle conseguenti a fusioni e acquisizioni sono molto difficili da gestire per svariate ragioni. Prima fra tutte, la presenza di due entità che possono essere completamente differenti tra loro.

Ancora, le riorganizzazioni conseguenti a fusioni e acquisizioni, normalmente, durano più a lungo rispetto ad altri tipi di riorganizzazioni (circa 14 mesi, in media), consumano più tempo per la leadership, sono connotate da una maggiore resistenza da parte dei leader e dei dipendenti, e, di solito, comportano un calo produttivo durante tutta la loro durata.

Il fenomeno delle M&A, negli ultimi anni, è stato oggetto di numerose ricerche e studi che hanno dato luogo a quattro scuole di pensiero<sup>32</sup>.

La prima è la scuola economico-finanziaria (*the financial economic school*)<sup>33</sup>. Essa analizza la performance e la “creazione di valore” delle M&A sulla base degli effetti che producono nel mercato azionario. La scuola del management strategico (*the strategic management school*) studia gli effetti che la prossimità, similarità e complementarità delle parti della transazione hanno sui risultati delle M&A<sup>34</sup>. La terza scuola è quella cosiddetta del comportamento organizzativo (*the organization behavior school*). Questa scuola analizza gli effetti delle transazioni sulle organizzazioni, la cultura organizzativa, e gli individui, ovvero l’impatto di alcune variabili, quali ad esempio l’esperienza nelle acquisizioni, sui risultati delle M&A<sup>35</sup>. Infine, la scuola dei processi (*the process school*), derivata dalla scuola del management strategico e dalla scuola del comportamento organizzativo, sostiene che la performance delle M&A è favorita dai processi. Un effettivo ed efficiente processo integrativo, a

---

<sup>32</sup> Florian Bauer e Kurt Matzler, *Antecedents of M&A success: The role of Strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of integration*, Strategic Management Journal 35: 269-291 (2014).

<sup>33</sup> Cartwright S, Cooper GL. 2001, *Managing Mergers, Acquisitions and Strategic Alliances – Integrating People and Cultures*. Butterworth-Heinemann: Oxford, UK

<sup>34</sup> Chatterjee S. 2009, *The Key to successful acquisition programmes*, Long Range Planning 42(2):137-163

<sup>35</sup> Haleblan J, Kim J-Y, Rajagopalan N. 2006. *The influence of acquisition experience and performance on acquisition behavior: evidence from the U.S. commercial banking industry*. Academy of Management Journal 49(2): 357-370

parere degli studiosi di questa scuola di pensiero, è decisivo per la fase di integrazione post-fusione/acquisizione e, quindi, per il successo della M&A<sup>36</sup>. Tutte queste scuole di pensiero non si escludono a vicenda ma per certi aspetti si intrecciano l'una con le altre. La dottrina è, tuttavia, alla ricerca di un approccio teoretico globale sul fenomeno delle M&A (*holistic understanding*)<sup>37</sup>.

La complessità delle operazioni di M&A risiede nella stretta correlazione ed interazione delle diverse componenti delle operazioni stesse, nei diversi gradi di influenza delle singole componenti e nella necessità di assicurare un corretto ed attento bilanciamento di queste componenti. Partendo proprio da quest'ultimo aspetto si può affermare che uno dei presupposti fondamentali per l'avvio di un processo M&A destinato al successo è l'energia del promotore, accompagnata da una forte dose di entusiasmo, coerenza e determinazione uniti ad una spiccata capacità di innovazione e propensione al rischio.

Queste capacità per quanto fondamentali non bastano da sole a garantire un buon risultato. Accanto ad esse devono coesistere ulteriori condizioni di natura soggettiva, ambientale e culturale. Per quanto riguarda le condizioni soggettive giova qui richiamare due aspetti, strettamente collegati tra loro, che hanno un ruolo determinante nello sviluppo dei processi M&A; il primo concerne la "creatività" della leadership aziendale ovvero l'attitudine della leadership a ricercare continuamente nuove formule di sviluppo aziendale; il secondo è la "vocazione" dell'azienda alla crescita acquisita nel corso degli anni, attraverso operazioni di crescita sia interne che esterne.

Continuando in questa direzione, si evidenzia come l'attitudine a dar vita ad operazioni M&A o, meglio, la capacità di capitalizzare l'esperienza nelle acquisizioni e fusioni, sia un fattore positivo verso il conseguimento dei risultati prefissati. Essa infatti gioca un ruolo decisivo quando condizioni di mercato impongono una rapida riconfigurazione dell'assetto aziendale. Chi ha già esperienza in materia di acquisizioni e fusioni, secondo alcuni autori, di norma possiede capacità che consentono di gestire al meglio i rischi associati alle fasi del processo pre e post-acquisizione. In periodi di crisi l'esperienza diventa un grande punto di forza rispetto a coloro che non hanno mai fatto ricorso ad operazioni di M&A. Infatti, nell'attuale situazione del mercato, caratterizzata da elevati rischi per le imprese, le aziende solide riescono ad acquisire imprese in crisi a prezzi molto convenienti facendo leva proprio sulla loro maggiore esperienza acquisita nelle operazioni di M&A.

---

<sup>36</sup> Birkinshaw J, Bresman H, Hakanson L, 2000, *Managing the post-acquisition integration process: How the human integration and task integration processes interact to foster value creation*, Journal of Management Studies 37(3): 395-425.

<sup>37</sup> Larsson R, Finkelstein S, 1999. *Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: a case survey of synergy realization*. Organization Science 10(1): 1-26



La chiave per il buon funzionamento delle M&A è legata alle motivazioni e capacità di coloro che le promuovono. Benjamin Gomes-Casseres, esperto mondiale di strategia in *“Business Combinations”*, nel corso del suo trentennale lavoro, ha osservato che coloro che intraprendono operazioni di M&A, per quanto dotati di numerose informazioni in campo legale, manageriale e finanziario e di buone conoscenze su come gestire le differenti culture che si confrontano in operazioni di M&A, in molti casi non hanno a loro disposizione uno schema definito di “principi guida” che li possano aiutare a trasformare l’operazione di M&A in un valore effettivo per la loro compagnia. Per ovviare a questa deficienza l’esperto ha enunciato un set di regole, conosciute con il nome di *“Three Laws of Business Combinations”*, che consentono ai managers di identificare le decisioni strategiche che occorre prendere per arrivare alla creazione di valore e di come gestirle o modularle con successo. Benjamin Gomes - Casseres, in tal modo, offre una cornice metodologica per aiutare i managers a prendere decisioni lasciando loro la responsabilità di dotare le decisioni di contenuti adeguati alle specifiche situazioni o casi. Si tratta, ad avviso dell’esperto, di tre leggi o condizioni che le *Business Combinations*, incluse le operazioni di M&A, devono rispettare per realizzare la creazione del valore auspicato. Ciascuna regola, poi, genera pratiche implicazioni di cui i managers devono essere consapevoli.

La prima regola viene enunciata da Benjamin Gomes-Casseres come segue: *“La combinazione deve avere il potenziale di creare più valore di quello che le parti possono creare da sole”*. La prima questione che questa regola solleva riguarda l’ammontare dell’extra valore. Per cui se l’ammontare è alto, il rischio di fallimento è basso con l’aggiunta che ci può essere più extra valore da dividere tra le parti. Se l’ammontare dell’extra valore è basso, allora, ogni cosa deve andare per il verso giusto affinché la combinazione dia frutti. La leadership deve essere all’altezza della situazione e non deve avere cedimenti. Inoltre, con ristretti margini di errore, una eventuale asimmetrica distribuzione degli utili potrebbe comportare che una parte riceva una compensazione minore di quella che avrebbe conseguito se avesse mantenuto i suoi assetti separati. In vista di questa possibilità è verosimile ritenere che suddetta parte non voglia impegnarsi nella *business combination*. Una questione ancora più complessa della precedente riguarda il modo di misurazione dell’extra valore. I benefici di una combinazione possono assumere varie forme (per esempio profitti di cassa, costi più bassi, vantaggi di carattere immateriale etc) così come gli apporti o le contribuzioni delle parti (contante, tecnologia, know-how, etc.). In linea di massima si potrebbe pensare che ogni beneficio conseguito e contribuzione fatta costituiscano comunque un vantaggio per gli azionisti. Questa affermazione tuttavia potrebbe non corrispondere al vero nel caso in cui le parti percepissero il vantaggio della combinazione in modo differente gli uni dalle altre. Ad esempio, una parte potrebbe stimare l’utile più alto di quanto è stimato da una altra parte. È vero che queste differenze potrebbero essere risolte

in sede di negoziazione per la distribuzione degli utili, ma comunque esse rendono le iniziali valutazioni dell'extra valore molto ambigue. Di qui la necessità per i managers, impegnati in una operazione di *business combination*, di trovare le risposte più appropriate alle seguenti specifiche domande:

- *perché combinare le risorse comporterebbe un vantaggio aggiuntivo?*
- *quali nuovi vantaggi competitivi sono generati dalla combinazione?*
- *è rilevante il modo di combinare le risorse?*
- *quali leve decisive influenzano la quantità di valore creata dalla combinazione?*

Davanti a queste domande, il manager è chiamato a dare sfogo alla sua capacità speculativa.

La seconda regola viene enunciata da Benjamin Gomes-Casseres come segue: “*La combinazione deve essere concepita e gestita per realizzare il valore condiviso*”. Questa regola attiene alla gestione della combinazione, non alla sua natura economica. Non basta che le parti vadano d'accordo o che le loro culture si intreccino. Questi fattori, per quanto rilevanti, non predicono di per se il successo; essi vanno gestiti con cura. Accade spesso che molte combinazioni naufraghino a causa di cattiva gestione delle differenze culturali o per difetto di progettazione della combinazione, nonostante vi siano buone relazioni interpersonali. Va da se che il valore condiviso non nasce automaticamente quando le contribuzioni si fondono, esso dipende da come la combinazione viene modellata e gestita dopo la conclusione della transazione. Gli elementi decisivi per la creazione del valore condiviso devono essere gestiti effettivamente in maniera coordinata. I managers, anche qui, dovranno esprimere la loro creatività e trovare le risposte più adeguate alle seguenti domande:

- *quali partners e strutture meglio convergono con lo scopo di realizzare il valore condiviso?*
- *come va gestito il rischio e le incertezze inerenti la combinazione?*

La terza regola enuncia che “*Il valore conseguito dalle parti deve motivarle a dare un contributo alla combinazione*”. Spesso può accadere che una parte della combinazione non riceva abbastanza valore, pur in presenza di valore condiviso creato da una ben gestita combinazione. Il valore condiviso deve, pertanto, essere distribuito in un modo che lasci ciascuna parte in una condizione migliore di quella in cui sarebbe stata senza la combinazione. La ricompensa è l'incentivo che spinge ciascuna parte a contribuire con le proprie risorse alla combinazione. Essa deve essere di entità tale da convincere la parte a far confluire i propri assetti e sforzi nella combinazione. Le aspettative delle parti all'inizio della combinazione possono variare con il decorso del tempo in funzione dell'evoluzione delle loro posizioni di potere all'interno della combinazione. La combinazione, perciò, può essere a rischio se

le originarie aspettative vengono disattese e - se richiesto - non rinegoziate. Può tuttavia accadere il contrario allorché ciascuna parte realizza più di quanto fu inizialmente previsto come può succedere nel caso delle acquisizioni finanziate da azioni. Le domande - relative a questa terza regola - alle quali i managers saranno chiamati a dare appropriate risposte sono:

- *come si divide il valore condiviso creato dalla combinazione?*
- *come sarà distribuito questo valore nel tempo?*

Queste tre leggi di Benjamin Gomes-Casseres assumono oggi una forte valenza se si considera che la competizione avviene tra aziende che sono alleate tra loro per via di combinazioni di vario tipo e non tra compagnie “*stand alone*”.

Uno degli aspetti che fino a poco tempo fa era ritenuto preponderante per la buona riuscita delle M&A è l'attenzione alle condizioni e situazioni pre-M&A. C'è oggi, invece, una crescente percezione della importanza della fase post-M&A. Sebbene vi sia la consapevolezza che una prospettiva isolata su una singola fase non ponga in rilievo l'interdipendenza delle fasi del processo di M&A, l'attenzione degli studiosi si è concentrata negli ultimi tempi sul modo in cui viene pianificato e realizzato il processo di integrazione. I risultati delle numerose ricerche volte ad identificare le condizioni necessarie per la creazione del valore nelle operazioni di M&A hanno dimostrato che i processi di creazione di valore sono influenzati in misura ben più determinante dal modo in cui viene gestita la fase dell'integrazione piuttosto che dalle caratteristiche pre-acquisitive delle imprese coinvolte in tali processi. L'integrazione rappresenta un processo interattivo e graduale, nel quale l'elemento determinante si identifica nella capacità di far convivere, collaborare e coordinare due strutture organizzative diverse. Essa costituisce il punto di sintesi che conduce ad unità tutte le valutazioni e scelte che hanno determinato la decisione dell'acquisizione o fusione. L'integrazione, per questa ragione, va attentamente pianificata senza dare per scontato che le sinergie si creeranno automaticamente.

Pregiudiziale al tema della integrazione è quello della scelta dell'azienda da acquisire o integrare. Più in particolare, quello della individuazione delle caratteristiche essenziali che questa deve possedere per realizzare le sinergie necessarie ad assicurare un processo di integrazione correlato alle strutture organizzative delle imprese coinvolte, alle loro motivazioni strategiche e alle loro culture aziendali. La valutazione della società da acquisire deve, quindi, essere eseguita considerando che l'azienda target deve essere culturalmente e gestionalmente compatibile con la società acquirente. La conoscenza delle competenze dell'acquisita rappresenta, quindi, un prerequisito per l'individuazione dell'azienda target. Sottovalutare le diversità è senza dubbio una delle cause di fallimento delle M&A.

L'integrazione, come detto, rappresenta il cuore del processo acquisitivo. Non basta, tuttavia, elaborare un disegno strategico di integrazione per riuscire nell'impresa. Occorre dare centralità ai processi decisionali che delineano le modalità ed i comportamenti da assumere nella fase di gestione della integrazione post acquisizione. Infatti, sarà proprio la bontà di questi ultimi che consentirà di superare i problemi che normalmente si verificano nella fase di implementazione del progetto integrativo. Molte volte è necessario procedere ad uno snellimento delle strutture, con riduzione di personale, allontanamento di alcuni dei dirigenti della vecchia proprietà e messa in efficienza dei vari processi aziendali. Il tutto da realizzarsi in tempi brevi per poi poter procedere all'integrazione della nuova azienda e alla valorizzazione delle competenze tecnico produttive e commerciali esistenti. A volte occorre ricorrere ad esperti per effettuare le ristrutturazioni preordinate alla integrazione.

Non esiste un modello di integrazione unico. Il processo di integrazione può assumere profili e contenuti diversi a seconda delle finalità dell'acquisizione e soprattutto del grado di integrazione che si vuole realizzare.

Tuttavia, alcuni studiosi hanno identificato tre passaggi necessari nell'ambito del processo di integrazione. Un primo passaggio è costituito dall' "*avvio della integrazione*" definito anche come fase di creazione delle premesse. In questo passaggio, che ha inizio immediatamente dopo la conclusione della transazione, si creano le condizioni ambientali migliori per le interazioni che dovranno intercorrere tra i responsabili delle imprese coinvolte nelle operazioni di M&A. È bene tenere presente che l'integrazione non è una semplice confluenza di risorse, strutture e beni. Essa coinvolge svariati stakeholders i quali attraverso i loro comportamenti possono influenzare in modo determinante la direzione della integrazione. Comprensione reciproca, assenza di riserve mentali e spirito di collaborazione sono la chiave di successo di questa fase. Il successivo passaggio è quello della "*gestione dell'integrazione*". L'attività operativa vera e propria della integrazione. Questa fase richiede molto buon senso ma soprattutto capacità tecniche ed esperienza da parte dei protagonisti. È in questa fase che vengono scambiate le capacità strategiche delle aziende. L'ultimo passaggio è quello del "*consolidamento della integrazione*". Si tratta di dar corso ad un *fine-tuning* volto a generare sinergie per il miglioramento del vantaggio competitivo.

Come detto in precedenza, in tema di integrazione diventa fondamentale stabilire il livello della estensione della integrazione che le aziende coinvolte nelle operazioni di M&A intendono perseguire. A al fine, la dottrina offre due approcci: quello della *interdipendenza strategica* e quello dell'*autonomia organizzativa*<sup>38</sup>. La distinzione attiene alla intensità del legame strutturale che si vuole

---

<sup>38</sup> Haspeslagh e Jemison: "La gestione delle acquisizioni, successi ed insuccessi nel rinnovamento delle imprese" - Etas Libri. 1992.

realizzare<sup>39</sup>. L'interdipendenza strategica prevede il trasferimento delle capacità strategiche per la creazione di valore. La sua intensità viene valutata in base all'entità di questi trasferimenti, partendo dal livello operativo a quello dirigenziale. L'interdipendenza è un beneficio per le imprese coinvolte, ma è anche un costo, soprattutto qualora una delle due parti della relazione volesse rapidamente "uscire" dalla stessa e/o intraprendere nuovi percorsi relazionali.

L'autonomia organizzativa fa riferimento alla necessità di preservare l'identità delle due aziende, soprattutto quando le capacità strategiche sono insite nell'azienda acquisita. Essa ha come fine quello di salvaguardare l'identità delle parti coinvolte, più specificamente, di proteggere l'autonomia dell'azienda acquisita, ma anche di garantire la conservazione delle capacità strategiche radicate nell'ambiente culturale dell'impresa acquisita e di rafforzarle in vista della creazione di valore per tutte le parti del processo acquisitivo.

L'incrocio tra i vari livelli di interdipendenza strategica e di autonomia organizzativa viene dagli studiosi schematizzato in quattro tipi di approcci all'integrazione: conservativo, di convivenza o simbiosi, di holding e di assorbimento.

L'approccio conservativo comporta una bassa necessità di interdipendenza strategica ed una alta necessità di autonomia organizzativa. La necessità di autonomia organizzativa è tanto più rilevante quanto più le capacità da mettere a sistema sono espressione della cultura aziendale dell'acquisita. Qualora il processo di integrazione non provvedesse adeguatamente a tutelare tale autonomia, l'impresa entrata nella nuova sfera di influenza, correrebbe il rischio di perdere la sua unicità, conseguenza che implicherebbe la distruzione del valore potenzialmente assorbibile dal sistema.

L'approccio di convivenza o di simbiosi comporta una alta necessità di interdipendenza strategica ed una alta necessità di autonomia organizzativa. Questa combinazione tende a massimizzare i benefici inerenti le culture dell'una e dell'altra parte dell'operazione di M&A.

L'approccio di holding comporta una bassa necessità di interdipendenza strategica ed una bassa necessità di autonomia organizzativa. Esso riconosce l'esistenza di una forte capacità di controllo di una delle due parti.

Infine, l'approccio di assorbimento comporta una alta necessità di interdipendenza strategica ed una bassa necessità di autonomia organizzativa. L'assorbimento prevede che i confini aziendali e l'autonomia dell'acquisita vadano confondendosi con la volontà e con le linee di sviluppo

---

<sup>39</sup> Mentre nelle acquisizioni è possibile mantenere autonomia organizzativa all'impresa acquisita, al fine, ad esempio, di preservare il vantaggio competitivo da essa posseduto, nelle fusioni il processo di integrazione diventa molto laborioso in quanto imprese con proprie specificità e culture devono tendere alla creazione di una nuova identità aziendale.

dell'integrante, divenendo sempre più imponenti i legami strutturanti. Da questo punto di vista, tutte le politiche integrative verticali vengono stabilite a livello centrale.

Questi quattro approcci possono essere schematizzati come segue:

***Interdipendenza strategica***

		<i>bassa</i>	<i>alta</i>
<b><i>Autonomia organizzativa</i></b>	<i>alta</i>	Conservazione	Simbiosi
	<i>bassa</i>	Holding	Assorbimento

La scelta dell'uno o dell'altro tipo di approccio riflettono, in definitiva, l'assetto che si intende dare a quelle capacità che sono state oggetto dell'acquisizione o fusione.

Ovviamente gli approcci descritti presentano varie sfumature o combinazioni corrispondenti alla intensità e estensione della integrazione che si intende perseguire. Va da sé che è nella scelta dell'una o dell'altra modulazione che si esprime al meglio la capacità strategica del management aziendale.

In tema di integrazione gioca un ruolo fondamentale anche la velocità della integrazione. Essa indica il periodo di tempo che va tra la chiusura della transazione ed il raggiungimento del desiderato grado di integrazione. La velocità di integrazione comporta uno sfruttamento più rapido delle sinergie e degli utili sugli investimenti, riduce le incertezze che serpeggiano tra il personale, sfrutta lo slancio di entusiasmo della fase immediatamente successiva alla conclusione della transazione, riduce le incertezze dei clienti e, di conseguenza, aumenta la prestazione di mercato, impedisce ai competitori di trarre profitto dalla fase di cambio organizzativo interno. Partendo dalla constatazione che un alto grado di integrazione significa un maggior numero di cambi a differenti livelli organizzativi (socioculturali, produzione, marketing, integrazione di sistemi), alcuni studiosi, si sono chiesti se l'integrazione può essere raggiunta allo stesso tempo in tutti i livelli organizzativi. I casi osservati hanno dimostrato che l'armonizzazione dei sistemi automatizzati può essere realizzata in tempi relativamente brevi, ma una completa integrazione socioculturale richiede tempi più lunghi. Infatti, un alto grado di integrazione causa enormi cambi nella organizzazione, che conducono alla necessità di più ampi sforzi di coordinamento ed interazione. I dipendenti hanno bisogno di più tempo per studiare e capire l'altra organizzazione. Da qui l'assioma che maggiore è l'intensità ed estensione della integrazione, minore è la velocità di integrazione.

Considerato che una analisi delle M&A fondata sulla valutazione delle sole situazioni pre-acquisizioni oppure sulla valutazione delle sole situazioni post-acquisizioni (per esempio il processo di integrazione) può essere riduttiva e fuorviante, alcuni studiosi hanno sviluppato un modello di ricerca, più integrativo e globale, che collega i punti centrali delle diverse scuole di pensiero e genera una più profonda comprensione delle interdipendenze delle fasi delle M&A e dei loro effetti sui risultati delle M&A stesse. In particolare, F. Bauer and K. Matzer<sup>40</sup> hanno applicato questo modello alle M&A delle piccole e medie imprese prendendo a riferimento i punti centrali di tre scuole di pensiero (*the strategic management school, the organization behavior school e the process school*). Il modello ha testato come l'interdipendenza tra le condizioni pre-M&A (affinità strategica e culturale delle parti) e le condizioni post-M&A (grado e velocità della integrazione) influenzi il successo delle M&A. Gli autori pur constatando che produttività e potere di mercato sono strettamente collegati ad un alto grado di affinità strategica, hanno tuttavia concluso che il successo delle M&A più che dipendere dall'affinità strategica dipende dalla *complementarità* strategica delle parti, concetto, questo ultimo, che implica la presenza, accanto alle affinità, di differenze tra le parti che, seppur peculiari di ognuna di esse, si collegano e rapportano le une con le altre dando vita ad un quadro relazionale più complesso. La complementarità offre alle aziende una più ampia matrice di opportunità per sviluppare competenze che altrimenti non sarebbero capaci di generare da sole. In altri termini la complementarità, ad avviso degli autori, grazie a queste differenze consente alle aziende di ottenere sinergie di efficienza e, di conseguenza, la creazione di valore. Continuando in questa direzione, gli autori si soffermano ad analizzare l'interdipendenza tra la complementarità e le affinità culturali delle parti dell'acquisizione/fusione. In questa analisi la dimensione culturale viene definita come credenze, valori e principi condivisi dai membri di una organizzazione. L'osservazione di casi concreti porta gli autori a concludere che il successo delle M&A più che dipendere dalla similarità o affinità culturale dipende, nella maggioranza dei casi, dall' *adattamento culturale* che, dal punto di vista della complementarità delle parti, comprende non solo le similarità o affinità ma anche le differenze culturali che collegandosi e rapportandosi le une con le altre danno vita ad una dimensione culturale più articolata. Inoltre, un più spinto adattamento culturale, ad avviso degli autori, porta a una minore resistenza nella fase post-acquisizione e con essa una maggiore velocità di integrazione. Ancora, l'adattamento culturale generando sinergie basate su efficienza e miglioramento in vari ambiti (ad esempio stili di leadership, processi amministrativi, pratiche organizzative etc.) consentirebbe, altresì, un più ampio grado di integrazione. Da qui l'assioma che maggiore è l'adattamento culturale, maggiore è l'estensione della integrazione.

---

<sup>40</sup> Florian Bauer e Kurt Matzler, Antecedents of M&A success: The role of Strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of integration, *Strategic Management Journal* 35: 269-291 (2014).

Un particolare accenno va fatto alla fase post-integrazione. Questa fase, è particolarmente delicata, in quanto da essa dipende in larga misura la realizzazione degli obiettivi e sinergie desiderati. L'integrazione, che comporta il coordinamento e la fusione delle attività e dei processi delle aziende coinvolte e facilita la condivisione delle risorse e delle competenze possedute, non costituisce un atto monolitico esente da aggressioni. Vi possono essere elementi dell'integrazione che tendono a sbiadirsi o piccole fessure o lievi screpolature che possono presentarsi nel tempo. Da qui la necessità di un'interazione continua tra gli attori del processo integrativo e loro mutua convergenza verso la costruzione di una condivisa e comune cultura del business. Il successo ancora una volta, risiede nella abilità di un team qualificato di pianificare con professionalità non solo la fase di integrazione ma, anche quella di gestione post-integrativa.

Collegato al tema della fase post-integrazione è quello degli effetti riflessi o alone che le M&A possono avere sulle aziende coinvolte nel processo di M&A. Si tratta, in particolare, dell'effetto, cosiddetto, "*rivitalizzante*" delle M&A. Le M&A, come estensivamente illustrato in precedenza, sono il frutto di scelte strategiche volte, nella maggioranza dei casi, ad ampliare il business in vista dei vantaggi che ne possono derivare, quali ad esempio, la diversificazione del portafoglio, l'espansione nel mercato, lo sfruttamento di economie di scala a livello produttivo e distributivo, etc. Alcune analisi condotte da ricercatori nel campo delle M&A<sup>41</sup>, hanno dimostrato che le acquisizioni, sebbene intraprese con l'intento di stimolare lo sviluppo dimensionale, comportano un rinnovato dinamismo del business e conseguente vigoria delle prestazioni di quelle compagnie che ad un certo punto della loro storia o vita sono diventate rigide ed inerti nel loro modo di pensare e, di conseguenza, di operare. Fenomeno quest'ultimo che viene denominato in dottrina con il termine di "*trappola di successo*" (*success trap*). L'ingresso di nuove acquisizioni aziendali spesso stimola in capo alle compagnie acquirenti la necessità di sviluppare nuove prospettive e differenti modi di pensare e operare e ciò proprio in un momento in cui è necessario il cambiamento di atteggiamento per l'esistenza stessa della compagnia acquirente. In definitiva, anche se le compagnie non perseguono le M&A per questo scopo, la volontà di comprare un business e di decidere come integrarlo nella loro struttura organizzativa costituisce un'opportunità per le aziende acquirenti di rinnovare sé stesse (una nuova primavera) prima che il loro prodotto diventi obsoleto. Si sa che sono proprio le compagnie di successo che incorrono in *success traps*. Non si sa molto sui passi che sovente prendono per uscirne fuori o per non cadervi in primo luogo. È tuttavia ragionevole ritenere che i managers delle compagnie di successo siano proprio quelli che più di ogni altri siano consapevoli dell'effetto alone delle M&A sopra descritto. Ad ogni modo quanto sopra ci consente di formulare il seguente postulato: piccole

---

<sup>41</sup> Freek Vermeulen, "How acquisitions can revitalize companies", MIT Sloan Management Review, Vol 46 N. 4 (Summer 2005)



acquisizioni su base ricorrente, ad esempio su base annua, possono aiutare i managers a rivitalizzare le loro organizzazioni continuamente prima che la rigidità e il compiacimento prendano piede.

Quanto fin qui sostenuto è valido anche per le aziende acquisite. Nella fase di integrazione propria dell'acquisizione può accadere che la compagnia acquisita, al fine proprio di agevolare la sua integrazione nell'azienda acquirente, sviluppi nuovi sistemi e processi ai quali le singole compagnie non avevano mai pensato prima che l'acquisizione avesse luogo.

Proprio in tema di rivitalizzazione delle compagnie interessate ai processi di M&A, la dottrina ha elaborato alcuni principi guida. Essi possono essere sintetizzati nei seguenti cinque punti:

1. Scegliere le acquisizioni dalle quali si può imparare;
2. Collegare la dimensione della acquisizione ai fabbisogni dell'organizzazione;
3. Integrare le acquisite senza distruggerle;
4. Contenere le frizioni;
5. Bilanciare le acquisizioni con la crescita organica o per linee interne.

Il primo principio stabilisce che le organizzazioni possono imparare l'una dall'altra se hanno delle differenze relativamente a qualche aspetto importante. Infatti, se le parti sono eccessivamente simili, ad esempio hanno molte caratteristiche in comune e sono gestite in modo molto simile, esse hanno molto poco da imparare dall'acquisizione. Per contro, se il gap è molto ampio, la parte acquirente corre il rischio di non cogliere e relazionarsi in modo adeguato con i processi e sistemi della parte acquisita, mentre quest'ultima vede i suoi processi e sistemi mischiarsi in modo indiscriminato con quelli della parte acquirente.

Il secondo principio collega l'ampiezza della acquisizione alle condizioni in cui le aziende si trovano. Se esse sono in una fase di stanca ed incapaci di venirne fuori, una acquisizione complessa ed articolata può fornire una buona occasione. Un piccolo deal non avrebbe l'effetto di scuotere le cose. Dall'altra parte, se esse stessero godendo di una crescita interna sana, una acquisizione molto complessa potrebbe avere un effetto dirompente e pregiudicare il buon andamento della crescita interna. In questo caso un deal più contenuto sarebbe più adatto a preservare la vitalità.

Il terzo principio prende le mosse dalla constatazione che spesso l'integrazione delle società genera frustrazioni e frizioni e che i managers, al fine di evitare questi problemi, decidono o di lasciare la compagnia acquisita da sola o di assimilarla *tout court* nella acquirente. In altre parole, applicherebbero una sorta di "prendere o lasciare" diktat. Il principio in parola impone ai protagonisti della transazione di realizzare, invece, una amalgama che consenta di identificare le migliori pratiche (*best practices*) delle due parti e di concordare i processi di *follow up* per assicurare che le suddette

*best practices* siano effettivamente implementate. Ciò, ad esempio, può essere perseguito attribuendo al personale della compagnia acquisita compiti e responsabilità afferenti all'intera compagine aziendale (acquirente ed acquisita) ovvero assegnando ai managers della compagnia acquisita funzioni nella compagnia acquirente volte a diffondere i valori e le pratiche della acquisizione. Il processo di amalgama può iniziare sia nella fase iniziale della acquisizione che nella fase di integrazione vera e propria. L'importante è che esso generi una nuova miscela che sia differente da quelle delle precedenti compagnie.

Il quarto principio invita a guardare i problemi che possono sorgere in sede di integrazione più che come problemi come opportunità per rivedere vecchi metodi o riesaminare obsolete procedure. I problemi se in un primo momento possono esser visti come scogli insormontabili, alla fine diventano stimoli per gli individui e sfide per le unità organizzative. Questo approccio necessita di tempi lunghi. I suoi benefici si rivelano dopo che sia trascorso del tempo.

Il quinto principio afferma che la modalità di crescita per linee esterne e quella per linee interne non vanno viste come se si escludessero a vicenda ma come modalità complementari. Le osservazioni dei casi concreti hanno dimostrato che le aziende che sono riuscite a sostenere la crescita nel modo migliore sono quelle che non hanno eletto una strada ad esclusione dell'altra ma si sono avvalse sia dell'una che dell'altra strada.

La suesposta disamina delle condizioni necessarie per ottenere valore dalle M&A, nel dimostrare che la gestione dei cambi organizzativi necessari a conseguire un successo aziendale non è un esercizio di poco conto, ci porta a formulare i seguenti principi o orientamenti ai quali i managers impegnati in processi di M&A dovrebbero ispirarsi:

- Focalizzare l'attenzione sui problemi relativi alla fase preacquisizione e su quelli relativi alla fase post-acquisizione considerando l'interdipendenza che esiste tra le due fasi;
- Gestire la velocità dell'integrazione non in modo intuitivo, ma nella consapevolezza che la velocità di integrazione ha effetti positivi (più veloce realizzazione delle sinergie e ritorni sugli investimenti, riduzione dei tempi di assorbimento delle incertezze da parte del personale, sfruttamento dello slancio di entusiasmo della fase immediatamente successiva alla conclusione della transazione, riduzione delle incertezze dei clienti etc.) e negativi (rischio di conflitti tra i partners, indebolimento della fiducia reciproca, alterazione dei processi esistenti in entrambe le aziende, etc.) e che quindi va dosata opportunamente in tutte quelle situazioni in cui può pregiudicare la buona riuscita della integrazione;

- Gestire l'integrazione culturale in modo accurato anche in presenza di forte adattabilità culturale che, come detto, richiede una minore domanda di formale integrazione;
- Gestire il processo di M&A nella consapevolezza che il successo dell'operazione è funzione dell'interazione tra complementarità, adattabilità culturale e integrazione;
- Fissare obiettivi misurabili;
- Dare spazio nel processo decisionale agli input provenienti dal personale;
- Costruire una dettagliata *roadmap* dei cambi da effettuare, inclusiva di specifiche milestones;
- Sostituire buona parte dei vecchi dirigenti con personale proveniente da culture organizzative diverse;
- Ridurre il numero di comunicazioni via e-mail ed aumentare le discussioni faccia a faccia tra leaders e personale.

### 3.3 L'integrazione culturale nei processi di M&A

Nell'ambito dei processi di integrazione assume un rilievo preponderante la gestione strategica dell'integrazione culturale. Quest'ultima si fonda sulla conoscenza e comprensione reciproca della cultura organizzativa delle aziende coinvolte nel processo di M&A. L'osservazione di molti casi di insuccesso di operazioni di M&A ha dimostrato che la causa di fallimento più ricorrente è stata la scarsa attenzione del management nei confronti della cultura organizzativa delle aziende coinvolte nelle M&A. La cultura organizzativa attiene ai valori, alle ideologie, ai linguaggi ed ai rituali delle aziende<sup>42</sup>. Essa è, per alcuni autori, l'elemento fondante del management strategico che consente di integrare gli strumenti gestionali e i sistemi amministrativi con i valori soft dell'organizzazione<sup>43</sup>. Essa è il collante dell'identità aziendale che assicura la coesione all'interno della azienda. La cultura organizzativa condiziona e caratterizza la concezione di management dell'azienda, ed è a sua volta influenzata dai sistemi amministrativi adottati e dai comportamenti dei singoli o dei gruppi che operano da tempo nell'impresa<sup>44</sup>. Armonizzare questi aspetti culturali è un *must* se si vuole evitare insuccessi. Di qui la necessità di pianificare con accortezza le misure necessarie per promuovere processi di unificazione culturale.

Relativamente alle differenze culturali, il punto cruciale nel processo di integrazione non consiste tanto nell'eliminare tali differenze, ma nel comprendere quali valori debbono essere preservati e mantenuti nel tempo come punti di forza per il futuro. Di qui la necessità di capitalizzare sui punti di forza delle aziende e di contenere o, meglio, eliminare i punti di debolezza con misure mirate. A tal fine gioca un ruolo decisivo l'esperienza nelle operazioni di M&A. Possibili aspetti dissonanti nella fase di integrazione vengono affrontati grazie a procedure collaudate in precedenza. Queste, tuttavia, non bastano se non sono accompagnate da atteggiamenti flessibili ed approcci innovativi da parte degli attori del processo di M&A. A volte accade che problemi posti dall'integrazione non sono prevedibili, dunque il processo di integrazione, pur tenendo presente gli obiettivi da perseguire, deve essere flessibile nelle azioni da intraprendere.

Nella integrazione culturale, il lato umano fa la parte del leone. Numerose ricerche condotte sul tema dei rapporti interpersonali che si instaurano durante i processi M&A hanno dimostrato che spesso

---

<sup>42</sup> Quaranta, 1995

<sup>43</sup> Hax, Majluf, 1991

<sup>44</sup> Goffee, Jones, 1997

questi rapporti sono conflittuali e basati su una linea di pensiero di tipo “noi contro loro”. Jennifer J. Fondrevay, una esperta nel campo del “*change management*” ha studiato a fondo questo aspetto<sup>45</sup> ed è addivenuta alla conclusione che l’atteggiamento conflittuale degli individui, se non opportunamente risolto, può minare il successo delle transazioni sin dall’inizio. L’esperta sostiene che un ingrediente chiave per il successo aziendale è la fiducia e che questa, nel caso delle M&A, tende a dissolversi per via del segreto che normalmente accompagna l’instaurazione di queste operazioni. La forza lavoro, ad avviso dell’esperta, non appena viene annunciato l’accordo comincia a sentirsi estranea dando vita ad atteggiamenti che possono essere etichettati come segue:

- la nostra compagnia “contro” la loro;
- dirigenti “contro” impiegati in prima linea;
- chi rimane “contro” chi va via.

Secondo Jennifer J. Fondrevay, quando viene annunciata una fusione o acquisizione, le persone si chiedono istintivamente chi sono "loro" (ovvero la società dall'altra parte). Indipendentemente dal fatto che la società sia nota o meno, c'è una reazione istintiva a considerarli "estranei". Possono emergere differenze culturali, in particolare se le società hanno operato in diversi settori di mercato. Ciò che ha senso sulla carta, ovvero un'azienda di linea di prodotti di fascia alta che si fonde con un'azienda di linea di prodotti di fascia bassa, può trasformarsi in una dinamica del tipo “noi contro di loro”, poiché i diversi approcci e culture delle società inevitabilmente entrano in conflitto. Esistono tuttavia esempi di acquisizioni di successo in cui il conflitto tra “la nostra società rispetto alla loro” è ridotto al minimo in virtù di un approccio di tipo “coesivo” da parte dell'azienda acquirente (ad esempio quando si dà vita ad un gruppo dirigente costituito dai migliori elementi di entrambe le culture aziendali). La Fondrevay, relativamente alla contrapposizione “dirigenti contro impiegati in prima linea”, sostiene che allorquando i leader senior iniziano a guidare il processo di integrazione, essi possono essere avvertiti come egocentrici o approfittatori dai dipendenti di livello intermedio e di livello inferiore. Può addirittura emergere la percezione che il senior management stia facendo soldi con il duro lavoro dei dipendenti di livello medio. Per ottenere la fiducia della forza lavoro e dissipare qualunque sospetto o ambiguità è necessario, ad avviso dell’esperta, che la leadership dimostri il proprio impegno con i fatti e non a parole. Infine, rispetto alla dialettica relativa a “chi rimane contro chi va via”, la Fondrevay fa notare che in genere nelle fusioni e acquisizioni le aziende perseguono in modo aggressivo la riduzione dei costi ed il raggiungimento di efficienze normalmente a mezzo di riduzione di personale. La riduzione dei posti di lavoro porta con sé le decisioni su chi

---

<sup>45</sup> Jennifer J. Fondrevay - *After a Merger, Don't Let "Us vs. Them" Thinking Ruin the Company* - May 21, 2018  
Harvard Business Review

resta e chi va via. Queste decisioni peraltro sono spesso notificate agli interessati senza che questi ultimi ne abbiano avuto sentore. Accade sovente che il processo di M&A sia accompagnato da dichiarazioni del tipo “nulla cambierà” così che quando tutto cambia svanisce la fiducia nella organizzazione anche da parte dei dipendenti più motivati.

In conclusione, la Fondrevay sostiene che la conflittualità di cui sopra può essere ridotta se vengono intraprese azioni di armonizzazione quali ad esempio: un'integrazione ben pianificata e focalizzata sulla costruzione di una cultura coesiva; l'impegno per una transizione fattuale; l'utilizzazione di una comunicazione coerente; e, infine, la predisposizione di una struttura organizzativa definita da ciò che è meglio per tutti. Tutto ciò ad avviso di Fondrevay, consentirà alla nuova organizzazione di posizionarsi per il successo.

Uno dei punti fondamentali per assicurare un'ottimale integrazione è costituito da una sapiente gestione della “comunicazione” sia interna che esterna. La comunicazione svolge un ruolo determinante nel processo di amalgama delle differenze culturali. Essa deve essere in grado di sollecitare, influenzare ed indirizzare i comportamenti delle risorse umane nella consapevolezza che una cattiva gestione delle diversità culturali può costituire un forte ostacolo alla integrazione. Una manovra ben spiegata e condivisa a tutti i livelli aziendali, soprattutto le maestranze, è un prerequisito per il buon andamento della integrazione. La comunicazione deve convogliare con sagacia i valori sui quali si costruirà la cultura aziendale del futuro. Essa, inoltre, costituisce il collante che consente ai vari stakeholders di vivere con partecipazione il momento “creativo” che le aziende coinvolte nelle operazioni di M&A stanno vivendo.

La comunicazione svolge il suo ruolo importante sin dalle fasi iniziali del processo di acquisizione. La comunicazione dello scopo dell'acquisizione o fusione è preordinata a porre immediatamente l'attenzione sugli obiettivi che si intendono realizzare attraverso il processo di M&A. In tal modo tutte le componenti dell'assetto aziendale, soprattutto le risorse umane, vengono orientate alla “visione condivisa”. Altrettanto importanti sono i programmi di comunicazione post acquisizione. Essi devono tendere a mantenere coeso l'assetto aziendale anche per ciò che riguarda la gestione delle risorse umane. In definitiva, la condivisione degli obiettivi della M&A nella quotidianità e la volontà di migliorarsi e migliorare la gestione aziendale porta alla creazione del valore. Il valore aggiunto che si crea non si limita né si esaurisce ai singoli dati di bilancio, ma è destinato a riprodursi anche in futuro.

### 3.4 Le ragioni dell'insuccesso delle M&A

Le aziende spendono oltre 2 trilioni di dollari in acquisizioni ogni anno. Tuttavia, il tasso di successo delle M&A è molto basso. Gli analisti riportano che in media il 70-90% delle M&A fallisce nella creazione di valore<sup>46</sup>.

Una delle domande alle quali si cercherà di rispondere in questo paragrafo è perché molte delle operazioni di M&A falliscono senza portare i benefici auspicati. Tra le cause più ricorrenti vi è il ritardo nello svolgimento delle operazioni. I tempi di implementazione in molti casi non collimano con la «*road map*» prefissata. Essi si allungano, ad esempio, quando c'è da mettere a fattor comune processi e funzioni di staff di aziende geograficamente e culturalmente lontane anche se appartenenti allo stesso comparto produttivo.

Il mancato superamento delle differenze organizzative è un'altra causa di insuccesso. Ciò che si verifica maggiormente, secondo Galli Zugaro, è la sovrapposizione tra i colletti bianchi. Essi finiscono per rivaleggiare tra loro tentando di ostacolare le decisioni di chi occupa lo stesso ruolo nell'azienda «gemella». Il loro fine è quello di preservare la loro posizione di rendita nell'ambito della propria azienda.

La scarsa attenzione ai temi legati alle persone può, a sua volta, diventare causa di fallimento. Ciò può accadere quando i piani industriali, successivi alla fusione/acquisizione societaria, sono sviluppati in collaborazione con società di consulenza strategica ed imposti, con un approccio top-down, ai livelli intermedi, e, a cascata, alla base. Collegato a questa deficienza è il tema della carenza delle figure di raccordo o intermedie necessarie a gestire la transizione senza troppi patemi.

Difetti nella comunicazione possono compromettere il processo di M&A. Ciò avviene quando la strategia acquisitiva non è stata sufficientemente spiegata.

Una delle cause più frequenti dell'insuccesso delle M&A è da ricercare nelle scarse capacità di chi orchestra l'intero processo. Galli Zugaro fa rilevare che “management poco internazionali, spesso retaggio di un capitalismo familiare poco avvezzo ad andare all'estero, si mettono al timone di nuove

---

<sup>46</sup> Christensen CM, Alton R, Rising C, Waldeck A, 2011. The Big idea: the new M&A playbook. Harvard Business Review 89: 48-57

società senza avere la necessaria caratura per gestire una struttura che può diventare elefantia e iper-pletorica”.

Infine, motivazioni di carattere finanziario possono determinare il fallimento delle M&A. Questo avviene quando il prezzo pagato per la transazione è stato molto alto. Uno degli errori più frequenti che si commette è, infatti, quello di fissare obiettivi eccessivamente ambiziosi in termini di sinergie di costi e ricavi per giustificare il prezzo pagato. Successivamente, i dirigenti dell'azienda acquirente, per non smentire le previsioni della vigilia del *deal* e per tenere fede a obiettivi che si dimostrano difficili (se non impossibili) da realizzare, si spingono a decisioni che possono destabilizzare la salute di lungo termine dell'azienda, come, ad esempio, un taglio netto del budget per le attività di R&S (ricerca e sviluppo) o di marketing e vendita. Questo è quello che accade quando le M&A sono state sollecitate da managers ambiziosi che hanno anteposto il proprio interesse personale a quello dell'organizzazione.

Una delle tesi più accreditate con riferimento alle cause di successo e insuccesso delle M&A è quella sostenuta da Clayton M. Christensen, Richard Alton, Curtis Rising, and Andrew Waldeck<sup>47</sup>. Questi ricercatori sostengono che la maggioranza dei casi di insuccesso delle M&A sta nel fatto che le acquisizioni effettuate non coincidono con le aspettative di coloro che le hanno volute. Ciò dipende da una mancata corrispondenza dell'azienda prescelta allo scopo strategico dell'acquirente che, spesse volte, non è chiaro, non avendo la leadership saputo distinguere tra le acquisizioni volte a migliorare le operazioni correnti e quelle volte a trasformare completamente il modello di business dell'azienda. In particolare, i ricercatori affermano che vi sono due ragioni fondamentali per acquisire una compagnia. La prima ragione, che è la più comune, è quella di rafforzare la performance della azienda e di ridurre i costi. Un'acquisizione che offre tali vantaggi non modifica quasi mai la traiettoria dell'azienda. Per questo tipo di acquisizioni i managers sono spesso irrealistici sulle aspettative di ritorno economico, finiscono col pagare troppo e non sanno come integrare l'azienda acquisita. La seconda ragione, meno ricorrente, è quella di reinventare completamente il modello di business dell'azienda acquirente. In questo caso accade spesso che la leadership non sappia cosa fare per raggiungere tale obiettivo, quanto pagare per la sua realizzazione e come o se integrare l'azienda acquisita. In definitiva, vuoi in un caso vuoi nell'altro, troppo spesso gli *acquirers* pagano il prezzo sbagliato e integrano gli *acquired* nel modo sbagliato.

Un ultimo punto che vale la pena di affrontare riguarda gli effetti delle M&A sulla performance delle *compagnie high-tech*. A tal fine, molti studiosi distinguono tra le M&A a contenuto non-tecnologico

---

<sup>47</sup> Christensen CM, Alton R, Rising C, Waldeck A, 2011. The Big idea: the new M&A playbook. Harvard Business Review 89: 48-57



e le M&A a contenuto tecnologico. Le prime non avrebbero alcun vantaggio per le compagnie high tech acquirenti anzi avrebbero l'effetto di influenzare negativamente la loro performance. Le M&A, infatti, avrebbero l'effetto di impattare drasticamente le attività routinarie di dette compagnie le quali si vedrebbero costrette a dedicare tempo e risorse alla risoluzione di questi problemi a tutto scapito dei progetti *core* di innovazione tecnologica a lungo termine.

Per le M&A a contenuto tecnologico il discorso non è dissimile. La causa di insuccesso di questo tipo di M&A è stata ravvisata da molti studiosi<sup>48</sup> nel grado di affinità che intercorre tra le conoscenze di base (*knowledge base*) della parte acquirente e della parte acquisita. Se esse sono troppo dissimili o troppo simili, esiste la possibilità che dopo un periodo di positiva performance innovativa della parte acquirente (normalmente un paio di anni), quest'ultima veda la propria performance innovativa ridursi. Infatti, nel caso di conoscenze di base molto dissimili, il management della compagnia acquirente o integrante è costretto a devolvere un largo ammontare di risorse all'integrazione delle conoscenze di base delle due aziende, sottraendole, così, ai processi di innovazione tecnologica a lungo termine. Lo stesso vale anche per l'azienda acquisita che, per effetto di quanto sopra, si vede privare degli effetti positivi della performance innovativa della azienda acquirente. Nel caso di conoscenze di base molto simili, accade che la compagnia acquirente debba sopportare i costi del trasferimento delle conoscenze di base esterne senza, tuttavia, beneficiare di alcun arricchimento delle sue esistenti conoscenze di base.

Dalle considerazioni sopra esposte discende che le M&A a contenuto tecnologico danno luogo ad effetti positivi quando il grado di differenziazione in conoscenza tra le due parti è moderato. In questo caso la compagnia acquirente arricchirà le sue conoscenze di base creando le opportunità per una migliorata performance innovativa. Di qui il suggerimento a che le *compagnie high-tech* puntino nelle loro operazioni di M&A a contenuto tecnologico a partners dotati di conoscenze base che non siano troppo affini né, tanto meno, troppo dissimili alle loro.

Un'ultima osservazione che vale la pena di fare relativamente alle M&A a contenuto tecnologico riguarda il valore della conoscenza nel tempo. Molte ricerche suggeriscono che la conoscenza si deprezza e perde il suo valore nel tempo. La conoscenza di un dato periodo perde il suo valore nel periodo susseguente. Il tasso di deprezzamento del valore della conoscenza varia tra i differenti tipi di industrie. Esso è molto alto specialmente nelle industrie tecnologicamente intensive (aerospazio e difesa, computers e automatizzazione, farmaceutica, elettronica e comunicazioni) le quali, più delle altre, sono esposte a turbolenze legate ad alti livelli di incertezza nei periodi di transizione

---

<sup>48</sup> Myriam Cloudt, John Hagedoorn, Hans Van Kranenburg, *Research Policy* 35 (2006) Elsevier B.V.

tecnologica. Infatti, le industrie che operano in settori di media tecnologia hanno da affrontare meno turbolenze ambientali e, di conseguenza, presentano un tasso di deprezzamento della conoscenza meno alto di quelle che operano nei settori di alta tecnologia. Infatti, per queste ultime è stato notato che le M&A a contenuto tecnologico normalmente esauriscono i loro effetti dopo un breve periodo dalla conclusione della M&A.

### 3.5 Come misurare il successo delle M&A

Nella dottrina il modo di misurare il successo delle M&A è molto dibattuto. Gli approcci offerti dagli studiosi sono diversi. Essi spaziano da misure basate su indicatori di performance collegati al mercato azionario a misure basate su risultati contabili. Accanto a questi approcci, di carattere oggettivo, ve ne sono altri di carattere soggettivo. Tra questi ultimi vale citare quello che collega la performance delle M&A alla performance della leadership. Quest'ultimo approccio, di tipo cosiddetto manageriale, misura la performance delle M&A da una prospettiva tipicamente manageriale. I managers come più volte sostenuto in questo lavoro, giocano un ruolo chiave nella buona riuscita delle operazioni M&A. I managers soprattutto dell'azienda acquirente sovente hanno una buona conoscenza dei termini della transazione, delle problematiche della fase di integrazione<sup>49</sup>, e dell'impegno da essi profuso nella realizzazione del disegno organizzativo. In questo tipo di approccio il successo delle M&A è strettamente collegato al successo dei managers nel raggiungimento dei loro obiettivi; mentre, il principale limite è costituito dal fatto che la valutazione dell'operato di chi ha guidato l'operazione di M&A è fatta in tempi relativamente brevi, normalmente al termine della fase di integrazione e, in molti casi, dagli interessati stessi, laddove si è visto che occorrono dai tre ai cinque anni successivi alla transazione per avere un quadro completo sugli effetti delle M&A. Per ovviare a questo limite, spesso è stato chiesto a chi ha guidato l'operazione di M&A di fare ricostruzioni a posteriori del processo di M&A. Questo ha funzionato, però, solo in quei casi in cui il processo di M&A era stato documentato formalmente ovvero dove vi era una traccia tangibile del fatto che tutte le parti avessero adempiuto adeguatamente alle proprie responsabilità.

Questo aspetto induce a concludere che una misurazione soggettiva affidabile è strettamente collegata non solo ad una buona memoria dei protagonisti dell'operazione ma soprattutto alla buona pratica di annotare e documentare lo svolgimento di tutte le fasi del processo di M&A.

---

<sup>49</sup> Questo approccio incontra dei limiti nel turnover dei managers e, in alcuni casi, nella mancanza di volontà dei managers a collaborare a questo tipo di indagini o survey.

## PARTE 2

## CAPITOLO 4

# LA FUSIONE TRA IL BANCO POPOLARE-SOCIETÀ COOPERTIVA E LA BANCA POPOLARE DI MILANO

### 4.1 Il settore bancario in Europa

Lo scopo dei primi due paragrafi di questo capitolo è quello di fornire un quadro d'insieme del settore in cui è maturato il case study: il settore bancario. Esso viene analizzato, dapprima, in una prospettiva europea, più specificamente, comunitaria, e, successivamente con riferimento al sistema bancario italiano.

Il settore bancario comprende tutte le entità che lavorano nell'ambito bancario e che hanno la facoltà di gestire i risparmi dei clienti. In questo comparto si includono tutte le banche, siano esse centrali o meno, le cooperative di credito e gli enti di gestione del risparmio. Il settore in questione è quotato in borsa e riscuote un forte interesse degli investitori.

Il settore bancario europeo, negli ultimi 20 anni, ha conosciuto un dinamismo senza precedenti, causato, principalmente, dalla deregolamentazione del settore avvenuta in ambito comunitario, dai progressi conseguenti all'innovazione tecnologica e dalla introduzione di un nuovo modello di vigilanza comunitario. Relativamente alla *deregulation*, si è trattato, in estrema sintesi, dell'abbattimento dei vincoli normativi che, di fatto, limitavano fortemente la crescita del settore. La prima direttiva comunitaria in materia bancaria, la direttiva n. 77/780/CEE, ha di fatto eliminato le differenze fra le legislazioni degli stati membri ed ha offerto principi guida per l'armonizzazione dei sistemi bancari dei paesi membri. Il principio fondamentale in materia bancaria, introdotto dalla normativa europea, è quello della libertà di esercizio. Le banche che avessero già ricevuto l'autorizzazione ad operare nei propri paesi potevano operare anche presso gli altri paesi membri, senza dover richiedere alcuna ulteriore autorizzazione. L'attività nei paesi membri poteva avvenire attraverso l'apertura di nuove filiali ovvero attraverso l'erogazione di servizi bancari diretti senza, cioè, l'ausilio di nuove filiali. Con una seconda direttiva, la direttiva n. 89/646/CEE, il settore

bancario ha goduto di una ulteriore facilitazione. È stato stabilito che l'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria rilasciata da ciascuna autorità di vigilanza vale come autorizzazione all'esercizio di tali attività sull'intero territorio comunitario. In definitiva, con l'attuazione di questi principi, si è dato inizio alla liberalizzazione del settore bancario, fermo restando il controllo della stabilità del sistema da parte dell'autorità pubblica.

L'innovazione tecnologica, come detto, è stato un altro dei fattori che hanno determinato la dinamicità del settore bancario. La diffusione di internet ha consentito alle banche di diversificare la propria attività entrando in nuove aree di business. Esse, con i servizi online, sono riuscite a rivolgersi ad una platea sempre più ampia e diversificata di clienti finali.

Un ulteriore passo in avanti nella gestione del mercato unico bancario è stata l'istituzione, nel 1992, del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC), comprendente le banche centrali nazionali dei 28 stati membri dell'Unione Europea e la Banca Centrale Europea (BCE). Il Sistema Europeo delle Banche Centrali ha lo scopo di mantenere la stabilità dei prezzi e garantire il sostegno delle politiche economiche dell'UE. Fra gli altri compiti del Sistema, vi è lo svolgimento di operazioni sui cambi, la detenzione e la gestione di riserve in valute estere, la vigilanza sulla solidità degli enti e del sistema bancario e finanziario e la promozione del regolare funzionamento dei sistemi di pagamento. Accanto al Sistema Europeo delle Banche Centrali, vi è l'Eurosistema, costituito dalla BCE e dalle banche centrali dei paesi dell'eurozona. L'Eurosistema persegue scopi simili a quelli del SEBC ma, ovviamente con attenzione limitata ai paesi che hanno adottato la moneta unica. Dal 1° gennaio 1999, va infine osservato, che la Banca Centrale Europea (BCE) ha assunto la responsabilità della conduzione della politica monetaria dei paesi dell'eurozona. Relativamente alla vigilanza bancaria diretta esercitata dalla BCE nei confronti dei differenti sistemi bancari nazionali va notato che essa varia da paese a paese in quanto è collegata al numero di banche soggetto a vigilanza, il quale, appunto, varia da paese a paese. Questo numero è determinato dal numero di banche che vantano 30 miliardi di euro di attivi che è il criterio adottato dalla UE per l'assoggettamento alla vigilanza della BCE. I sistemi bancari nazionali a bassa concentrazione, vale a dire quei sistemi ove il numero di banche con attivi inferiori alla soglia di assoggettabilità di cui sopra è molto ampio, risultano meno soggetti alla vigilanza europea. Per contro, è molto più estesa la vigilanza BCE nei confronti di quei sistemi bancari nazionali ad alta concentrazione ove, cioè, il numero di banche con attivi superiori alla soglia di assoggettabilità di cui sopra è molto ampio. Il perimetro delle banche vigilate, tuttavia, è destinato a restringersi sempre più: nel maggio 2018 l'ECOFIN ha riconosciuto l'esenzione per 13 *Landesfordersbanken* tedesche e per le *credit unions* di 3 stati membri. Altri paesi si apprestano ad avanzare analoghe richieste. Appare del tutto evidente che quei paesi ove le concentrazioni bancarie

sono state minime o nulle, siano oggi quelli che godono di maggiore autonomia nei confronti della BCE.

Un ulteriore aspetto che occorre qui rappresentare è quello relativo alle procedure comunitarie di salvataggio o risoluzione delle banche in crisi, aspetto che come noto ha costituito l'oggetto di un dibattito molto acceso all'interno del nostro paese. Le procedure comunitarie prevedono il divieto di aiuti pubblici nei confronti di banche in sofferenza (cd. divieto di *bailout* pubblico). Questo divieto, introdotto a partire dal 1° gennaio 2016, ha tuttavia creato situazioni di squilibrio fra i diversi sistemi bancari comunitari. Esso non ha avuto alcuna incidenza negativa nei confronti di quei paesi che avevano provveduto a risanare il proprio sistema bancario *ante bailout*. Viceversa, ha avuto ripercussioni molto forti, ed in alcuni casi molto drammatiche per i risparmiatori, in quei paesi, come l'Italia, ove non si era dato corso a tale risanamento nella convinzione, oggi fortemente contestata, che il sistema bancario fosse saldo nei suoi fondamenti. Il divieto del *bailout* ha, per le ragioni sopra menzionate, generato effetti asimmetrici nei confronti dei sistemi bancari dei diversi paesi dell'UE. Il risultato finale è stato quello di alterare in misura sostanziale il panorama concorrenziale del sistema bancario in Europa.

Molte sono le critiche che si accompagnano con l'unione bancaria europea. Per molti, l'unione bancaria, solo negli enunciati punta a integrare il mercato bancario in Europa, mentre, in realtà, serve di fatto a difendere le banche di alcuni paesi dai problemi delle banche di altri.

## 4.2 Il sistema bancario italiano

Il sistema bancario italiano presenta alcune caratteristiche che lo differenziano dai sistemi bancari degli altri paesi comunitari. Prima di tutto va notato che il sistema economico italiano è dominato da piccole e medie imprese, il più delle volte, di derivazione familiare, e da una struttura produttiva in cui il ruolo della piccola impresa è centrale. Inoltre, è tipico del sistema economico italiano lo scarso ricorso al mercato azionario nei casi di reperimento di capitali per l'attività d'impresa. In tale sistema economico le banche italiane assumono un ruolo fondamentale per il funzionamento delle imprese, rappresentando il motore finanziario del processo produttivo nazionale. Il credito bancario, infatti, rappresenta ben due terzi dei debiti finanziari complessivi delle aziende, un valore superiore rispetto a quelli che si riscontrano in Germania (50%), in Francia (38% circa) e, soprattutto, nei paesi anglosassoni (30%). In Italia, il mercato delle obbligazioni ed il mercato azionario rimangono ancora poco sviluppati, quello del capitale di rischio è pressoché agli albori, mentre il mercato del prestito bancario fa la parte del leone. In tale contesto il ruolo delle banche è decisivo per sostenere l'economia. L'aspetto negativo dell'assetto italiano è che, nei casi di crisi del settore bancario, sono le imprese a subirne le conseguenze non avendo esse accesso a fonti di finanziamento alternativo. È questa una delle cause che hanno contribuito ad aggravare la crisi delle imprese italiane in questi ultimi anni: infatti, al contrario di quanto avvenuto, ad esempio, in Francia e in Germania, le aziende italiane non sono riuscite a coprire lo *shortfall* di credito bancario attraverso il ricorso al mercato dei capitali. Un'altra caratteristica del sistema bancario italiano è rappresentata dalla forte rilevanza delle attività di intermediazione tradizionale rispetto ad altre forme di gestione finanziaria. L'attività di intermediazione, prevalentemente diretta all'impiego e raccolta del risparmio, si fonda su una relazione diretta delle banche con la clientela, facilitata dalla presenza capillare di un sistema di filiali e sportelli su tutto il territorio nazionale. Questa modalità è molto vantaggiosa sebbene presenti alti costi di gestione.

A partire dai primi anni novanta anche l'Italia ha vissuto un periodo di profonde trasformazioni che hanno condotto alla riorganizzazione del sistema creditizio. La riorganizzazione è servita, da un lato, ad eliminare alcune peculiarità tipiche del sistema bancario che costituivano un ostacolo ad una maggiore efficienza del sistema nel suo complesso e, dall'altro, ad adeguare la normativa nazionale ai nuovi principi comunitari fondati sulla *deregulation*. L'adeguamento della normativa nazionale a quella comunitaria è avvenuto con il D. lgs. 481 del 1992 nato come provvedimento temporaneo di recepimento della Seconda direttiva. Questo decreto legislativo conferiva due particolari deleghe: la



delega per l'adeguamento alla Seconda direttiva e la delega per la redazione di un Testo Unico in materia bancaria, emanato, poi, nel 1993 (TU n.385/93).

Tra le innovazioni più rilevanti avvenute nel settore creditizio, si cita la privatizzazione degli istituti di credito. La privatizzazione è nata dalla necessità di consentire alle banche di fronteggiare un mercato molto più competitivo al quale la natura pubblica degli enti bancari non si adattava perfettamente. Il riconoscimento del carattere imprenditoriale dell'attività bancaria ha rappresentato un'importante evoluzione rispetto alla legge bancaria precedente in cui l'attività bancaria veniva definita una "funzione di interesse pubblico". Il carattere di imprenditorialità implica che le banche sono tenute ad affrontare tutti gli aspetti tipici della gestione d'impresa quali il raggiungimento di profitti, la realizzazione di efficienze aziendali e l'attuazione di scelte strategiche incluse le scelte relative alla crescita dimensionale.

Sempre nell'ambito delle iniziative volte a conferire maggiore efficienza al sistema bancario nel suo complesso, si cita l'emanazione del Testo unico in materia bancaria e creditizia, al quale si è fatto cenno precedentemente. Questo TU ha introdotto importanti novità quali la cosiddetta de-specializzazione del settore e l'introduzione del concetto di banca universale intesa come banca non soggetta a limiti legislativi di specializzazione. Fino a quel momento, infatti, le autorità di vigilanza, con l'obiettivo di mantenere la stabilità del settore, avevano imposto alle banche di essere aziende fortemente specializzate. Il concetto di banca universale implica la diversificazione dell'attività produttiva all'interno di uno stesso soggetto.

Tuttavia, già da diversi anni, per ovviare ai limiti di specializzazione imposti dal quadro normativo, si era messo in moto il fenomeno dei "gruppi bancari" attraverso i quali le banche hanno potuto ampliare la propria area di operatività facendo ricorso ad unioni con altre imprese. Il gruppo bancario, consente, al pari della banca universale, di diversificare l'attività produttiva con le seguenti peculiarità: ampliamento della rete di distribuzione, ottenimento di maggiori risorse finanziarie, aumento del capitale di rischio della società. Il gruppo bancario presenta, tuttavia, alcuni punti di debolezza quali la difficoltà da parte del capogruppo di coordinare, pianificare e controllare nell'ambito di un disegno strategico unitario le varie aree di attività dei partecipanti al gruppo, il rischio di una potenziale competizione tra le varie unità, la presenza di alcuni costi fissi collegati al livello di burocrazia, e, infine, la difficoltà a perseguire l'integrazione dei vari soggetti del gruppo. L'introduzione della banca universale ha permesso alle banche di svolgere un insieme di attività che fino ad allora, come detto, potevano essere esercitate solo dando vita ad un gruppo bancario. Relativamente alla de-specializzazione, per effetto delle nuove norme, si sono eliminate le differenziazioni che esistevano tra le varie tipologie di banche, si è riconosciuto alla banca il diritto

di operare in tutti i settori appartenenti all'attività finanziaria, sono venute meno la distinzione tra le istituzioni creditizie che operano nel breve termine e quelle che esercitano il credito a lungo termine. Tutto ciò ha comportato un ampliamento del portfolio delle imprese creditizie che, accanto alle attività tipiche di raccolta ed esercizio del credito, hanno potuto svolgere ogni altra forma di gestione finanziaria esistente nel mercato bancario.

A partire dal 2015, il settore bancario italiano ha conosciuto un nuovo periodo di trasformazione a seguito dell'approvazione della riforma delle banche popolari. Le banche popolari sono costituite, ai sensi dell'articolo 29 del TU Bancario, in forma cooperativa con un numero minimo di soci non inferiore a 200. Il capitale sociale è detenuto dai singoli soci in una percentuale non superiore all'1% del capitale. L'esercizio dei poteri amministrativi è riservato al Consiglio di Amministrazione che viene nominato dall'assemblea dei soci. La riforma del 2015 sulle banche popolari ha introdotto modifiche relativamente all'attribuzione dei voti ai soci, più in particolare è stato consentito ai soci persone giuridiche di poter disporre di più di un singolo voto, sono stati allentati alcuni limiti che rendevano la nomina degli amministratori molto complessa, è stata conferita alle banche popolari la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi con specifici diritti patrimoniali e di voto, è stata modificata la disciplina delle operazioni di acquisizioni e fusioni in vigore per le popolari allo scopo di realizzare una disciplina uniforme per tutte le banche, ed, infine, è stato sancito l'obbligo per le banche popolari con 8 miliardi di euro di attivo o superiore di trasformarsi in società per azioni con la prescrizione che, in caso di inadempimento, la Banca d'Italia avrebbe potuto adottare veti a nuove operazioni o proporre un'istanza di revoca dell'autorizzazione dell'attività bancaria alla Banca Centrale Europea, suggerendo, in contemporanea, al Ministro dell'Economia e delle Finanze la liquidazione coatta amministrativa dell'istituto di credito inadempiente..

Inoltre, ad aprile 2016, è stato approvato il decreto che riforma le banche di credito cooperativo (BCC) con l'obiettivo di cambiare gli assetti di un sistema che raggruppa più di 300 banche, molte delle quali di dimensioni molto contenute. Le banche di credito cooperativo, come le banche popolari, sono costituite in forma cooperativa e si fondano su un contratto sociale tra i soci fondatori. Il pilastro fondamentale della riforma riguarda l'introduzione di un obbligo per le BCC di entrare a far parte di un gruppo bancario cooperativo che abbia come holding una società per azioni con un patrimonio superiore a 1 miliardo di euro. L'obiettivo primario è quello di una riorganizzazione del Credito Cooperativo per adeguarlo al nuovo contesto competitivo dell'Unione Bancaria, salvaguardandone le specificità mutualistiche a beneficio dei territori di riferimento. Si ricorda che si tratta di banche che per la loro particolare natura possiedono una disciplina ad hoc che ne condiziona l'operatività e talvolta ne vincola le decisioni strategiche. La riforma ha, tra le altre, modificato in modo sostanziale

l'operazione di fusione tra BCC. In origine dalla fusione di BCC potevano nascere sia banche popolari sia S.p.A. autorizzate all'esercizio dell'attività bancaria. La riforma impedisce la fusione tra BCC o tra BCC ed altre banche se da queste derivano banche popolari, continuando ad ammettere le fusioni con lo scopo di uscire dal segmento del credito cooperativo per dare vita ad una S.p.A. La nuova normativa riduce il termine ordinario di sessanta giorni, entro cui i creditori legittimi possono opporsi alla fusione, a quindici giorni dall'iscrizione dell'ultimo atto nel registro delle imprese. Il decreto, inoltre, ha innalzato il limite numerico dei soci a 500, rispetto ai 200 della precedente normativa ed ha portato il valore nominale delle singole partecipazioni detenibili a 100.000 mila euro rispetto ai 50.000 precedenti.

Il legislatore con tale riforma ha voluto confermare il ruolo della BCC come banca cooperativa più vicina alle comunità e ai territori, garantendo una *governance* più trasparente e semplificando il modello organizzativo interno.

A fronte di questa continua evoluzione, l'industria bancaria italiana ha intrapreso, a partire dagli anni Novanta, un processo di crescita in grado di consentire alle banche di ottenere in breve tempo livelli di efficienza e dimensioni medie tali da poter sopravvivere e competere nel nuovo contesto concorrenziale delineato dal mercato unico europeo. La ricerca di maggiore efficienza nel settore bancario ha dato vita ad un elevato numero di aggregazioni e fusioni. Nonostante ciò, l'industria bancaria italiana presenta ancora un "basso grado di concentrazione", inteso come livello di contrazione del numero di operatori di settore, rispetto a quello di altri paesi europei.

Infatti, il sistema bancario italiano continua ad essere contraddistinto da un elevato numero di istituti bancari (circa 675) sebbene esso negli ultimi vent'anni si sia ridotto enormemente. L'attuale numero di istituti bancari comprende cinque grandi gruppi bancari (per capitalizzazione di Borsa e numero di sportelli): il gruppo Intesa Sanpaolo, il gruppo Unicredit, il gruppo Banco BPM, il gruppo Monte dei Paschi di Siena, il gruppo UBI. Essi sono affiancati da settanta gruppi medio piccoli e seicento istituti bancari non appartenenti a nessun gruppo. I principali gruppi risultano essere relativamente piccoli, in termini di quota di mercato posseduta, se confrontati con quelli dei competitors a livello internazionale. Inoltre, più della metà delle banche esistenti assume la forma giuridica di banca di credito cooperativo, fattore che determina un mercato ancora molto frammentato e fortemente caratterizzato da banche locali di piccole e medie dimensioni. Alla riduzione del numero di banche italiane determinata da processi di M&A, tuttavia, non ha fatto seguito un'immediata razionalizzazione del numero di sportelli e del personale. Solo negli ultimi anni le banche italiane hanno avviato un processo di revisione delle reti, ma tale strategia di razionalizzazione fino a questo momento si è basata su una sostanziale conservazione della attuale capillarità del sistema sul

territorio. Per quanto concerne il personale, tra il 2008 e il 2014, il numero di dipendenti è diminuito del 5,6%. Con riferimento alla concentrazione del settore, nonostante la crescita registrata nel nostro paese dagli inizi degli anni novanta, l'Italia si posiziona assieme a quei paesi europei con i più bassi gradi di concentrazione, come Germania e Francia. Inoltre, a differenza di altri settori, nel settore bancario, la concentrazione non si realizza, come dovrebbe avvenire in linea teorica, attraverso l'uscita dal mercato di quegli operatori meno efficienti bensì attraverso il consolidamento degli stessi in entità di maggiori dimensioni: ciò che è avvenuto e sta avvenendo risulta essere una peculiarità di questo settore, in quanto molto spesso i consolidamenti sono veri e propri "salvataggi" fortemente condizionati se non addirittura imposti dalle autorità di vigilanza.

### 4.3 Il fenomeno M&A nell'industria bancaria italiana

Come evidenziato nel precedente paragrafo, la liberalizzazione del mercato bancario ha comportato un più elevato grado di competitività fra gli istituti di credito che, a sua volta, ha favorito una forte concentrazione nel settore peraltro ancora contenuta se raffrontata con quella degli altri paesi europei. La concentrazione del mercato è aumentata non solo in base alla progressiva riduzione del numero di banche presenti sul mercato, ma anche in relazione al fatto che a questa diminuzione ha fatto seguito un aumento delle quote di mercato detenute dalle banche protagoniste. La concentrazione è avvenuta in via prioritaria attraverso operazioni straordinarie di acquisizione e fusione.

La disciplina delle fusioni bancarie è regolata dagli articoli 56 e 57 del Decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 (Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia). Lo stesso TU, all'articolo 31 regola la fusione delle banche popolari, e all'articolo 36 quella relativa alle banche cooperative di credito. La normativa contenuta nel TU non è dissimile da quella generale contenuta nel Codice civile a parte alcune particolarità di cui si parlerà nel prosieguo di questo paragrafo. Nel dettaglio, il comma 1 dell'articolo 57 recita: “la Banca d'Italia autorizza le fusioni alle quali prendono parte banche quando non contrastino con il criterio di una sana e prudente gestione”; il comma 2 pone il divieto di dare corso all'iscrizione nel registro delle imprese del progetto di fusione (e della deliberazione assembleare che abbia apportato modifiche al relativo progetto) senza l'autorizzazione; il comma 3 riduce il termine per l'opposizione dei creditori ex art. 2503 c.c. a 15 giorni; il comma 4 stabilisce che i privilegi e le garanzie di qualsiasi tipo, da chiunque prestate o comunque esistenti, a favore di banche incorporate da altre banche, conservano la loro validità e il loro grado, senza bisogno di alcuna formalità o annotazione.

La normativa del TU è tutta centrata sul potere di controllo esercitato dalla Banca d'Italia nel procedimento di fusione. Occorre l'autorizzazione della Banca d'Italia a che il progetto di fusione possa essere iscritto nel registro delle imprese. Nel caso la fusione presenti elementi che possano far ritenere la stessa un ostacolo alla leale e reale concorrenza, il progetto di fusione deve essere autorizzato anche dall'autorità Antitrust. L'articolo 56, infine, impone che le modificazioni statutarie siano soggette al vaglio della Banca d'Italia. La fusione bancaria di banche popolari e banche di credito cooperativo, come accennato, è regolamentata dagli articoli 31 e 36 del T.U.B. L'art. 31 disciplina le operazioni di fusione tra una banca popolare ed una banca in forma di S.p.a. L'art. 36 regola le fusioni proprie e per incorporazione, nelle quali le società fuse o incorporate siano banche

di credito cooperativo e la società risultante dalla fusione o quella incorporante sia una banca popolare o una banca in forma di S.p.A.

Nel 2013 l'Unione Europea ha voluto affiancare al lavoro svolto dalla Banca d'Italia, un'attività di vigilanza affidata alla Banca Centrale Europea. Questo intento è stato realizzato mediante la creazione dell'Unione bancaria europea (UBE). L'UBE ha riformato in maniera sostanziale il sistema di vigilanza delle banche europee mediante l'attuazione di un set di regole armonizzate, e, per il tramite di un'autorità unica di vigilanza europea denominata *Single Supervisory Mechanism* (SSM), ha diviso gli istituti in due grandi classi in base alla loro rilevanza economica e consistenza dell'attività transfrontaliera. Gli enti considerati significativi vengono supervisionati direttamente dalla BCE mentre quelli meno significativi vengono controllati dalla BCE in collaborazione con le autorità nazionali competenti. La BCE ha la facoltà di autorizzare o meno i progetti di fusioni e acquisizioni degli istituti bancari e fare ispezioni dirette sugli stessi. Nel caso di acquisizione di partecipazioni qualificate in un ente creditizio con sede legale e direzione generale in Italia, l'autorizzazione al progetto di fusione deve essere data dalla BCE su proposta della Banca d'Italia. La BCE può applicare sanzioni amministrative, in caso di irregolarità, fino al doppio degli utili ricavati o delle perdite evitate grazie alla violazione.

Negli ultimi anni il sistema bancario italiano, proprio a seguito di queste operazioni di consolidamento, ha visto una drastica riduzione del numero degli istituti bancari operanti sul territorio nazionale che ha permesso di migliorare l'efficienza del settore. Le banche hanno in generale migliorato le loro performance ed aumentato il potere di mercato, tornando in parte a competere con i più grandi istituti europei. L'incremento dell'efficienza operativa, fattore fondamentale alla base delle aggregazioni bancarie, come è noto, può derivare dai risparmi di costo ottenuti per effetto delle economie di scala e dai benefici risultanti dalle cosiddette economie di scopo. Tipico esempio di costo fisso che nelle banche interessate da fusioni e acquisizioni tende a diminuire per effetto delle maggiori dimensioni raggiunte e che consente quindi alle imprese bancarie di poter ottenere un vantaggio in termini di maggiore efficienza, è rappresentato dagli investimenti tecnologici, i quali, di solito, sono particolarmente ingenti. Con riferimento ad un altro costo fisso fondamentale nelle banche, ovvero al costo del personale, le banche interessate da processi di concentrazione, nonostante la maggiore dimensione raggiunta, hanno serie difficoltà a realizzare economie di scala su tale costo, dal momento che la rigidità del mercato del lavoro ostacola la riduzione del numero dei dipendenti laddove necessaria. Emerge quindi che, con riferimento alle spese per il personale, le operazioni di concentrazione bancaria non costituiscono un metodo efficace per conseguire, in via diretta e immediata, guadagni in termini di maggior efficienza, i quali potranno invece essere raggiunti soltanto in un arco temporale molto lungo. L'incremento dell'efficienza operativa può derivare,

ancora, dalla distribuzione dei costi fissi su un più ampio mix di prodotti disponibili in capo alla azienda risultante dalla fusione come è il caso dell'utilizzazione della medesima tecnologia per la produzione di prodotti differenti o l'utilizzazione degli esistenti canali distributivi, ovvero gli sportelli bancari, per vendere nuovi e maggiori servizi o prodotti finanziari ai clienti. Una tipica fonte di efficienza è costituita dalle cosiddette economie di informazione o *information economies*, che consentono la distribuzione dei costi di raccolta ed elaborazione delle informazioni su un determinato cliente sulla più ampia gamma di prodotti finanziari che si intende a lui offrire a seguito della fusione. Il rapporto tra la banca e i propri clienti risulta essere caratterizzato dalla presenza di "asimmetrie informative" che vedono costretti gli intermediari creditizi a sostenere elevati costi per ottenere le informazioni necessarie per valutare, nel migliore modo possibile, le caratteristiche di rischio-rendimento dei propri clienti; ciò nel tentativo di ridurre il più possibile il rischio di subire comportamenti opportunistici da parte della clientela stessa. Non a caso, infatti, la clientela, essendo la fonte principale delle informazioni di cui le stesse banche hanno bisogno, avrà un evidente interesse a trasmettere informazioni favorevoli sulle caratteristiche di rischio/rendimento del proprio progetto di investimento. Attraverso i processi di crescita esterna le imprese bancarie, ampliando la gamma di prodotti finanziari offerti ai propri clienti, possono spalmare gli elevati costi sostenuti per ottenere le informazioni necessarie su un più ampio numero di operazioni. In altre parole, la banca può utilizzare il supporto informativo già creato, ad esempio per l'instaurazione di un rapporto basilare come quello di conto corrente, per sviluppare altri rapporti con la propria clientela. Un'ulteriore motivazione economico-aziendale alla base delle aggregazioni tra banche è rappresentata dalla diversificazione dei rischi. L'inserimento in un unico portafoglio delle attività finanziarie delle banche partecipanti alla fusione può permettere alla nuova banca di godere e di gestire al meglio un portafoglio più ampio e di conseguenza meno concentrato di quello che esisteva nelle aziende fuse. La banca risultante dall'operazione di fusione può gestire il proprio portafoglio distribuendolo su più aree geografiche o su diversi settori dell'attività finanziaria o, infine su diverse tipologie di clienti. Un'impresa bancaria che in seguito ad una concentrazione riesce a diversificare la propria attività su più settori potrà quindi beneficiare dei positivi effetti della diversificazione dei rischi. Tale risultato è più facilmente perseguibile nelle concentrazioni in cui risultano coinvolti intermediari bancari che operano in differenti aree geografiche o che operano in aree di business fra le quali esiste un basso o negativo grado di correlazione. La crescita esterna può essere poi motivata dall'obiettivo di difendersi dai potenziali concorrenti. La difesa delle quote di mercato o comunque delle posizioni competitive già acquisite su determinati comparti o segmenti di mercato induce, molte volte, le aziende, soprattutto quelle che possiedono una grande quota di mercato e, di conseguenza, un notevole potere di mercato, a dar corso ad alleanze di tipo M&A perché quest'ultime consentono loro di operare con una certa

tranquillità in un clima competitivo più rilassato. L'aumento delle dimensioni, in questi casi, più che un prerequisito per lo sviluppo quantitativo e qualitativo aziendale, è da considerarsi, quindi, come una condizione necessaria per conservare lo status quo: ovvero la vantaggiosa posizione competitiva precedentemente acquisita. In questo caso si è, perciò, in presenza di un ricorso a M&A per finalità protettive, cioè per evitare che la banca diventi il potenziale target di intermediari finanziari agguerriti. Non mancano i casi in cui le operazioni M&A siano motivate da interessi di carattere privato del management, non corrispondenti a quelli dei propri azionisti. Per il management la volontà di dar vita a un'operazione di concentrazione può derivare, per esempio, da interessi economici, quali l'aspettativa di compensi maggiori parametrati alla maggiore dimensione della nuova impresa, da ragioni psicologiche riferibili al prestigio ottenibile in termini di immagine, o, infine da esigenze di carattere lavorativo come, ad esempio, il mantenimento del proprio ruolo o incarico in vista della maggiore longevità della nuova azienda.

Un particolare caso di concentrazione che avviene nel settore bancario è quello cd. di "salvataggio". A differenza degli altri casi, qui la concentrazione risponde alle "sollecitazioni" delle autorità di vigilanza che invitano, più o meno esplicitamente, banche sane ed efficienti ad acquisire banche in crisi nel tentativo di far superare a queste ultime il loro momento di difficoltà e, in definitiva, di restituire stabilità al mercato. L'interesse delle autorità di vigilanza è ancor più forte quando la banca in difficoltà è una di grandi dimensioni. Qui l'interesse a far acquisire l'operatore in crisi diventa pressante poiché le ripercussioni che comporterebbe il fallimento della banca "grande" andrebbero a ledere la stabilità non solo di detto istituto, ma del mercato nel suo complesso, innescando un pericoloso effetto domino sull'intero sistema con rilevanti costi sociali e politici a carico della collettività. La clientela, infatti, perdendo fiducia nella banca "in difficoltà" genererebbe un clima di sfiducia che investirebbe anche le altre banche comprese le banche creditrici di quella in crisi, che dall'insolvenza di quest'ultima potrebbero vedere pregiudicata la propria liquidità e, quindi, anche la propria capacità di far fronte puntualmente ed integralmente agli impegni assunti nei confronti della propria clientela e, in primis, dei propri depositanti. Ecco perché le autorità di vigilanza hanno sempre favorito che le potenziali crisi di operatori bancari venissero risolte attraverso l'intervento di altre banche più solide dal punto di vista economico e finanziario. Questi salvataggi tra banche rappresentano, quindi, per le autorità di vigilanza, la soluzione migliore per salvaguardare la stabilità dell'industria bancaria e, al tempo stesso, presentano costi molto più contenuti dei costi economici e sociali che la collettività dovrebbe sopportare nel caso in cui le banche in difficoltà venissero liquidate. Il salvataggio a mezzo di operazioni M&A presenta questo ulteriore aspetto: grazie alle migliori capacità gestionali delle banche acquirenti, le banche in difficoltà possono superare la temporanea fase di dissesto e rimettersi così "in sella".



Generalmente a conclusione di un percorso M&A, il soggetto derivato da queste operazioni, è di dimensioni maggiori rispetto a quelle delle entità che hanno dato vita alla fusione o acquisizione. Questa maggiore portata consente a questo nuovo soggetto di accedere alla schiera delle aziende bancarie alle quali le autorità di vigilanza prestano particolare attenzione, come abbiamo visto sopra, nel caso di crisi. In pratica, le banche che si creano a seguito di un processo di consolidamento, per effetto della maggiore soglia dimensionale raggiunta, tendono ad essere considerate come delle “*Too big to fail*” (TBTF), ovvero come delle imprese bancarie che non possono essere lasciate fallire in caso di una eventuale crisi. Da ciò deriva, quindi, che le grandi banche, in virtù della loro massa critica e del grande pericolo che un loro potenziale fallimento potrebbe provocare sull’intero sistema bancario, sembrano essere più sicure di quelle piccole in quanto godrebbero, se necessario, del trattamento privilegiato di “salvataggio” da parte delle autorità di vigilanza. Lo status del TBTF consente a queste banche, da un lato, di poter operare sul mercato con una maggiore tranquillità rispetto alle banche di piccole dimensioni, dall’altro, le induce ad assumere, molto spesso, operazioni molto rischiose che, in assenza di un paracadute di salvataggio, non avrebbero certo intrapreso.

Da quanto fin qui sostenuto, emerge, con tutta evidenza che, a parte le M&A di salvataggio, le M&A sono il veicolo più promettente nell’ambito del settore creditizio per avvantaggiarsi di economie di scala e di scopo come dimostrano le numerose M&A avvenute negli ultimi anni e di cui si offre una panoramica nel paragrafo seguente.

#### 4.4 Alcune rilevanti M&A nel sistema bancario italiano

Come sopra illustrato, il processo di concentrazione, iniziato sin dai primi anni '90, ha avviato una profonda trasformazione del sistema bancario italiano che ha portato ad un radicale cambiamento nel numero e nelle dimensioni degli enti presenti sul territorio nazionale. Dalla classifica delle principali banche italiane, ordinate secondo il criterio dimensionale del numero di succursali sul territorio italiano, si evince che i primi tre posti sono occupati dai gruppi bancari protagonisti, anche, delle principali operazioni di M&A avvenute nel settore bancario italiano: Unicredit, Intesa Sanpaolo e Banca Monte dei Paschi di Siena.

##### *Unicredit*

Unicredit è oggi uno dei principali gruppi bancari italiani. La posizione dominante acquisita dal gruppo è il frutto di una strategia di crescita messa in atto dall'azienda negli ultimi 15 anni. Unicredit nasce nell'ottobre del 1998 dall'aggregazione di Credito Italiano e Rolo Banca 1473 con Cariverona, Cassa di Risparmio di Torino e Cassamarca. Nel corso del 1999 Unicredit aggrega anche la Cassa di Risparmio di Trento e Rovereto e la Cassa di Risparmio di Trieste. Durante lo stesso anno viene avviato un processo di integrazione di tutte le parti del gruppo che genera un radicamento del gruppo sul territorio, un ampliamento del portafoglio, e, ovviamente un allargamento della clientela. Nello stesso anno parte il processo di espansione del gruppo con l'acquisizione della banca polacca Bank Pekao che continua con l'acquisizione della società americana di gestione fondi Pioneer Investments nell'anno successivo. Nel 2001, il gruppo avvia un progetto di ristrutturazione, il "Progetto S3", volto a conseguire una diversificazione progressiva dei prodotti offerti e a convertire il gruppo in una struttura multi-specialistica. Vengono, così, create tre divisioni di business: Retail, Corporate e Private Banking and Asset Management. Nel 2002 continuano le acquisizioni, dapprima con l'acquisizione di Zagrebacka Banka (Croazia), e, successivamente, di Demirbank Romania e Živnostenská Banka (Repubblica Ceca). Nel 2003, il "Progetto S3" viene portato a completamento con la costituzione in Italia di tre banche dedicate a singoli segmenti di mercato: Unicredit banca, Unicredit Banca d'impresa e Unicredit Private Banking. Nel 2005 prende corpo l'operazione M&A più grande che il gruppo abbia mai intrapreso. Si tratta della fusione con il gruppo tedesco HVB, operazione dal valore di 19,2 mld di euro. L'operazione dà vita ad un'unica grande banca europea. Dal punto di vista strategico, attraverso questa operazione la nuova banca si pone in una posizione dominante in una delle aree geografiche tra le più ricche d'Europa (Italia, Baviera ed Austria). Nel 2007 il gruppo Unicredit espande la propria presenza nei mercati in via di sviluppo, rafforzando la propria posizione nell'Europa centro-orientale e in Asia centrale, con acquisizioni in Kazakistan,

Tagikistan e Kirghizistan. Sempre durante lo stesso anno, Unicredit decide di rafforzare la propria posizione anche in Italia, attraverso la fusione con Capitalia per 1,2 mld di euro. Questa fusione è molto importante, anche se di spessore e rilevanza decisamente minori rispetto a quella condotta due anni prima con il gruppo tedesco HVB. Negli anni a venire il gruppo Unicredit non darà più corso ad ulteriori operazioni di M&A, ma si concentrerà su riorganizzazioni interne destinate ad aumentare la funzionalità e produttività del gruppo. Per completezza si cita che nel 2010 sette società già appartenenti al gruppo Unicredit si sono fuse per incorporazione in Unicredit Spa.

### ***Intesa Sanpaolo***

Il Gruppo Intesa Sanpaolo è attivo dal 1° gennaio 2007 a seguito della fusione tra Sanpaolo IMI e Banca Intesa. Ha sede legale e amministrativa nella città di Torino. Oggi è il maggiore gruppo bancario in Italia, con 11,1 milioni di clienti e 4.083 filiali, ed uno dei principali in Europa, dove è fra i primi venti. Al 31 marzo 2019, il Gruppo Intesa Sanpaolo presentava un totale attivo di 829.280 milioni di euro, crediti verso clientela per 395.595 milioni di euro, raccolta diretta bancaria di 427.206 milioni di euro e una raccolta diretta assicurativa e riserve tecniche di 154.233 milioni di euro. Inoltre, il Gruppo è presente all'estero con 1.072 sportelli e 7,5 milioni di clienti. Si colloca tra i principali gruppi bancari in diversi Paesi del Centro-Est Europa e nel Medio Oriente e Nord Africa grazie alle proprie controllate locali. È presente con filiali e propri uffici in Abu Dhabi, Amsterdam, Beirut, Bruxelles, Doha, Dubai, Francoforte, Ho Chi Minh City, Hong Kong, Il Cairo, Istanbul, Jakarta, Londra, Madrid, Mosca, Mumbai, New York, Parigi, Pechino, Seoul, Shanghai, Singapore, Sydney, Tokyo, Varsavia e Washington D.C.

Il gruppo affonda le proprie radici nel Banco Ambrosiano, una banca che nel 1982 era sull'orlo del fallimento per alcuni scandali che l'avevano coinvolta e che era stata salvata su indicazione del Ministero del Tesoro e della Banca d'Italia da una cordata di quattro banche private e tre pubbliche. Il Nuovo Banco Ambrosiano, nato dopo il salvataggio, nel 1989 aveva iniziato un percorso di operazioni M&A che lo avevano visto, dapprima, fondersi con la Banca Cattolica del Veneto per creare il Banco Ambrosiano Veneto, e, successivamente acquisire la Banca di Trento e Bolzano, la Banca Vallone, la Citibank Italia, la Società di Banche Siciliane e la Banca Massicana. Nel 1997 il Banco Ambrosiano Veneto aveva proceduto all'acquisto di Cariplo dando vita al gruppo Banca Intesa che nel 1998 aveva acquisito la Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza e la Banca Popolare Friuladria. Nel 1999 Banca Intesa aveva acquisito il controllo della Banca Commerciale Italiana. Ed eccoci agli anni della creazione del gruppo. Nel 2006 Banca Intesa firma un accordo di fusione con Sanpaolo IMI che dà vita a partire dal 1° gennaio 2007 al gruppo Intesa Sanpaolo S.p.A. con una capitalizzazione di 60 mld di euro. Dall'exkursus emerge che la strategia di crescita messa in atto da

Banca Intesa è stata basata, differentemente da quanto avvenuto per Unicredit, su un'unica grande operazione di M&A piuttosto che sulla somma di numerose medio-piccole operazioni.

### ***Banca Monte dei Paschi di Siena***

La Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. (MPS) è un istituto di credito italiano fondato nel 1472 sotto forma di Monte di Pietà per correre in aiuto delle classi disagiate della popolazione della città di Siena. È la più antica banca in attività ed è ritenuta anche la più longeva al mondo. Costituisce, assieme alle altre società del gruppo, il 5° gruppo bancario italiano dopo Intesa Sanpaolo, UniCredit, Banco BPM e UBI Banca. È attiva sull'intero territorio italiano (2100 sportelli) e sulle principali piazze internazionali (Africa, Cina, India, Europa e Stati Uniti). Vanta più di 5 milioni di clienti solo in Italia. L'operatività del gruppo, oltre all'attività bancaria tradizionale, copre l'*asset management*, il *private banking* (fondi comuni di investimento mobiliari, gestioni patrimoniali per i clienti privati, fondi pensione e polizze vita), l'*investment banking* e la finanza innovativa d'impresa (finanza di progetto, private equity e consulenza finanziaria). Attualmente l'azionista di maggioranza del Gruppo Montepaschi è lo Stato italiano che detiene, complessivamente, il 68,2% del capitale sociale, con la partecipazione diretta del Ministero dell'economia e delle finanze. Il Monte Paschi di Siena, divenuto istituto di credito di diritto pubblico nel marzo 1936, negli anni tra il 1990 e il 1995 iniziò la propria crescita, acquisendo, dapprima, la Mediocredito Toscano e l'INCA e, successivamente, partecipazioni di controllo in banche estere in Svizzera, Belgio e Francia. Negli stessi anni fu la prima banca in Italia a diversificare la propria attività, ampliando la propria attività nella banca-assicurazione, con Monte dei Paschi Vita. Nel 1995, con decreto del Ministero del Tesoro, venne trasformata in s.p.a.. Lo stesso decreto istituì un nuovo ente no profit, la Fondazione Monte dei Paschi di Siena, cui furono affidate le attività di carattere assistenziale, di beneficenza e di utilità sociale nei confronti, prevalentemente, dei residenti nella città e provincia di Siena. Nel 1999, dopo essere entrata in borsa (fa parte dell'indice più rappresentativo del mercato, il FTSE Mib), la banca MPS iniziò un lungo cammino di espansione operativa e territoriale che la vide coinvolta nell'acquisto di significative partecipazioni nella Banca Agricola Mantovana (per rafforzare la presenza territoriale nell'Italia settentrionale) e nella Banca del Salento (per il rafforzamento nel sud Italia). Il 2007 fu un anno decisivo relativamente alle operazioni di M&A. Il Monte Paschi procedé, prima, all'acquisizione del 55% di Biverbanca-Cassa di Risparmio di Biella e Vercelli, una banca specializzata nei servizi alle famiglie e nello sviluppo dei distretti economici locali, e, poi, precisamente l'8 novembre 2007, annunciò un accordo con l'istituto spagnolo Banco Santander per l'acquisizione di Banca Antonveneta, per la somma di 9 mld di euro, esclusa la controllata Interbanca che rimase nel gruppo spagnolo. L'acquisizione in questione divenne, in quegli anni, una delle operazioni M&A più discusse

in ambito nazionale, per via di alcuni punti oscuri, primo fra tutti il prezzo pagato per la transazione. L'Antonveneta era stata acquisita nel 2005 da *Abn Amro* per 8,2 mld di euro, per poi essere rivenduta da quest'ultima nel 2007 a Banco Santander per 6,6 mld di euro. Quest'ultimo, a sua volta, nel giro di pochi mesi aveva trovato l'accordo con la Banca Monte dei Paschi di Siena per cederle l'Antonveneta a 9 mld di euro. Risulta evidente che il prezzo pattuito di 9 mld di euro era un prezzo fuori mercato ancor più se si considera che il pagamento per la cessione di Antonveneta sarebbe stato effettuato in contanti da MPS e che quindi sarebbe stato logico e naturale attendersi l'applicazione di un ingente sconto. Ma non basta, al termine delle trattative il prezzo finale di cessione fu 10,14 mld di euro, comprensivo di non meglio precisati oneri finanziari e altre spese. Alla fine dei giochi il Banco Santander, nel giro di pochi mesi, beneficiò di una plusvalenza di circa 3,6 mld di euro, la più grande e rapida rivalutazione di una banca nella storia degli istituti creditizi. Quello del sovrapprezzo pagato da Monte dei Paschi non fu l'unico punto oscuro di questa operazione. Un fattore ancora più deleterio sui conti di MPS fu l'enorme ammontare dei debiti scoperti, successivamente all'accordo, nella pancia dell'istituto veneto (compresi 7,5 mld di debiti di Antonveneta verso Santander) che, purtroppo, la banca senese dovette accollarsi senza alcun appello. Un ultimo punto molto controverso è quello relativo al pagamento da parte di MPS del prezzo di cessione a favore del Banco Santander. Questo punto ha riguardato, prevalentemente, le modalità per il reperimento dei fondi necessari a MPS per il perfezionamento dell'acquisto dell'Antonveneta. Per metter su la somma offerta per l'acquisto di Antonveneta, l'istituto avviò una serie di operazioni rischiose che lo portarono sull'orlo di un abisso dal quale, però, si riprese lentamente fino al 2011 quando una nuova crisi si abbatté sul gruppo. È solo dal 2015 che l'istituto senese mostra segni di una ripresa incoraggiante sebbene non ancora solida, ma che tuttavia permette di affermare che i tempi bui sono oramai alle spalle.

## 4.5 I protagonisti del case study

Il Banco BPM S.p.A. è la società bancaria di origine cooperativa che è nata il 1° gennaio 2017 dalla fusione fra il Banco Popolare-Società Cooperativa e la Banca Popolare di Milano S.c.a.r.l. Prima di tracciare una panoramica relativa alle caratteristiche di questa nuova banca, vale la pena fornire un breve resoconto sulla identità e storia dei due istituti creditizi che hanno dato vita a questa nuova entità: il Banco Popolare-Società Cooperativa e la Banca Popolare di Milano S.c.a.r.l., per l'appunto.

### ***Banco Popolare-Società Cooperativa***

Il Banco Popolare-Società Cooperativa nacque ufficialmente il 1° luglio 2007 dalla fusione tra il Banco Popolare di Verona e Novara e la Banca Popolare Italiana. Nei suoi dieci anni di vita il Banco Popolare è stato il gruppo bancario di matrice cooperativa più grande in Italia. La sua caratterizzazione era costituita dal forte radicamento sul territorio con circa 1800 filiali presenti in tutta Italia con l'eccezione dell'Alto Adige e dell'Abruzzo. Il numero di clienti del Banco nello stesso periodo era intorno a 3 milioni mentre il numero dei dipendenti era costituito da circa 19000 unità. Nel 2010, sottoposto allo stress test effettuato dal *Committee of European Banking Supervisors* (CEBS), per verificare la sua capacità di resistenza alle crisi, è risultato reattivo in virtù della sua forte solidità patrimoniale. Nel 2011 è entrato nella *top ten* delle banche più capitalizzate quotate nella borsa italiana. Nel 2013 è entrato nello *Standard Ethics Italian Banks Index*. Nel corso dei suoi 10 anni di vita, sono confluite per incorporazione nel Banco Popolare numerose popolari quali, ad esempio, la Banca Popolare di Lodi, la Banca Popolare di Novara, la Cassa di Risparmio di Lucca Pisa Livorno e la Banca Popolare di Cremona. Il Banco Popolare-Società Cooperativa è cessato di esistere il 1° gennaio 2017 con l'aspettativa che la fusione con la Banca Popolare di Milano gli avrebbe garantito importanti sinergie di costo ed un rafforzamento della posizione competitiva nelle aree più ricche del Paese.

Il Banco Popolare-Società Cooperativa, alla vigilia della fusione con la Banca popolare di Milano, presentava, al pari della Banca popolare di Milano, di cui parleremo più diffusamente in seguito, una redditività in contrazione dovuta alla riduzione ai minimi storici dei tassi di interesse, alla accesa competizione tra gli intermediari in presenza di una domanda di credito ancora debole, e, infine, alla rigidità dei costi connessi alle reti distributive tradizionali. Soffriva, inoltre, così come tutte le altre banche italiane, dell'imponente conto che le era stato addossato nel 2016 per il completamento del salvataggio di quattro banche italiane in dissesto e per le svalutazioni delle partecipazioni nel Fondo Atlante. A questi fenomeni, comuni a tutte le banche italiane, si erano aggiunti gli effetti propri dell'operazione di fusione. Il bilancio dell'esercizio 2016 del Banco Popolare registrava, infatti, una

prima consistente contabilizzazione dei costi *one-off* dell'integrazione, oltre al rafforzamento delle coperture sui crediti deteriorati concordato con BCE. In definitiva il bilancio 2016 del Banco Popolare riportava un risultato netto di meno 1,7 miliardi di euro.

### ***Banca Popolare di Milano S.c.a.r.l. (BPM)***

La Banca Popolare di Milano S.c.a.r.l., che negli ultimi anni era parte del Gruppo Banca Popolare di Milano, insieme a Banca Popolare di Mantova, Banca Akros e ProFamily, ha una storia che affonda le proprie radici nel gennaio 1866, quando un gruppo di 404 soci, su sollecitazione del promotore della costituzione dell'istituto creditizio, Luigi Luzzatti, sottoscrisse 1.086 azioni per un capitale di 56.000 Lire. Alcuni mesi prima, una assemblea straordinaria convocata dallo stesso Luzzatti aveva provveduto a redigere l'atto di costituzione della Società Anonima a Responsabilità Limitata denominata Banca Popolare di Milano, al quale aveva fatto seguito il decreto reale n. 1710 del 23 dicembre 1865 di autorizzazione allo svolgimento dell'attività creditizia da parte del neonato istituto di credito. Lo statuto iniziale prevedeva un limite massimo di 50 azioni per ciascun socio ad un prezzo di 50 Lire cadauna, pagabili anche ratealmente. La Banca si caratterizzava per un legame con le fasce più deboli dell'economia cittadina. In linea con le origini di banca cooperativa e con la propria missione, BPM si impegnava a valorizzare il risparmio delle famiglie e a sostenere, con il credito, lo sviluppo del sistema produttivo, ponendo attenzione alle esigenze di tutti i propri interlocutori e senza perdere di vista gli aspetti sociali e ambientali.

Già un anno dopo la fondazione, il numero degli associati era salito a 700 ed il capitale sociale (quasi interamente versato) era pari a Lire 220.000 più Lire 8.000 per le riserve. Questa crescita era dovuta soprattutto ai notevoli capitali provenienti dell'alta borghesia milanese. Negli anni immediatamente successivi alla unificazione del regno d'Italia, la crescita della Banca fu costante. In quegli anni si raggiunsero eccellenti risultati grazie alla scelta dell'istituto di credito di avvicinarsi al mondo contadino che soffriva di una cronica difficoltà nel recuperare i capitali utili ad ammodernare le macchine agricole. Il numero dei soci salì a 2.500. Essi possedevano 29.706 azioni con un capitale interamente versato, pari a Lire 1.500.000. La nuova forza di BPM le consentì di superare brillantemente la crisi del 1873 che costò cara a molti altri istituti bancari. Nel periodo della grande guerra Milano si trovò al centro di una frenetica produzione industriale, spinta dall'eccezionale domanda dello Stato che, per far fronte all'enorme sforzo bellico, necessitava di continui approvvigionamenti di mezzi ed armi oltre ad un importante investimento per l'evoluzione tecnologica. La BPM, che godeva di grande fiducia da parte dei cittadini e dei principali investitori, anche in questo caso seppe fare la sua parte. L'ultimo anno di guerra portò una ventata di ottimismo all'economia italiana che decretò una nuova crescita per la BPM: i depositi salirono a Lire 108 milioni.

Durante la crisi del '29 il fallimento di molte grandi industrie italiane portò con sé il fallimento di tutti gli istituti di credito caratterizzati da ampie partecipazioni in queste industrie. La Banca Popolare di Milano, che non aveva mai scelto la strada dell'investimento nelle grandi attività industriali, assorbì facilmente gli effetti della crisi.

Negli anni immediatamente successivi al secondo conflitto mondiale, nonostante la crisi bellica avesse messo in ginocchio gran parte del tessuto produttivo del paese, la Banca Popolare di Milano poteva contare su 33 agenzie e 5 filiali. Oltre 31.000 soci possedevano 1.360.000 azioni per un capitale di Lire 68 miliardi. Delle 33 agenzie, ben 13 erano fuori dal comune di Milano. È proprio nel dopoguerra che la Banca Popolare mise a frutto la sua prima acquisizione. Si trattava dell'acquisto della Banca Popolare di Roma, un istituto di credito sorto nella capitale nel 1924 e l'unica banca popolare ad operare nella città. Con l'acquisizione della Banca Popolare di Roma, la BPM iniziò a radicarsi fuori dalla Lombardia. Negli anni del boom economico, la Banca Popolare di Milano si rafforzò sul territorio nazionale con 34 agenzie oltre le 31 sul suolo lombardo, aumentò il numero dei clienti a 200.000 ed iniziò un percorso di ulteriori acquisizioni che la videro impegnata, dapprima a comprare le azioni della Banca Agricola Milanese, poi quelle della Banca Briantea, e, per finire, quelle della Mobiliare Milanese e Banca Popolare Cooperativa Vogherese.

Nel periodo che va dagli anni '80 all'inizio del nuovo millennio, la BPM rivolse la propria attenzione al mondo estero aprendo uffici di rappresentanza a Londra, New York e Francoforte. Le acquisizioni domestiche continuarono con l'acquisizione della Banca Popolare di Bologna e Ferrara (1988), Banca Popolare di Apricena (1989), Banca 2000 SpA., Banca di Legnano, la Cassa di Risparmio di Alessandria (2004) e Cassa di Risparmio di Asti (2004). Nel 2009 la BPM si dotò della Carta dei Valori e degli Impegni. Il documento si proponeva di diffondere la cultura dell'agire responsabile, rendendo espliciti i valori e i principi di comportamento che la Banca si impegnava a rispettare nella relazione con i propri stakeholder. Il documento assumeva il ruolo di punto di riferimento valoriale e di indirizzo per i processi decisionali e le azioni quotidiane del personale che operava nel Gruppo, affinché questi processi e azioni fossero coerenti con la cultura della Responsabilità Sociale d'Impresa. Nello stesso anno, l'istituto perse una delle sue componenti. Infatti, il 1° novembre 2009, la Webank, che fino a quel momento era stata parte del BPM, divenne una banca a sé stante. Tuttavia, nel 2014 la Webank fece ritorno in BPM per diventare il canale online del gruppo.

Nel corso degli ultimi 10 anni della sua vita la BPM ha conquistato numerosi riconoscimenti tra cui:

2006 - Premio Sodalitas Social Award - categoria "Iniziativa di finanza socialmente responsabile";

2008 - Premio Famiglia-Lavoro;



2009 - Primo premio AIFIn "Banca e territorio" - categoria "Iniziativa a tutela e protezione dell'ambiente";

2009 - Premio Sodalitas Social Award - menzione speciale "Diversity" per il "Modello di gestione delle risorse diversamente abili" nell'ambito dei programmi volti alla valorizzazione del capitale umano per il servizio di supporto psicologico;

2010 - Premio Sodalitas Social Award - per il progetto "percorso di sviluppo per le capacità relazionali della popolazione";

2011 - Premio ABI per l'innovazione nei servizi bancari.

La Banca Popolare di Milano S.c.a.r.l., al momento della fusione con il Banco Popolare-Società Cooperativa, presentava, al pari del Banco Popolare-Società Cooperativa, di cui si è fatto cenno più sopra, una redditività in contrazione dovuta alla riduzione ai minimi storici dei tassi di interesse, alla competizione tra gli intermediari in presenza di una domanda di credito ancora debole, e, infine, alla rigidità dei costi connessi alle reti distributive tradizionali. Soffriva, anch'essa come le altre banche italiane, del peso economico che le era stato imposto nel 2016 per il salvataggio delle quattro banche in dissesto di cui si è fatto cenno sopra. Ciò nonostante, il bilancio 2016 della Banca Popolare di Milano riportava un saldo di 72,7 milioni di euro di utile.

## 4.6 Il processo di fusione e le motivazioni sottostanti

Le vicende che hanno condotto alla fusione del Banco Popolare-Società Cooperativa e la Banca Popolare di Milano S.c.a.r.l possono essere schematizzate in ordine cronologico come segue:

- 23 marzo 2016 - viene firmato il protocollo d'intesa per la fusione;
- 24 maggio 2016 - il Consiglio di Amministrazione del Banco Popolare e il Consiglio di Gestione della Banca Popolare di Milano approvano il progetto di fusione;
- 21 settembre 2016 - nell'ambito del progetto di fusione tra Banco Popolare e Banca Popolare di Milano, il Consiglio di Gestione della BPM e il Consiglio di Amministrazione della BP Mantova approvano, ciascuno per quanto di rispettiva spettanza, l'operazione di conferimento (con decorrenza 1 gennaio 2017), con la quale la BPM destina a favore della controllata BP Mantova, un proprio ramo d'azienda composto dall'intera sua rete degli sportelli bancari e, più precisamente, da n. 637 sportelli e dalle attività e passività (a eccezione dei prestiti obbligazionari) strettamente connesse ai rapporti e all'operatività di tali sportelli con la clientela (inclusi i crediti in sofferenza); in virtù di tale conferimento la Banca Popolare di Mantova assume la denominazione di Banca Popolare di Milano spa con l'intesa di una sua futura incorporazione nel costituendo Banco BPM S.p.A con effetto a partire dal terzo anno successivo alla data di efficacia della fusione tra il Banco Popolare-Società Cooperativa e la Banca Popolare di Milano S.c.a.r.l;
- 15 ottobre 2016 - le Assemblee Societarie di Banco Popolare-Società Cooperativa e Banca Popolare di Milano S.c.a.r.l. deliberano a loro volta il progetto di fusione medesimo; I rapporti di cambio sono determinati in un'azione del costituendo Banco BPM ogni azione del Banco Popolare ed in una azione del costituendo Banco BPM ogni 6,386 azione di BPM;
- 13 dicembre 2016 - viene stipulato l'atto di fusione presso lo studio del notaio Marchetti di Milano;
- 23 dicembre 2016 – viene depositata presso la Consob la Nota Informativa sulla fusione approvata dalla stessa Consob in data 23 dicembre 2016 con protocollo n. 0113428/16;
- 1° gennaio 2017 - nasce il Banco BPM S.p.A che è costituito in forma di società per azioni<sup>50</sup>;
- 15 novembre 2018 – viene stipulato l'atto di fusione per incorporazione della controllata BPM nella controllante Banco BPM; gli effetti civilistici della fusione decorrono dal 26 novembre 2018, previa iscrizione dell'atto di fusione presso il competente Registro delle Imprese di

---

<sup>50</sup> La fusione ha consentito anche di adempiere all'obbligo di trasformazione da società cooperativa in società per azioni previsto per il Banco Popolare e per la Banca Popolare di Milano, dalla riforma delle società cooperative.

Milano Monza Brianza Lodi, quelli contabili e fiscali dal 1° gennaio 2018; la fusione non comporta alcun aumento di capitale sociale della incorporante Banco BPM essendo l'intero capitale sociale della incorporata BPM interamente detenuto dalla incorporante.

Le motivazioni che hanno indotto il Banco Popolare-Società Cooperativa e la Banca Popolare di Milano S.c.a.r.l alla fusione sono da individuare nella necessità per entrambi gli istituti di credito di fare “consolidamento” ovvero di realizzare una crescita dimensionale che consentisse loro di fare investimenti digitali, di specializzarsi nell'asset management, nel corporate e nell'investment banking, e, conseguentemente, di tenere tutta la creazione di valore all'interno della banca. Queste motivazioni erano in linea con gli obiettivi del sistema bancario italiano che tendeva ad incentivare le fusioni per rendere gli istituti bancari italiani più grandi, solidi e capaci di assorbire al meglio le turbolenze finanziarie che il mercato generava. Inoltre, la fusione avrebbe permesso anche di salvare un istituto in difficoltà, il Banco Popolare, mettendolo in pancia a una banca sana. Il Banco Popolare, nonostante avesse passato indenne gli stress test sia nel 2015 che nel 2016, aveva problemi di costi e di crediti deteriorati, ereditati soprattutto dalla Popolare di Lodi e da Italease. La fusione, infatti, avrebbe consentito al Banco popolare, assillato da questi problemi e da scarse prospettive di redditività, di godere delle buone prospettive di redditività del BPM. La fusione sarebbe servita anche a diminuire il peso delle sofferenze bancarie.

Questa fusione era importante perché sarebbe stata la prima a venire alla luce dopo la riforma delle banche popolari, che, come sappiamo, mirava ad agevolare l'unione tra gli istituti di credito. Inoltre, essa avrebbe consentito al governo italiano e alla Banca d'Italia di provare alla BCE e alla Commissione Europea che la riforma delle banche popolari era stata una iniziativa seria.

## 4.7 I risultati raggiunti

Il Gruppo Banco BPM S.p.A., nato il 1° gennaio 2017 dalle operazioni di cui sopra, è la prima aggregazione avvenuta in Italia sotto l'egida della BCE. È uno dei principali gruppi bancari, presente su gran parte del territorio nazionale, con un forte presidio nelle regioni più ricche del Paese e con un elevato livello di solidità patrimoniale. Il Gruppo è presente all'estero con la società controllata Banca Aletti Suisse e tramite Uffici di Rappresentanza in Cina (Hong Kong) e India (Mumbai). Vanta circa 3,8 milioni di clienti, di cui l'87% formato da persone, il 12% da aziende e professionisti, l'1% da enti non profit. Impiega circa 22.200 dipendenti equamente distribuiti tra uomini (55%) e donne (45%). Gli azionisti del gruppo sono circa 365.000 di cui 130 investitori istituzionali in possesso di oltre 1/3 del capitale che si aggira intorno ai 7,1 mld di euro rappresentato da n.1.515.182.126 di azioni ordinarie prive di valore nominale. La raccolta fondi da clientela rappresenta la principale fonte di finanziamento del Gruppo e viene impiegata principalmente nel sostenere le persone e l'economia reale. Dispone di circa 1807 sportelli distribuiti in tutta Italia con una concentrazione superiore al 10% in Piemonte, Lombardia e Liguria, tra il 5 e il 10% in Veneto, Emilia-Romagna e Toscana, tra il 2 e il 5% in Lazio, Campania, Molise, Puglia e Sicilia, e meno del 2% nelle rimanenti regioni italiane. Ha la sede legale a Milano e la sede amministrativa a Verona. È il terzo gruppo bancario italiano più grande dopo Intesa Sanpaolo e Unicredit. Ha un attivo di 160 miliardi di euro ed una quota di mercato del 7%. Ha un forte radicamento locale soprattutto in Lombardia, in Veneto ed in Piemonte e conserva alcuni dei tratti caratteristici dello spirito cooperativo, come la presenza dei dipendenti-soci nel consiglio di amministrazione.

La creazione del Banco BPM fu salutata nel mondo della finanza con molto entusiasmo. Infatti, l'accoglienza in Borsa per il nuovo titolo fu decisamente positiva. Il debutto, in data 2 gennaio 2017, segnò un più 3,5% già all'apertura delle trattative, fino a toccare nel corso della mattinata un più 6,1%, per poi assestarsi, a fine giornata, su valori compresi tra il 5 e il 6%. Il titolo trainò al rialzo non solo le altre banche, ma l'intero listino FTSEMIB.

Per quanto riguarda la struttura organizzativa adottata dal Banco BPM, si nota che il modello di governance è di tipo tradizionale.

La gestione operativa del Gruppo è affidata ad un Amministratore Delegato che si avvale di un Direttore Generale (responsabile dei settori Amministrazione e Finanza, Asset management, Private e Investment Banking), e di due Con-direttori Generali, cui competono, rispettivamente, la supervisione delle funzioni inerenti all'organizzazione, le risorse umane, il *real estate*, le Operations e ICT, e la supervisione delle funzioni attinenti al Commercial banking. L'indirizzo, la gestione e il

controllo dei rischi, fondamentali per garantire la sostenibilità delle attività, sono affidati, per tutte le società del Gruppo, alla Capogruppo la quale si avvale di un sofisticato sistema per (1) la rilevazione della propensione al rischio del Gruppo (ossia il livello massimo di rischio che può essere assunto in linea con strategie, obiettivi e modello di business), (2) l'individuazione dei potenziali rischi e fattori di rischi, (3) la definizione dei modelli di misurazione degli stessi e (4) la predisposizione dei presidi organizzativi per la loro mitigazione. Un rischio a cui il Gruppo presta molta importanza è quello cd "reputazionale". La valutazione di questo rischio è effettuata, avvalendosi di parametri quali-quantitativi, in riferimento a cinque specifici punti e cioè: la mission e i principi etici del gruppo, la percezione dei mercati finanziari, il contenzioso in atto e potenziale, i cd. *Regulatory Affairs*, i Servizi IT. Il valore economico generato dal Gruppo è, normalmente, ripartito tra i suoi *Stakeholders* nelle seguenti percentuali: circa 58% a dipendenti e collaboratori, circa 30% a fornitori, circa 10 % alla Pubblica Amministrazione. Una quota del valore economico è destinata agli azionisti delle controllate, alla collettività e all'ambiente.

Il Gruppo Banco BPM opera nei diversi comparti dell'intermediazione creditizia e finanziaria con una rete di società costituita da: Banca Akros, Banca Aletti, Release, Bipielle Real Estate e da un'altra decina di partecipazioni minoritarie in società collegate. Nel corso del 2018 e nei primi mesi del 2019 il Gruppo ha realizzato operazioni societarie finalizzate a semplificare e migliorare la sua struttura e la sua organizzazione. In particolare, è stata ultimata la riorganizzazione delle attività nell'ambito dell'investment e private banking con la concentrazione delle attività di *private banking* presso Banca Aletti e di quelle di *investment* in Banca Akros. È stata avviata l'attività di riorganizzazione del comparto del credito al consumo che prevede la cessione di Profamily ad Agos-Ducato, previo perfezionamento di un'operazione di scissione di alcune attività di Profamily in favore di una società di nuova costituzione che rimarrà controllata al 100% da Banco BPM.

Relativamente alla collettività e all'ambiente, il Gruppo Banco BPM mantiene vivo il suo rapporto con la comunità di riferimento, esprimendo, in continuità con la storia e la tradizione dei due Gruppi di provenienza, la propria vocazione al sostegno del territorio e alla centralità delle persone.

IL Gruppo Banco BPM, così come era accaduto per una delle società fuse, la Banca Popolare di Milano, ha ottenuto numerosi riconoscimenti tra cui:

- il premio, nell'ambito della XVII edizione della MILANO FINANZA GLOBAL 2018, per la migliore carta emessa con funzione prepagata e debito;

- il premio, nell'ambito della V edizione del Positive Business Award, per la capacità di creare valore per il Gruppo attraverso i colleghi stessi favorendo contemporaneamente la costruzione di un'identità e una cultura condivise.
- il premio, nell'ambito di AIFIn DIGITAL PAYMENTS-INNOVATION AWARD, per il progetto “Il futuro della customer experience: quando digitale e voce si incontrano”;
- il premio a favore della Banca Aletti, nell'ambito della rassegna “I migliori gestori patrimoniali -benchmark Italia”, per la migliore proposta d'investimento;
- il premio, nell'ambito di AIFin “Sustainability Award”, per il progetto “Avis e Banco BPM: una partnership di valore” frutto della pluriennale e sempre più estesa collaborazione;
- il premio, in occasione dell'importante premio di Settore per il reporting aziendale, promosso da FERPI – Federazione Relazioni Pubbliche Italiana, per la miglior Dichiarazione consolidata di carattere non finanziario anno 2017;
- il premio, come Team of the Year Corporate Lending del Finance Community Awards, per l'elevato livello di professionalità in grado di conquistarsi spazi sempre più ampi del mercato, anche in operazioni innovative;
- il premio per la Banca Akros, nell'ambito della 12 edizione del Italian Certificate Awards, per il miglior certificato a capitale protetto con Borsa Protetta con Cedola su SMI e miglior certificato condizionato con l'Autocallable Coupon Premium su Eurostoxx 50;
- infine, il premio di eccellenza per le transazioni in USD, rilasciato nell'ambito del “JP Morgan Chase 2018 ELITE QUALITY RECOGNITION AWARD, USD Clearing” per la qualità di servizio alla clientela nell'ambito dei pagamenti internazionali.

Ma quali sono i risultati ottenuti dalla fusione delle due banche? I dati di Piazza Affari a distanza di più di due anni e mezzo dal debutto confermano la fiducia del mercato in questo Gruppo Bancario. Infatti, in data 9 Agosto 2019 il Gruppo si è confrontato con la Borsa sui conti del primo semestre dell'anno 2019 ed ha visto un acquisto a piene mani dei propri titoli da parte degli investitori incoraggiati dal quasi raddoppio dei profitti dei primi sei mesi del 2019 rispetto allo stesso periodo del 2018<sup>51</sup> e dalla promessa di distribuire il primo dividendo post fusione la prossima primavera. A fine seduta, Banco BPM ha guadagnato il 5 per cento. È vero che da agosto 2018 ad agosto 2019 tutte le banche, compreso il Banco BPM, hanno perso terreno a Piazza Affari, tuttavia il calo di Banco BPM, differentemente da quello degli altri grandi istituti bancari, è stato un calo in linea con quello registrato dall'indice del settore bancario (meno 25 per cento).

---

<sup>51</sup> Edoardo Fognani - Soldi online, 7 ago 2019

Per verificare se vi sia stata una crescita del Banco BPM successivamente alla sua creazione, fermo restando che nel primo anno di vita di ogni società derivante da una fusione vi è un assestamento il più delle volte caratterizzato da un calo di produttività, occorre fare riferimento alla Relazione finanziaria semestrale consolidata del Gruppo relativa al primo semestre 2019<sup>52</sup> che è l'ultimo dato ufficiale di cui si dispone. La relazione offre una panoramica dei dati finanziari del Gruppo relativa ai primi sei mesi dell'anno fiscale 2019 e un confronto con gli stessi dati relativi al primo semestre del 2018. I dati finanziari del Gruppo relativi al primo semestre 2019 sono quasi tutti di segno positivo e, quando confrontati con gli stessi dati del semestre 2018, mostrano un trend di crescita sorprendente. La tavola che segue mostra chiaramente che l'utile netto del Banco BPM riferito al 1° semestre 2019 è stato circa il 68% più alto di quello conseguito nello stesso periodo del 2018.

	I sem. 2019	I sem. 2018	Variazioni
Utile (Perdita) del periodo di pertinenza della Capogruppo	593.133	352.577	68,2%

I risultati conseguiti dal Banco BPM nel primo semestre 2019 sono ancora più sorprendenti se si considerano le turbative internazionali, europee e nazionali che hanno interessato il settore bancario negli ultimi due anni. La citazione si riferisce al deterioramento dell'economia globale caratterizzato dalla guerra dei dazi tra USA e Cina, al rallentamento dell'economia cinese, alle difficoltà del processo della *Brexit*, e, più in particolare, all'arresto della crescita della domanda di finanziamenti in Eurozona. In Italia alcune indagini condotte da Banca d'Italia e dall'Istat hanno indicato un generalizzato inasprimento delle condizioni di accesso al credito per l'effetto combinato del maggior costo della provvista bancaria e di una percezione di maggiori rischi legati alle poco favorevoli prospettive macroeconomiche. Le imprese di dimensioni maggiori avrebbero preferito ricorrere all'autofinanziamento o a fonti alternative per finanziare prevalentemente il capitale circolante, stante la ridotta propensione ad intraprendere nuovi investimenti.

Infine, c'è da notare che anche sul Banco BPM, peseranno le condizioni avverse in cui il sistema bancario italiano si troverà a operare in futuro (tassi ultra-bassi, crescita economica quasi a zero, estrema volatilità dello spread). Gli analisti sono tuttavia concordi nel ritenere che il gruppo continuerà nella sua positiva performance tenuto conto della sua spiccata capacità di *derisking* e di generare ricavi.

---

<sup>52</sup> Banco BPM - Relazione Finanziaria Semestrale Consolidata al 30 giugno 2019

## 4.8 Raffronto del case study con alcuni principi propri delle M&A

C'è da chiedersi quali siano le ragioni di questa strepitosa crescita del Banco BPM in appena due anni e mezzo dalla sua nascita. A questa domanda può risponderci cercando di operare un raffronto tra gli avvenimenti che hanno riguardato il Banco BPM e le considerazioni che sono state offerte, nel capitolo 3 di questo lavoro, con riguardo alle condizioni necessarie per realizzare M&A di successo. Una considerazione preliminare che va fatta relativamente a questa fusione riguarda la omogeneità delle due entità fuse. Non sfugge all'attenzione di chi legge la circostanza che entrambe le società fuse presentassero molti punti di vicinanza non solo organizzativo-gestionali, ma, soprattutto, culturali. La fusione tra il Banco Popolare-Società Cooperativa e la Banca Popolare di Milano S.c.a. r.l. sembra, infatti, costituire la naturale prosecuzione di un percorso virtuoso ed evolutivo avviato dalle due società fuse negli anni precedenti la fusione. Talché il Gruppo Banco BPM, risultante dalla fusione, non è dissimile dalle due società fuse in quanto mantiene forte il proprio attaccamento a quei valori di solidarietà con le fasce più deboli dell'economia che avevano costituito la cifra delle due precedenti società.

Il Banco BPM, non a caso, si presenta come la perfetta sintesi di due visioni affini e costituisce uno degli esempi vincenti di fusioni realizzate tra aziende culturalmente e gestionalmente compatibili. L'integrazione culturale o meglio la mancata integrazione culturale che in molti casi è la ragione del fallimento delle fusioni, nel caso in questione non ha costituito un ostacolo semmai è stato il sostrato sul quale è germogliata una più spinta identità culturale. Evidentemente l'integrazione culturale è stata gestita in modo accurato, effettivo ed efficiente come è dimostrato dall'attitudine del management di entrambe le entità di dare spazio nel processo decisionale agli input provenienti dal personale. Certo tutto ciò non sarebbe stato possibile se non ci fosse stato un management sensibile allo ascolto e comprensione non solo delle istanze esterne al gruppo ma anche e soprattutto di quelle interne al gruppo. Un management che della cultura della condivisione e della sostenibilità ha fatto la propria cifra.

L'agenzia di rating indipendente sulla sostenibilità, *Standard Ethics*, ha recentemente affermato che il Banco BPM sta capitalizzando le diverse esperienze acquisite dalle precedenti società nell'ambito *Environmental, Social and Governance*, grazie ad un approccio più sistemico. Questo – sempre secondo *Standard Ethics* - porta la Banca a tenere in maggior considerazione le indicazioni sulla sostenibilità provenienti dagli enti sovranazionali (ONU, OCSE e UE in primis). Indicazioni che - secondo l'agenzia di rating - attecchiscono presso il Gruppo proprio grazie alla tradizionale vicinanza che la banca mostra verso i propri stakeholder ed il proprio territorio. Il percorso in atto - conclude



*Standard Ethics* - lascia presagire una fase di miglioramenti che estenderà i suoi effetti negli anni a venire.

Il Banco BPM ha pubblicato nel 2018 il report di sostenibilità 2017<sup>53</sup> che è stato redatto secondo le Linee Guida del *Global Reporting Initiative* e organizzato nei contenuti ispirandosi ai principi dell'*International Integrated Reporting Council* (IIRC). Il documento, circa 60 pagine, si articola attorno ai temi di Identità, contesto operativo, creazione di valore e capitali aziendali e descrive la gestione dell'impresa in tutte le sue componenti: nella relazione con gli stakeholder, nell'utilizzo dei capitali rilevanti per l'attività aziendale, nella generazione e distribuzione della ricchezza.

*“Per la prima volta - ha spiegato la società - il report presenta il modello di business del Gruppo e descrive, in maniera semplice e immediata, come mission e strategia di crescita si concretizzano nell'utilizzo dei capitali tangibili e intangibili che rendono possibile lo svolgimento delle attività, la realizzazione degli obiettivi di medio – lungo periodo e la generazione di valore economico e sociale”.*

Il Banco BPM fa parte dello SE Italian Index, dello SE Italian Banks Index e dello SE European Banks Index.

Al termine di questa dissertazione, si può concludere, senza tema di smentita, che la fusione tra il Banco Popolare-Società Cooperativa e la Banca Popolare di Milano S.c.a.r.l rappresenta un caso di M&A di successo, un caso, cioè, nel quale si sono realizzate tutte le condizioni che gli analisti di settore ritengono fondamentali per la buona riuscita delle operazioni di M&A

---

<sup>53</sup> La dichiarazione sarà pubblicata con periodicità annuale

## CAPITOLO 5

### L'ACQUISIZIONE DI WHOLE FOODS MARKET DA PARTE DI AMAZON

#### 5.1 Il contesto in cui è maturato il case study: il mercato del commercio al dettaglio e del Food & Beverage

Prima di addentrarci nel case study, vale la pena offrire una panoramica relativa al settore del “commercio al dettaglio” e a quello “alimentare”, in inglese, rispettivamente, *retail* e *Food & Beverage*, che sono i settori in cui operano i protagonisti di questo case study. Sebbene i settori presentino caratteristiche e problematiche differenti non sfugge la prossimità che esiste tra di loro. La vendita di prodotti alimentari è parte del settore Food & Beverage che, come noto, include anche la produzione, la trasformazione, conservazione e distribuzione degli alimenti. La vendita di prodotti alimentari, quando è effettuata al dettaglio, presenta le tematiche generali che sono proprie del commercio al dettaglio quali le modalità di stoccaggio dei beni e la loro diffusione capillare ai consumatori. Nella panoramica che segue si cercherà di delineare le sfide che le nuove tecnologie o i nuovi bisogni pongono a tali settori e gli sviluppi che si stanno profilando nel mercato per vincere dette sfide.

#### *Commercio al dettaglio*

La definizione più semplice del “commercio al dettaglio” è quella fornita da Wikipedia che lo definisce “la vendita di prodotti al consumatore finale”. Trattasi dell'ultimo anello della catena di distribuzione commerciale, che è il meccanismo attraverso cui un bene parte dal produttore per giungere nelle mani dell'utilizzatore finale normalmente per il tramite di uno o più distributori. Il venditore al dettaglio è quello che entra nel possesso di elevate quantità di beni finiti allo scopo di cederli in quantità ridotte e con prezzo maggiorato ai singoli individui. Il suo ruolo è quello di facilitare la vendita, facendo in modo di combinare tra loro fattori come: disponibilità di magazzino, prezzo concorrenziale, ampiezza della gamma di articoli proposti, rotazione delle scorte, differenziazione rispetto alla concorrenza. La vendita al dettaglio riguarda una molteplicità di beni che vanno dai beni di consumo durevoli o suscettibili di molteplici utilizzazioni, ai beni consumabili vale a dire i beni che esauriscono la loro funzione con una sola utilizzazione come è il caso dei prodotti

alimentari. L'attività materiale della consegna della merce può avvenire presso il venditore o presso il domicilio del consumatore. Il pagamento della merce può essere contestuale, antecedente o successivo.

Accanto alle forme tradizionali di scambio della merce e pagamento del corrispettivo vi è la vendita al dettaglio *online* che nell'ultimo ventennio ha avuto una crescita vertiginosa.

Il mercato del commercio al dettaglio *online* si fonda sulle tecnologie del commercio elettronico o *e-commerce*. L'*e-commerce* è la vendita di beni e servizi effettuata a livello di mercato globale tramite sistemi di informazione telematica interattiva. Esso rappresenta primariamente un sistema complesso di relazioni organizzative del mercato, connesse tramite l'utilizzazione delle reti telematiche a livello internazionale ed è l'espressione più significativa dell'economia aperta su scala globale. Le principali motivazioni che sostengono il commercio al dettaglio *online* sono di carattere economico per entrambe le parti della transazione di compravendita. Dal lato del venditore si assiste ad una riduzione dei costi per assenza di costi di intermediazione, di affitto, perfino di costi del personale addetto al magazzino quando il venditore provvede alla vendita del bene senza averne la disponibilità materiale. In quest'ultimo caso, è il produttore, con il quale il venditore ha stipulato appositi accordi, ad inviare il bene direttamente al consumatore (cd. *dropshipping*). I benefici dalla parte dell'acquirente sono molteplici. L'acquirente si avvale di un negozio *online* aperto tutti i giorni e a tutte le ore e senza barriere spaziali, di un catalogo di prodotti quasi infinito, ma, soprattutto, di prezzi bassi dovuti ai costi più contenuti sostenuti dalla parte venditrice.

L'*e-commerce* inizialmente era basato su relazioni organizzate a livello internazionale tramite reti di informazione telematica interattiva tra il sistema di produzione ed altri sistemi commerciali, finanziari e normativi (partners di produzione o commerciali, associazioni della industria e dell'import-export, sistemi bancari, ecc.). Si trattava, in definitiva, di transazioni e relazioni commerciali tra imprese (cosiddette relazioni "*Business to Business*" B-B) basate su tecnologia EDI (*Electronic Data Interchange*) che consente uno scambio di informazioni testuali per via telematica su reti chiuse tra partners che operano in uno stesso settore (ma a diversi livelli della filiera produttiva) e che sono legati tra loro da precisi accordi che disciplinano le modalità dello scambio dei dati e i relativi effetti. La possibilità di adottare l'EDI anche su reti aperte, resa possibile negli ultimi anni dalla evoluzione delle nuove tecnologie di rete, ha consentito l'estensione dell'*e-commerce* anche alle transazioni commerciali di beni e servizi tra le imprese ed i consumatori finali (cosiddette relazioni "*Business to Consumer*" B-C). Ne è un esempio lo *storefront model*, il modello del negozio *online*, dove è possibile utilizzare carrelli elettronici di spesa e servizi di pagamento *online*, come le autorizzazioni per il pagamento con carta di credito. Il più noto esempio di *e-commerce* che adotta lo *storefront model* è

quello fornito da Amazon. Amazon, non solo offre il carrello della spesa virtuale, ma dispone di un gigantesco database clienti nel quale sono annotate non solo le spese dei singoli clienti o gli articoli da essi selezionati, ma anche le loro preferenze incluse le preferenze sui metodi di pagamento. Il database è utilizzato dalla società per vari scopi ma soprattutto per influenzare le scelte future dei consumatori.

Lo sviluppo del commercio elettronico è correlato allo sviluppo della “Information Technology”. Quest’ultima ha potenzialità enormi. Un aspetto della tecnologia che negli ultimi tempi è stato molto dibattuto è quello relativo alla intelligenza artificiale applicata, per quanto ci riguarda, al settore del *retail*. L’intelligenza artificiale nel campo del *retail* consente di personalizzare le scelte del consumatore al fine di raggiungere il massimo della *customer satisfaction* che è il principio basilare sul quale si fonda il mondo della vendita al dettaglio. L’obiettivo è quello di passare alla completa personalizzazione dell’intero ciclo d’acquisto.

Le sfide sono, innanzitutto, la raccolta, l’aggregazione, l’analisi e il consolidamento dei *big data*, ma soprattutto, la conoscenza del cliente, le sue attitudini e preferenze. Grazie a questi dati e conoscenze, il potenziale acquirente potrà ricevere l’offerta che meglio si conforma alle sue esigenze.

Sulla base delle informazioni ricavate dai dati accumulati, le società avviano campagne di orientamento dei consumatori e, attraverso la personalizzazione dei messaggi *online* ai singoli utenti, influenzano le loro scelte indirizzandole verso un prodotto piuttosto che un altro. Addirittura, possono anticipare i bisogni stessi degli utenti invogliandoli all’acquisto di beni che non avrebbero mai pensato di acquistare.

L’intelligenza artificiale nel commercio al dettaglio consente anche di massimizzare l’efficienza della catena di distribuzione. Le società che operano nel settore del *retail* sono molto accorte nella gestione dello stoccaggio, imballaggio e spedizione delle merci. Dalla corretta conduzione di queste attività dipende il loro guadagno tenuto conto dei bassi prezzi praticati. L’intelligenza artificiale predittiva applicata alla catena di distribuzione consente di costruire modelli di gestione ottimale ai quali adeguarsi nelle attività logistiche sopra citate. In particolare, sulla base dei dati raccolti (frequenza dei ritardi nell’approvvigionamento, percorsi per il trasporto dei prodotti, orari di punta del traffico, ecc.) le società sono in grado di effettuare simulazioni e definire modelli automatizzati che consentono di assorbire, se non addirittura prevenire, possibili turbative (ritardi, carenze, disguidi o altro) nello svolgimento delle attività logistiche. Un aumento di efficacia a seguito di un maggiore sfruttamento dell’intelligenza artificiale in queste attività dà margini di guadagno ancora più ampi. In conseguenza del costante miglioramento dei parametri tecnologici e il perfezionamento della

funzionalità della informazione e delle transazioni interattive, le potenzialità di sviluppo dell'e-commerce sono estremamente elevate. Secondo Gartner, leader mondiale nell'ambito dell'analisi e della consulenza per il settore dell'Information Technology, entro il 2020, l'85% dell'interazione con il cliente nella vendita al dettaglio sarà gestita dall'intelligenza artificiale.

Il commercio elettronico non costituisce una minaccia al commercio tradizionale. Non è una alternativa che dà luogo ad una concorrenza tra due tipologie di mercati rivali. Esso costituisce una opportunità favorevole per l'ampliamento del mercato al dettaglio nel suo complesso compreso quello tradizionale che potrà continuare con le sue caratteristiche in modo, per così dire, "avanzato" ovvero avvalendosi delle capacità offerte dalla Information Technology nel campo della raccolta ed analisi dei dati relativi alle preferenze e gusti dei consumatori. L'affermazione di cui sopra è corroborata da alcune tendenze che si sono viste negli ultimi anni. Molte società hanno intrapreso un percorso di confluenza tra le linee di e-commerce e i negozi fisici al dettaglio. La Walmart, leader mondiale nella vendita al dettaglio, ha avviato campagne di orientamento dei clienti aumentando, per alcuni articoli, il prezzo *online* rispetto a quello praticato nel negozio. L'intento è di portare gli acquirenti al negozio ove, verosimilmente, essi effettueranno ulteriori compere. La Walmart è consapevole dell'attualità del fascino proprio dello shopping in negozio ove il cliente può vedere e toccare la merce prima ancora di acquistarla. Cosa questa che l'e-commerce non sarà mai in grado di fornire se non nella forma, comunque limitata, della realtà virtuale o aumentata. Ancora, nel negozio il cliente può essere attratto da articoli messi appositamente in bella mostra dal venditore che, verosimilmente, non avrebbe comprato se avesse effettuato i suoi acquisti esclusivamente da casa tramite il suo computer.

Di questi aspetti è ben conscia anche la Amazon che, come vedremo nel prosieguo di questo lavoro, ha negli ultimi anni modificato la sua strategia di espansione sul mercato delle vendite al dettaglio dotandosi, accanto alle vendite online, di alcuni canali fisici rappresentati dai negozi. In questa prospettiva è significativa anche l'iniziativa messa in campo dalla Nike che offre ai suoi utenti *online* di prenotare una consulenza presso un proprio negozio ove esperti potranno assistere il compratore a trovare il prodotto che meglio soddisfa le sue esigenze consentendogli, addirittura, di provare il prodotto in attività concrete come ad esempio partecipando ad una corsa, o ad una gara di pallacanestro. I marchi hanno ben presente le potenzialità che offre l'accostamento tra l'e-commerce ed il negozio fisico. Nella mente dei consumatori, i canali online e offline formano già un'unica realtà. I clienti si muovono da un canale all'altro e con lo smartphone e il tablet sono in grado di collegare il mondo analogico e quello digitale con un semplice click.

I legami tra un negozio al dettaglio e il suo rispettivo sito web confermano la validità di quanto finora affermato e cioè l'esistenza di enormi potenzialità derivanti dall'accostamento tra l'e-commerce ed il

commercio tradizionale. Il sito web può offrire molte opportunità al negozio e viceversa. Ad esempio, in presenza di consegne a domicilio monitorabili sul sito anche attraverso applicazioni su smartphone, il cliente del negozio sarà invogliato a fare più acquisti in negozio non dovendo preoccuparsi del trasporto delle buste o pacchi contenenti la merce acquistata e potendo seguire la consegna in tempo reale con il proprio smartphone. Ancora, il sito può inviare avvisi di promozione o offrire incentivi a quei clienti che vivono in prossimità del negozio invogliandoli ad andare in negozio per effettuare gli acquisti. Infine, il cliente può verificare on line la disponibilità di un articolo ed andare in negozio a colpo sicuro sapendo di trovare quello che cerca. Viceversa, il punto vendita può organizzare una raccolta di informazioni sul cliente (primo fra tutti l'indirizzo e-mail) che poi sarà utilizzata sul sito web generale del negozio o nelle pagine del sito appositamente destinate al cliente registrato.

Inoltre, le nuove funzionalità dei sistemi di pagamento online via smartphone rendono lo shopping fisico sempre più semplificato. È il caso, ad esempio, dei supermercati senza casse fisiche di *Amazon Go* negli Stati Uniti. Nei supermercati Amazon Go i clienti entrano, girano tra gli scaffali, prendono i prodotti ed escono senza passare per le casse che non esistono: i loro movimenti sono registrati da apposite telecamere che traducono automaticamente i loro gesti fisici in ordini digitali e i pagamenti avvengono direttamente nel loro conto online.

In definitiva è oramai acquisito che il *multichannel* ovvero la combinazione di acquisti *online* e acquisti *offline* ed il *crosschannel* ovvero la combinazione "interattiva" tra acquisti *online* e acquisti *offline* rappresentano una forma di rafforzamento dell'intero mercato degli acquisti al dettaglio. I meccanismi sopra evidenziati non si esauriscono solo negli acquisti *online*, *offline* e nei passaggi interattivi tra l'uno e l'altro sistema a cui si è fatto cenno, ma vanno oltre fino a comprendere relazioni interattive digitali più complesse e dinamiche tra venditore e consumatore. E' questo il caso ad esempio della McDonald's che permette ai propri clienti di scegliere, ordinare e pagare il panino attraverso l'app sul telefonino, evitando così al cliente la coda in cassa, e riducendo enormemente al gestore del locale l'onere della gestione delle ordinazioni e dei pagamenti. Ma vi sono casi ancora più complessi che addirittura consentono al cliente, per il tramite di portali di vendita digitale e l'uso di differenti applicazioni iPhone/Android, di entrare nella fase della realizzazione di un articolo da lui stesso concepito e disegnato (ad esempio attraverso la stampa 3D). Alcuni studi hanno rilevato come oggi i consumatori rimangano spesso connessi durante tutti i loro spostamenti: infatti, oltre il 50% delle pagine viene visualizzato su dispositivi mobili. Tutte queste forme di interazione tra venditore e cliente che avvengono con l'ausilio della rete sono catturate da alcuni studiosi in quella che viene definita la cosiddetta strategia "*omnicanales*"<sup>54</sup>. Nell'approccio omnicanales il cliente fa una

---

<sup>54</sup> Ferrandina A., Vianello S. - "Il Marketing Omnicanales. Tecnologia e marketing a supporto delle vendite"

esperienza a tutto tondo. I negozi fisici sono fondamentali per la realizzazione di questa esperienza. Nel negozio, infatti, il cliente trova servizi “personalizzati” che il solo collegamento online non può offrire. In questa dimensione omnicanale, il cliente è più motivato stante l’esistenza - nel percorso d’acquisto - di canali *on* ed *offline* e di una strategia aziendale che mira alla valorizzazione dei benefici dell’uno e dell’altro canale nei confronti dei propri clienti. Questa interazione spinta tra i vari canali, digitale e fisico, attraverso cui si snoda il percorso di acquisizione del bene da parte del consumatore consente a quest’ultimo di beneficiare di una esperienza d’acquisto completa, capace cioè di soddisfare tutte le sue esigenze. Il coinvolgimento dei potenziali clienti nella catena di vendita è diventato praticamente a 360 gradi. La strategia omnicanale presenta ad un tempo vantaggi e rischi per l’impresa. I vantaggi consistono nella possibilità di migliorare il targeting, di superare ostacoli di carattere spaziale e temporale, di entrare in un rapporto privilegiato con i clienti, e, in definitiva, di vendere di più e meglio. I *retailers* che hanno attuato una strategia omnicanale vincente hanno investito nella formazione del personale dei negozi e nelle tecnologie di acquisizione dati e tendono all’ottimizzazione e al miglioramento continuo delle esperienze dei clienti. I rischi sono connessi alla incapacità della impresa di soddisfare le aspettative sempre più crescenti della clientela vuoi per mancanza di strumenti tecnici nel corso dei cambi o salti della tecnologia vuoi per pressioni di carattere culturale esercitate sui consumatori da movimenti di opinione.

In definitiva si può affermare che il commercio al dettaglio del futuro è personalizzato, orientato al cliente, disponibile ovunque, rapido, emozionale, flessibile, collegato in rete e basato sulle ultime tecnologie. Con l’ausilio di droni e l’introduzione del nuovo standard 5G a partire dal 2020 stante l’accelerazione in mobilità della realtà “virtuale” e “aumentata”, è verosimile ipotizzare un ulteriore balzo in avanti del commercio al dettaglio.

Oggi il commercio al dettaglio costituisce uno dei maggiori settori dell’economia mondiale. Vi operano una moltitudine di imprese che generano un significativo fatturato. I maggiori 250 *retailers* al mondo (87 europei), nell’anno fiscale 2017, hanno raggiunto insieme un fatturato di 4.530 miliardi di dollari, in crescita del 5,7% sull’anno precedente. Attualmente il mercato mondiale del commercio al dettaglio è dominato da 10 multinazionali come si evince dalla tavola sottostante:

Società	Paese	Vendite al dettaglio in milioni di dollari	Crescita
Wal-Mart Stores, Inc.	Usa	500,343	3.0%
Costco Wholesale Corporation	Usa	129,025	8.7%
The Kroger Co.	Usa	118,982	3.2%

Amazon.com, Inc.	Usa	118,573	25.3%
Schwarz Group	Germania	111,766	7.4%
The Home Depot, Inc.	Usa	100,904	6.7%
Walgreens Boots Alliance, Inc.	Usa	99,115	2.1%
Aldi Einkauf GmbH & Co. oHG	Germania	98,287*	7.7%
CVS Health Corporation	Usa	79,398	-2.1%
Tesco PLC	Regno Unito	73,961	2.8%

**Classifica 2017<sup>55</sup>**

Nella classifica dei più grandi *retailers* al mondo 7 catene su 10 sono americane. L'Europa è presente nella *top 10* solo grazie a Germania e Gran Bretagna. Il podio è detenuto da società statunitensi: al primo posto si conferma, ancora una volta, il gigante del retail mondiale, Walmart (500,3 miliardi di dollari, in crescita del 3%), da oltre 20 anni leader globale e primo nei supermercati. Al secondo e terzo posto si piazzano, rispettivamente, Costco (129 miliardi di dollari, in crescita dell'8,7%), una grande catena americana di ipermercati all'ingrosso, e Kroger (quasi 119 miliardi di dollari ed in crescita del 3,2%), una catena di negozi al dettaglio fondata da Bernard Kroger nel 1883 a Cincinnati, nell'Ohio. Degno di nota è il 4° posto di Amazon con una percentuale di crescita del 25,3% sull'anno precedente. La crescita di Amazon è la più significativa tanto da permetterle nel 2017 di scalare la classifica mondiale di due posti e di far prevedere un miglior posizionamento nella prossima classifica.

Il valore generato dagli acquisti *online* di prodotti nel mondo ha superato, nel 2018, i 1.800 miliardi di euro (+20% rispetto al 2017). Al primo posto si colloca la Cina con 895 miliardi di euro, seguita dagli Stati Uniti con 425 miliardi di euro.

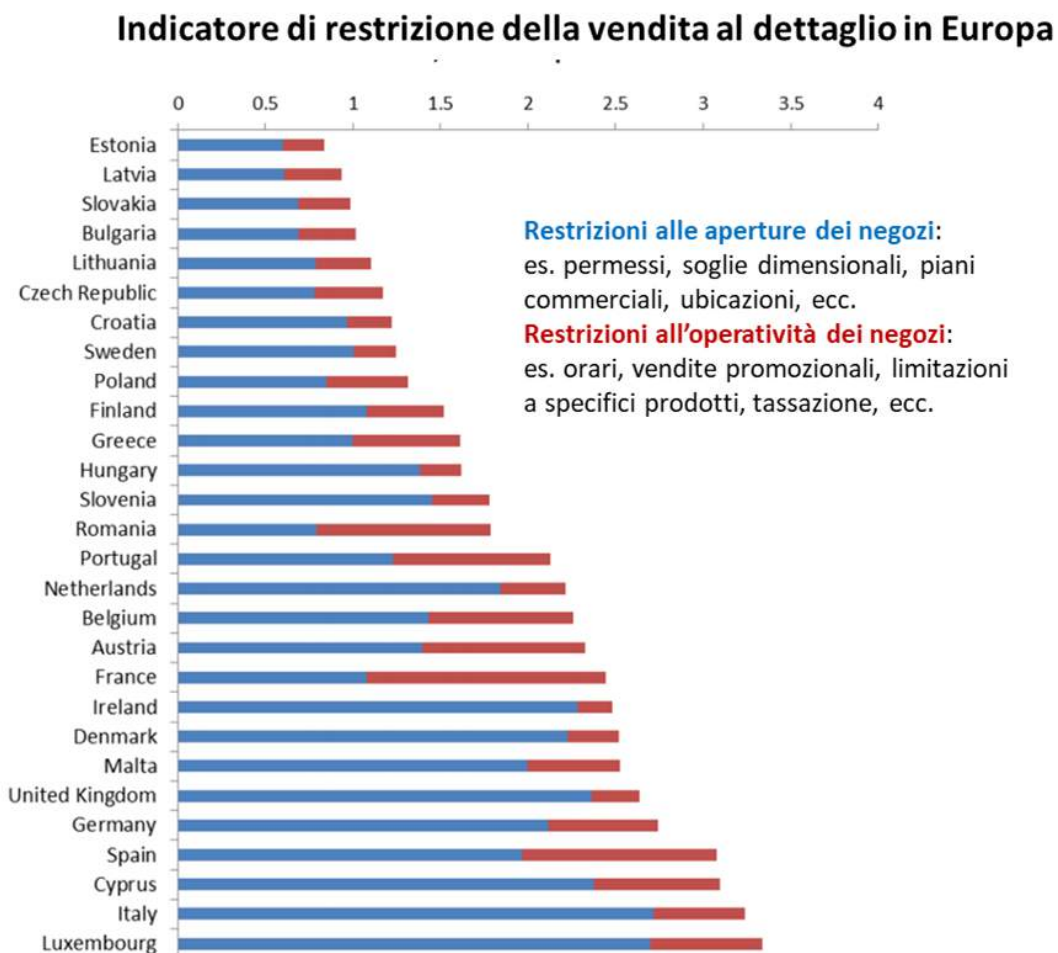
In Europa, le imprese che operano nel settore del commercio al dettaglio sono circa 3,6 milioni ed impiegano quasi un cittadino su dieci. Ogni famiglia europea spende mediamente un terzo dei propri guadagni nei negozi di commercio al dettaglio. Il settore alimentare occupa la maggior parte delle spese del consumatore. L'e-commerce è ampiamente diffuso in Europa, sebbene a macchia di leopardo. I Paesi dove l'e-commerce è più maturo sono il Regno Unito, la Germania e la Francia. La maggior parte dei *retailers* europei non è al passo con lo sviluppo dell'*omnichannel retail*. Sebbene

<sup>55</sup> La classifica è stata stilata da Deloitte nella 22esima edizione dello studio *Global Powers of Retailing*, che registra i risultati dell'esercizio annuale al 30 giugno 2018 dei più grandi *retailer* mondiali.



questo sia largamente considerato prioritario, solo il 14% degli operatori del settore hanno attuato una strategia in tale direzione. I limiti che incontra l'omnicanalità in Europa dipendono in larga misura dalla grande varietà di valute, lingue, e stili di vita. Le aziende che hanno adottato la strategia omnicanale hanno ottenuto una buona crescita dei ricavi.

Nell'unione europea la regolamentazione del settore del commercio al dettaglio è riservata ai singoli Stati membri. Molti Paesi dell'Unione europea hanno un quadro normativo che ostacola fortemente lo sviluppo del settore e che non favorisce l'introduzione delle innovazioni tecnologiche. Esiste un indicatore di restrittività elaborato dalla Commissione europea che mostra il livello di restrizioni al commercio al dettaglio imposte dai singoli Stati membri. L'Italia, come si evince dalla tavola sottostante, è uno dei paesi che impone il maggior numero di restrizioni al commercio al dettaglio.



*Source: own calculations based on information collected from Member States and through dedicated studies*

La Commissione europea, al fine di favorire la competitività del commercio al dettaglio in Europa, ha emanato varie guide sul commercio al dettaglio nelle quali invita i paesi membri a ridurre le

restrizioni alle attività quotidiane dei negozi, ad adottare nuovi approcci per promuovere la vitalità dei centri cittadini, e a favorire il cambiamento tecnologico.

Dalla disamina fin qui condotta emerge con tutta evidenza che:

- è in atto una vera e propria rivoluzione nel settore della grande distribuzione, nel quale i mondi digitali e fisico si stanno sempre più avvicinando, coinvolgendo inevitabilmente nel loro percorso evolutivo vari comparti non solo del “Consumer Markets” ma anche delle telecomunicazioni, media, e tecnologia e dei servizi di supporto come quello della logistica;
- il settore retail, stante la sua costante crescita, è diventato negli anni l’arena di molte operazioni di concentrazione che vedono impegnate proprio le grandi multinazionali.

### ***Food & Beverage (F&B)***

Il settore F&B o settore alimentare include un mondo molto complesso che riguarda e coinvolge la produzione, la trasformazione industriale ed il commercio dei prodotti alimentari, incluso il commercio al dettaglio che è quello che più ci interessa ai fini di questo lavoro. Il mercato degli alimenti comprende la vendita di alimenti, bevande, alimenti per animali domestici e prodotti del tabacco da parte di grandi imprese, imprese individuali e società di persone. Le aziende del settore alimentare e delle bevande trasformano le materie prime, le confezionano e le distribuiscono attraverso vari canali di distribuzione sia ai singoli clienti che agli stabilimenti commerciali. Il settore F&B acquisisce sempre maggior importanza sotto il profilo economico e sociale ed è in forte espansione grazie alla crescente domanda di paesi quali Cina, India e Brasile. Il settore è in costante evoluzione. Le ragioni sono da ricercare nel cambiamento costante delle abitudini alimentari e nei trend tecnologici riguardanti l’automazione dei macchinari per la trasformazione, manipolazione e confezionamento degli alimenti e quelli riguardanti le piattaforme digitali per la distribuzione e commercializzazione dei prodotti. L’esplosione dell’e-commerce ha creato uno scenario sempre più impegnativo per i grandi players del settore alimentare e delle bevande. Il settore F&B è il candidato naturale per le tecnologie cd “*Blockchain*” che consentono di creare un registro decentralizzato digitale condiviso da tutte le parti che operano all’interno di una determinata rete distribuita di computer, nel quale vengono registrate tutte le transazioni che avvengono all’interno della rete. La *blockchain* al servizio della *supply chain* dei prodotti alimentari (dalla produzione alla vendita) permette di documentare le transazioni che intercorrono tra i diversi operatori di una filiera consentendo di garantire la migliore tracciabilità degli alimenti e di assicurare nuovi livelli di

sicurezza alimentare, così come richiesto dal mercato. Ai consumatori finali è consentito di accedere ai dati contenuti sulla piattaforma digitale anche direttamente dal proprio smartphone.

Leaders del F&B nel mondo sono:

- la multinazionale svizzera “*Nestlé SA*”, presente in 191 paesi con un attivo di oltre 2.000 marchi, che includono prodotti divenuti icone a livello mondiale, come Perrier e S.Pellegrino (acque minerali), Fitness e Nesquik Cereal (cereali), KitKat, Quality Street e Smarties (dolci e cioccolato), Buitoni e Maggi (alimentari), Nescafé (bevande), Purina e Fiskies (alimentazione animale) e Nespresso;
- la multinazionale statunitense “*PepsiCo*”, attiva negli snack e bevande, con sede a Purchase, New York. Oltre al marchio Pepsi-Cola possiede, fra gli altri, i marchi Gatorade, Frito-Lay, SoBe, Lay's, Naked, 7 Up e Tropicana;
- la statunitense “*The Coca-Cola Company*”, una delle più grandi aziende produttrici e distributrici di bevande analcoliche e concentrati di sciroppi a livello mondiale. La sede è ad Atlanta (Georgia), negli Stati Uniti d'America;
- la brasiliana “*JBS S.A.*”, la più grande azienda di lavorazione della carne del mondo, che produce carne di manzo, pollo e maiale lavorati in fabbrica e che vende anche sottoprodotti della lavorazione di queste carni. Ha sede a San Paolo.

Nel 2018 il mercato globale del F&B è stato valutato intorno agli 8.000 miliardi di dollari statunitensi. Il Nord America è stato il più grande mercato per alimenti e bevande, rappresentando oltre il 50% del mercato globale nel 2018. Gli Stati Uniti sono il più grande paese in termini di valore nel mercato degli alimenti e delle bevande.

Il mercato F&B negli ultimi quattro anni è stato caratterizzato da numerose operazioni di concentrazione aziendale.

Nel 2015, grazie alla fusione tra Kraft Foods e H.J. Heinz, è nato Kraft Heinz, ossia il terzo più grande gruppo alimentare e del beverage in Nord America e il quinto nel mondo. Con i suoi 41 miliardi di dollari, Kraft è stato il marchio più costoso acquistato dal 2000.

Nel 2016 l'operazione più rilevante è stata l'integrazione, da USD 101,1 miliardi, tra la belga Anheuser-Bush Inbev NV, primo produttore mondiale di birra, e l'anglo-sudafricana SABMiller Plc, numero due del settore. La fusione delle due realtà ha dato vita ad una entità in grado di controllare un terzo del mercato globale della birra.

Nel 2017, il colosso dei beni di largo consumo britannico, Reckitt Benckiser Group Plc (il cui azionista di riferimento è la investment company lussemburghese JAB Holding Co Sàrl) ha rilevato l'intero capitale di Mead Johnson Nutrition Co, azienda USA specializzata in prodotti alimentari per bambini. Questa nuova entità nel comparto del latte per bambini compete sul mercato con Nestlé e Danone.

Nel gennaio 2018 la Ferrero International SA, la terza più grande azienda al mondo nel mercato del cioccolato confezionato e presente in 55 paesi con oltre 30.000 dipendenti ed una distribuzione in oltre 170 nazioni, ha rilevato il business 'chocolate confectionery' di Nestlé SA negli Stati Uniti per 2.8 miliardi di dollari, acquisendo la titolarità sul mercato americano dei marchi Crunch, Butterfinger, BabyRuth, 100Grand, Raisinets, Wonka ed altri, ed i relativi stabilimenti di produzione situati a Bloomington, Franklin Park ed Itasca, in Illinois. Nell'aprile dello stesso anno ha, poi, acquisito i biscotti e snack di Kellogg negli Usa (compresi 6 stabilimenti in Kentucky e 2 in Illinois) per 1,3 miliardi di dollari. A luglio, infine, attraverso una holding belga, ha acquisito, per 300 milioni di dollari, dal colosso americano Campbell's i biscotti danesi Kelsen e i marchi Kjeldsen e Royal Dansk. I *deals* rientrano nella strategia di crescita per linee esterne e diversificazione geografica messa in atto da Ferrero in questi ultimi anni volta, soprattutto, a rafforzare la propria presenza negli Stati Uniti.

## 5.2 I protagonisti del case study

Il case study riguarda due aziende, la Whole Foods Market e Amazon, che presentano profili aziendali diametralmente opposti. La prima è una azienda elastica e aperta, che incoraggia la creatività e la partecipazione dei dipendenti, valorizza il loro senso critico e promuove un'organizzazione egualitaria. La seconda, per contro, è un'azienda incardinata su una certa "rigidità", con un'organizzazione gerarchica ben strutturata, che contempla il ferreo rispetto delle regole ed è poco tollerante verso comportamenti di contestazione. L'acquisizione di Whole Foods Market Inc da parte di Amazon ha suscitato molto scalpore anche, e soprattutto, perché è l'ultimo capitolo di una aggressiva e rivoluzionaria espansione nel *retail* messa in atto da Jeff Bezos, il fondatore di Amazon. Per comprendere questa operazione, è necessario, preliminarmente, tratteggiare il profilo delle due aziende, con riferimento, in particolare, alle loro scelte strategiche in tema di crescita dimensionale.

### *Amazon*

Amazon è la piattaforma digitale del commercio al dettaglio più grande del mondo. Ha sede a Seattle nello stato di Washington (USA). Ha avviato la propria attività nel 1995 come libreria online. Oggi la gamma dei prodotti venduti copre DVD, CD musicali, software, videogiochi, prodotti elettronici, abbigliamento, mobilia, cibo, giocattoli ed include anche la produzione e distribuzione di video streaming. Possiede siti in Canada, Regno Unito, Germania, Australia, Francia, Italia, Spagna, Cina, Brasile, Messico, Giappone, Paesi Bassi e India e spedisce i suoi prodotti in tutto il mondo. Ha 647.500 dipendenti. La sua valutazione è intorno ai 700 miliardi di dollari con un fatturato di circa 280 miliardi di dollari all'anno. Il suo bacino di utenza sfiora i 70 milioni di acquirenti nei soli Stati Uniti. A capo di questa azienda vi è Jeff Bezos che è, anche, il fondatore di Amazon. Ha un patrimonio personale superiore ai 100 miliardi di dollari e si avvia a diventare l'uomo più ricco del mondo detronizzando Bill Gates che detiene questo primato da oltre vent'anni. Bezos è un audace innovatore. A differenza di quasi tutti gli altri CEO, il fondatore di Amazon ha costruito la sua società prendendo di petto i rischi, ignorando le manovre più scontate e immaginando ogni possibile desiderio dei clienti prima ancora che ci pensassero. La sua strategia di crescita si fonda sulle teorie della *Disruptive Innovation* che, come noto, pongono in capo al leader del mercato, la responsabilità di cavalcare l'innovazione tecnologica e di anticipare gli orientamenti dei consumatori nella consapevolezza che mancando tale sfida quest'ultima viene raccolta da qualcun altro che finisce con lo scalzare il leader costringendolo, inizialmente, alla sua marginalizzazione e, poi, alla sua scomparsa dal mercato. Jeff Bezos ha sposato questa visione tanto è che tutta la sua attività è costellata di continue iniziative eclatanti molte trionfali ma anche fallimentari. Relativamente a queste ultime Jeff Bezos non ne fa

mistero sostenendo che sono proprio gli insuccessi che, il più delle volte, danno la spinta verso nuove avventure. Mentre la maggioranza delle aziende sono molto caute nell'intraprendere nuove esperienze, in quanto temono il fallimento, Amazon sembra non farsene un problema. Il successo, per Jeff Bezos, si accompagna con una cultura sperimentale che implica, molte volte, la perdita di ingenti capitali. La forza di Amazon è proprio in questa capacità ideativa nel lungo termine che la concorrenza non è in grado di emulare.

Amazon, infatti, nei suoi primi 10 anni di attività ha generato, inizialmente, perdite e, poi, profitti molto contenuti. Anche adesso che i profitti sono ingenti, la società continua a metterli da parte per sostenere i propri investimenti. Il modello di business commerciale adottato da Amazon è basato sul principio della cd. coda lunga. I ricavi derivano da un equilibrato bilanciamento delle vendite di molte unità di pochi articoli, con le vendite di poche unità di moltissimi articoli. Il meccanismo è di tipo espansivo nel senso che la base dei prodotti maggiormente venduti è costituita, fintantoché i costi di stoccaggio e magazzino risultano alti, da prodotti molto popolari, e che tale base è destinata ad ampliarsi sempre più di prodotti meno popolari con il diminuire dei suddetti costi di stoccaggio e magazzino. In sintesi, i prodotti di nicchia non vendono le stesse quantità dei prodotti popolari ma producono comunque ricavi, che nel lungo periodo finiscono con l'essere superiori a quelli generati dalla vendita degli articoli popolari. Questo schema è confluito in un algoritmo che Amazon usa per influenzare i clienti. I clienti, non appena entrano nel sito per effettuare un acquisto, vengono bombardati visivamente da annunci relativi ad articoli di fascia più alta - correlati a quello che si stanno apprestando ad acquistare - oppure correlati ai loro gusti, alle loro ricerche recenti, o agli acquisti precedentemente effettuati, informazioni, quest'ultime, catturate e custodite nei potenti database di Amazon. L'algoritmo riesce a far sì che anche i prodotti di nicchia siano visualizzati e spinti verso una miriade di utenti generando ampi volumi di ricavi. In sintesi, questo algoritmo va a customizzare profondamente l'esperienza utente su amazon.com. L'intento è quello di affascinare il cliente per portarlo in una determinata direzione di shopping.

Amazon oggi non si limita a distribuire i prodotti alla clientela ma rappresenta una piattaforma, molto redditizia e ben remunerata, di cui si avvalgono i suoi concorrenti per la distribuzione dei propri prodotti. Il suo dominio va oltre la vendita al dettaglio. E' presente nel campo della finanza, pubblica libri, fabbrica hardware ma soprattutto controlla *Amazon web services* un servizio da 12 miliardi di dollari che consente l'affitto dei servers Amazon, banda larga e potenza di calcolo ad altre aziende tra cui spiccano Netflix, Dropbox e il governo degli Stati Uniti. Amazon, in definitiva, è un negozio universale che vende di tutto compreso sé stesso. Tutto ciò ha portato nelle mani di Amazon una

enorme quantità di potere economico. Tant'è che molti analisti si iniziano a chiedere quando diventerà un monopolio.

Uno sguardo alla storia di questo colosso ci consente di comprendere meglio l'Amazon dei giorni nostri e le ragioni di questa sua ingordigia.

Agli inizi della propria attività, Amazon, come detto, operò in perdita ma già dopo due anni si quotò in borsa con un'offerta pubblica iniziale di 3.000.000 di azioni ordinarie. Accanto all'iniziale deposito di Seattle, nel 1997 venne aperto un nuovo centro di distribuzione nel Delaware. Questo nuovo sito consentì ad Amazon di ridurre notevolmente i tempi di consegna dei prodotti, che rappresentava uno degli obiettivi strategici dell'azienda. Nello stesso anno Amazon strinse accordi commerciali con *Yahoo* e *AmericanOnline* così da ottenere una grande visibilità su quelli che erano i siti internet più visitati del tempo. Gli accordi furono successivamente estesi a *Netscape*, *Excite* e *AltaVista*. Nell'Ottobre 1997 l'azienda raggiunse un altro dei suoi record quello cioè di contare più di un milione di clienti distribuiti in tutti i cinquanta stati degli U.S.A. e in altre centosessanta nazioni. I ricavi annui ammontavano a 147 milioni di dollari. Nel 1998 Amazon divenne la terza azienda commerciale di prodotti editoriali degli Stati Uniti. Gli utenti del sito erano più di 2.000.000 che rappresentava un incremento del 564% rispetto all'anno precedente.

Il successo di Amazon in quegli anni fu costellato da una serie continua di acquisizioni d'aziende. Nel 1998 acquistò "*Bookpages*" e "*Telebook*" i due più grandi e-commerce di prodotti editoriali rispettivamente di Regno Unito e Germania e poi, "*The Online Movie Database*". Quest'ultimo acquisto consentì alla azienda di iniziare la vendita online di film utilizzando risorse, informazioni ed una piattaforma *web customer friendly*. Nello stesso periodo Amazon aggiunse alla propria gamma di prodotti i CD online e poi i software, gli articoli di elettronica di consumo, i giocattoli, i videogames e i prodotti per la casa.

Il 2002 fu l'anno in cui Amazon produsse il suo primo utile ed è l'anno a partire dal quale Amazon ha continuato a produrre utili ininterrottamente. Negli anni l'azienda ha continuato a perseguire l'obiettivo di ridurre i tempi di consegna dei prodotti fino alla riduzione drastica del 2005, grazie all'introduzione del servizio Amazon Prime che a fronte di un canone annuale garantisce la consegna degli articoli in massimo 1 giorno. Nel 2007 Amazon si affermò anche nel campo dei prodotti tecnologici. Grazie al lancio di *Kindle*, un ausilio per la lettura degli e-books venduti su amazon.com, Amazon riuscì a consolidare la propria posizione nell'editoria e a lanciarsi nella produzione di tablet low-cost. Nel 2010 Amazon sbarcò in Italia con due centri di distribuzione ubicati rispettivamente a Castel San Giovanni Piacenza (per coprire la zona nord), e a Passo Corese Rieti (per coprire la zona

centro-sud del paese). Nel 2014 fece il suo ingresso nel mondo della produzione di film e serie tv da trasmettere sulla sua piattaforma online. Il servizio inizialmente riguardò gli abbonati del Nord-America. Oggi è diffuso in tutto il mondo.

Al *Kindle*, nel 2015, seguì negli USA<sup>56</sup> il lancio da parte di Amazon di *Echo*, un dispositivo in grado di interagire con la voce, riprodurre musica, creare elenchi di cose da fare, impostare allarmi, streaming di podcast, riprodurre audiolibri e fornire informazioni meteorologiche, sul traffico e altre informazioni in tempo reale, ed, infine di controllare diversi dispositivi intelligenti casalinghi agendo da *hub* di domotica.

La strategia di crescita di Amazon attraverso operazioni di acquisizioni di aziende è continuata nel 2017 con l'acquisizione della principale piattaforma di e-commerce del Medio Oriente, la Souq.com con sede a Dubai (con una media dichiarata di oltre 40 milioni di visitatori al mese e volume di affari pari a USD 0,6 miliardi), per culminare, nello stesso anno con l'acquisto - per USD 13,7 miliardi - di Whole Food Market Inc, una nota catena di supermercati di fascia alta di prodotti biologici negli USA. I numeri che Amazon ha portato con sé all'appuntamento con Whole foods sono i seguenti:

- una valutazione dell'azienda di circa 477 miliardi di dollari;
- vendite annuali pari a circa 142 miliardi di dollari;
- profitti annuali intorno ai 2,5 miliardi di dollari;

Per completezza si riporta che a fine gennaio 2018 la Amazon si è alleata con la banca JP Morgan e la holding di Warren Buffett Berkshire Hathaway per dar vita a una grande *non profit* dedicata all'applicazione dell'hi-tech e Internet ai servizi sanitari, con l'intento di ridurre i costi. Amazon ha poi annunciato il proprio ingresso nel settore sanitario-farmaceutico. Fino ad ora questo annuncio non si è materializzato in atti concreti, a parte quello di mettere in fibrillazione i big del settore farmaceutico.

### ***Whole Foods Market***

Whole Foods Market è una società alimentare statunitense con sede ad Austin, in Texas. È un rivenditore di alimenti naturali e di prodotti biologici, privi di conservanti, coloranti, aromi artificiali e dolcificanti. L'azienda, oltre a gestire supermercati con prodotti di origine controllata e naturali, molti dei quali vengono prodotti dalla stessa compagnia, offre all'interno di alcuni dei suoi supermercati un servizio di takeaway di cibo preparato. La società si è sempre classificata tra le

---

<sup>56</sup> Echo divenne disponibile nel Regno Unito e Germania il 14 settembre 2016, mentre in Italia venne lanciato il 23 ottobre 2018.



imprese più socialmente responsabili tenuto conto del suo rispetto per l'ambiente. Whole Foods ha un brand forte e una clientela dal reddito superiore alla media, disposta a pagare un prezzo più elevato per i generi alimentari. Dispone di circa 500 supermercati. Dal 2017, a seguito della sua acquisizione da parte di Amazon, fa parte del gruppo Amazon.com. È guidata da John Mackey che ne è stato il cofondatore.

Whole Foods nacque nel 1980 quando l'industria del cibo biologico iniziava a svelare le proprie potenzialità. Non che non esistessero negozi di cibo biologico, ma certamente la novità di Whole Foods fu di offrire supermercati di grandi dimensioni e con una grande varietà di prodotti. L'iniziativa non poté che decollare grazie soprattutto ai valori cui l'azienda si atteneva quali il rispetto, correttezza e trasparenza nei confronti dei suoi fornitori, clienti e tutti i suoi stakeholders (soci, dipendenti, managers). La formula adottata per la gestione dei punti vendita era innovativa in quanto si fondava su negozi dal look accattivante e su assistenti di vendita molto preparati e con specifiche conoscenze sui prodotti in vendita, ai quali i clienti si affidavano per le loro scelte alimentari. Con l'introduzione di prodotti biologici a marchio "Whole Foods" il successo della catena di supermercati si ampliò ancora di più. Ma anche dal punto di vista organizzativo la Whole Foods precorse i tempi. John Mackey, CEO e cofondatore di Whole Foods, implementò all'interno della azienda una cultura di tipo "condivisa" che comportava che il management e lo staff lavorassero a stretto contatto per raggiungere gli obiettivi dell'azienda. Tra il 1990 e il 1996 le vendite di prodotti naturali raddoppiarono, passando da 4,22 miliardi a 9,22 miliardi. Forte di questi successi la Whole Foods negli anni ha dato vita a molte acquisizioni e si è espansa dapprima negli Stati Uniti e successivamente in Canada ed Europa. L'espansione non ha riguardato esclusivamente l'acquisto di aziende e l'apertura di nuovi punti vendita ma anche l'apertura al mondo digitale per la razionalizzazione dei propri metodi di distribuzione.

In una dichiarazione rilasciata al Guardian, Jeff Bezos ha affermato che "milioni di persone amano Whole foods perché offre i migliori alimenti naturali e biologici, e rende divertente il mangiare sano. Whole Foods ha soddisfatto, deliziato e nutrito i suoi clienti per quasi quattro decenni: sta facendo un lavoro straordinario e noi vogliamo che tutto ciò continui".

La Whole Foods, al momento dell'acquisizione da parte di Amazon, vantava le seguenti caratteristiche:

- una valutazione dell'azienda di circa 12 miliardi di dollari;
- vendite annuali pari a circa 16 miliardi di dollari;
- profitti annuali intorno ai 400 milioni di dollari;

- un esercito di dipendenti di circa 60.000 persone.

Al tempo stesso, la Whole Foods presentava una flessione nelle vendite ed una redditività in calo, dovute, probabilmente, al fatto che il marchio iniziava ad essere percepito agli occhi di molti consumatori come “supponente” e monopolista. Gli azionisti, inoltre, richiedevano un cambio di strategia volendo affiancare al business tradizionale il commercio online.

### 5.3 Gli aspetti inerenti all'acquisizione

L'operazione di acquisizione di Whole Foods Market da parte di Amazon si è concretizzata il 28 agosto 2017 dopo che gli azionisti della catena di supermercati statunitense hanno detto sì alla fusione con il colosso dell'e-commerce e dopo il via libera dell'antitrust americana, la Federal Trade Commission, che ha affermato di aver completato positivamente l'indagine e di non aver rinvenuto elementi che potessero ridurre in maniera sostanziale la concorrenza.

La trattativa si è chiusa al prezzo di 42 dollari per azione di Whole Foods, per un valore complessivo, compreso il debito netto del *retailer*, pari a circa 13,7 miliardi di dollari in contanti: un prezzo superiore del 27% rispetto al valore delle azioni di Whole Foods Market prima della vendita. L'operazione costituisce l'acquisizione più costosa posta in essere da Amazon nel corso della sua storia. Per portare a compimento il *takeover* su Whole Foods Market, Amazon ha dovuto collocare sul mercato bond fino a un valore complessivo di 16 miliardi.

La conclusione del *deal* è stata preceduta da accese proteste di alcuni analisti che, ritenendo la posizione di dominio di Amazon non dovuta ad innovazioni tecnologiche bensì, ad un afflusso ininterrotto di denaro proveniente da Wall Street, hanno sostenuto che con l'acquisto Amazon abbia rafforzato la propria strategia di fidelizzazione dei consumatori per assicurarsi che non comprino da nessun altro, ed hanno chiesto un intervento più deciso della Securities and Exchange Commission (l'autorità USA di controllo del settore finanziario) volto a verificare se l'acquisto di Whole Foods non fosse un ulteriore step di Amazon verso il rafforzamento della sua posizione dominante sul mercato, a tutto scapito delle altre aziende. L'intervento della Securities and Exchange Commission non ha prodotto alcun risultato nella direzione auspicata dagli analisti. Alle accese proteste hanno fatto da contrasto le dichiarazioni di intenti solidali da parte dei CEO di entrambe le compagnie. Queste dichiarazioni hanno avuto, da un lato, l'effetto di far crollare i titoli in Borsa di tutti i concorrenti nel commercio al dettaglio (Walmart è calata del 5,6 per cento, perdendo 12,9 miliardi di dollari di valore di mercato; Costco ha perso il 6,4 per cento e 5,2 miliardi; Kroger ha perso il 12 per cento e 3 miliardi) e, dall'altro, di far crescere nel giro di un paio di ore le azioni di Amazon del 3 per cento. Il valore di Amazon in conseguenza dell'aumento delle azioni è salito di 14 miliardi di dollari, che è pressoché l'importo sborsato per l'acquisto di Whole Foods. Qualcuno è arrivato a sostenere che, in pratica, Amazon ha comprato la sesta catena di supermercati degli Stati Uniti senza sborsare un centesimo.

Con l'operazione di acquisizione, Jeff Bezos entra in un settore, quello degli alimenti naturali e dei prodotti biologici nella grande distribuzione, nel quale fino a pochi anni prima la presenza di Amazon era molto limitata. Il settore negli Stati Uniti vale circa USD 700/800 miliardi l'anno.

L'acquisizione consente a Whole Foods Market di avviare una politica di contenimento dei prezzi - che negli ultimi anni erano schizzati alle stelle - facendo leva sulla maggiore forza derivante dal suo inserimento nell'ambito di una struttura più ampia, quella appunto di Amazon.

Alcuni consumatori di Whole Foods non hanno preso bene la notizia ed hanno accusato la catena di svendersi, esprimendo, al contempo, una preoccupazione per la qualità dei prodotti al termine della fusione. Whole Foods ha risposto con una lettera che affronta queste preoccupazioni e che, al tempo stesso, getta luce sull'intero deal:

*Stimato cliente,*

*oggi segna l'inizio di un nuovo capitolo emozionante nella storia di Whole Foods Market, con l'annuncio che abbiamo stipulato un accordo per fonderci con Amazon. Amazon è un'azienda innovativa e siamo entusiasti della nostra partnership. Crediamo che sia un'occasione incredibile per portare la missione e lo scopo di Whole Foods a nuovi livelli e per creare un valore significativo per i nostri stakeholder, incluso te, nostro cliente più fedele. Vogliamo assicurarti che Amazon condivide l'impegno profondo di Whole Foods Market per la qualità e il servizio al cliente. Continueremo a gestire i nostri negozi e a offrire la più alta qualità e deliziosi prodotti naturali e biologici che nel tempo hai imparato ad apprezzare e ad aver fiducia. Nessun aroma artificiale, colorante, conservante, edulcorante o grasso idrogenato sarà mai in uno qualsiasi dei prodotti che vendiamo. La carne arriverà ancora da animali allevati senza ormoni di crescita. Tutte le uova continueranno a provenire da galline allevate fuori dalle gabbie e senza antibiotici. Questi standard sono fondamentali per Whole Foods Market e continueremo a esser loro fedeli. Che tu sia stato un Whole Foodie per 30 giorni o per 30 anni, sei stato una parte importante nel fare Whole Foods Markets ciò che è oggi. Non vediamo l'ora di condividere con voi il prossimo capitolo.*

*Il tuo team di Whole Foods*

All'avvio dell'operazione, i CEO delle due aziende ritenevano che vi fossero le condizioni per l'avvio di un partenariato di successo e ciò nonostante le accuse di avidità sollevate da Whole Foods nei confronti di Amazon appena un anno prima. A seguito dell'ingresso di Amazon nel settore Food & grocery, il settore ha subito un forte sconvolgimento tanto da dare luogo ad accanite lotte tra gli operatori nel campo dei prodotti alimentari e non solo. Il sospetto è che acquisizioni di questo tipo finiscano per generare un controllo sempre più diffuso delle imprese tecnologiche sull'economia

mondiale. L'acquisizione di Whole Foods da parte di Amazon ha posto interrogativi non solo sulle motivazioni che hanno spinto le parti ad addivenire all'accordo, ma ha aperto problematiche su quelli che potrebbero essere gli sviluppi di tale acquisizione.

## 5.4 Le motivazioni di carattere strategico che hanno portato all'operazione

Molti analisti, si sono chiesti perché mai il colosso dell'e-commerce avesse speso tanti soldi per acquisire una azienda così lontana dal suo modo di operare e perché mai una azienda altrettanto forte come Whole Foods avesse accettato di vendere. Amazon è il re indiscusso del mercato digitale. Il marketplace online più grande al mondo. E la sua storia è fatta di continue innovazioni tese a indebolire la grande distribuzione tradizionale. Whole Foods è esattamente il contrario di Amazon. È una catena di supermercati basata sulle logiche più ferree della Grande Distribuzione Organizzata (GDO).

Le risposte che gli analisti hanno dato alle due domande sono state le più svariate, sebbene tutte presentino un punto di convergenza, che è la spasmodica ricerca da parte del mercato del *retail* di sfruttare al massimo le potenzialità che presenta l'accostamento del mondo digitale a quello fisico.

Secondo alcuni analisti portando nel settore Food le innovazioni tecnologiche proprie del mondo digitale, il settore potrebbe godere di maggiori efficienze ed economie. Si fa l'esempio della introduzione della modalità di vendita senza casse messa a punto da Amazon in via sperimentale attraverso i punti vendita di Amazon Go. Attraverso questa modalità i clienti, soprattutto quelli esposti a ritmi di lavoro incalzanti, potrebbero prendere, nella pausa pranzo, il proprio cibo preferito (preincartato) direttamente dallo scaffale del supermercato Whole Foods e non fare alcuna fila alle casse. L'acquisto, in definitiva, avverrebbe senza alcuna intermediazione del personale del punto vendita, in tempi molto ristretti e, quindi, con notevoli benefici per il consumatore.

Ancora, secondo altri analisti, le potenzialità offerte dal digitale potrebbero consentire a Whole Foods di lanciare una serrata campagna di ordinazione dei prodotti alimentari online con conseguente consegna domiciliare. Modalità questa già sperimentata da Whole Foods in passato ma con scarso successo, non avendo ricevuto l'apprezzamento dei consumatori molto più inclini a scegliere i propri cibi dopo averli ispezionati da un punto di vista visivo ed olfattivo.

Molti analisti, ritengono, che i benefici che Amazon potrebbe ricevere dalla acquisizione di Whole Foods, sarebbero riscontrabili nella possibilità di utilizzare i punti vendita Whole Foods come propri punti di consegna. Il cliente, nei casi in cui la consegna a domicilio non soddisfacesse le proprie necessità, potrebbe recarsi presso il punto vendita (dotati di ampi parcheggi) e ritirare il pacco contenente gli articoli ordinati sulla piattaforma Amazon. La possibilità di ritirare il pacco presso il punto vendita Whole Foods sarebbe molto apprezzata dai clienti in quanto non comporterebbe alcun aggravio su di loro tenuto conto del fatto che essi potrebbero così combinare il ritiro del pacco con lo shopping quotidiano dei generi alimentari. Il lato estremamente conveniente per Amazon di questa

prospettiva sarebbe la riduzione della propria dipendenza dai corrieri, i cui costi, specialmente nei casi di trasporto di oggetti di basso valore, incidono molto sul business.

Relativamente alla domanda perché Whole Foods avesse accettato di vendere, alcuni osservatori sostengono che la risposta risiede nelle vicissitudini che il top management dell'azienda si trovava a vivere negli ultimi anni. John Mackey, CEO e cofondatore di Whole Foods, dopo anni di pressioni a lasciare l'incarico esercitate nei suoi confronti da numerosi investitori a causa della condizione di stallo in cui la Whole Foods si è venuta a trovare, è riuscito ad attrarre Jeff Bezos nell'affare ottenendo addirittura una somma maggiore di quanto gli investitori si sarebbero aspettato. I più informati hanno sospettato che il CEO di Whole Foods abbia promesso di piegare Whole Foods alle ambizioni monopolistiche di Amazon. Sta di fatto che con questa mossa John Mackey si è assicurato, non solo il mantenimento della sua posizione di CEO nella Whole Foods, ma soprattutto di svolgere le sue funzioni all'interno di una delle aziende più innovative ed in forte espansione al mondo, l'Amazon per l'appunto.

Al di là delle posizioni espresse dagli analisti, il dato oggettivo che emerge dalla acquisizione di Whole Foods da parte di Amazon può essere riassunto, per quanto riguarda **Amazon**, nei seguenti punti:

1. occasione per Amazon di ampliare la gamma dei prodotti offerti alla propria clientela nella consapevolezza che il proprio cliente Prime è alla continua ricerca di prodotti a prezzi convenienti. Prime, come noto, si caratterizza per l'eccellente esperienza d'acquisto, con prezzi e selezione merceologica di livello superiore (rispetto alla concorrenza), e si "autoalimenta" con l'espandersi della replicabilità del business (cioè è estremamente scalabile). Con il circuito "Prime", grazie alla sua affidabilità, convenienza (consegna estremamente rapida), e al fatto che una volta pagato l'abbonamento annuale tutto il resto sembra gratis (consegna, resi, etc.), il consumatore non è più indotto a cercare opzioni alternative a quelle proposte da Amazon, ma si affida o, meglio, demanda proprio ad Amazon il compito di trovargli la migliore soluzione di acquisto. Con Prime, Amazon ha creato attorno al suo business un ampio fossato (il cosiddetto *business moat*) che non dipende semplicemente dal prezzo più basso, ma soprattutto dalla fedeltà del cliente;

2. opportunità per Amazon di ampliare il proprio servizio amazon.web con l'inclusione di sempre maggiori aziende intenzionate ad espandere il "lato" Internet del business e ad avvicinarsi quanto più possibile alla platea, in continua crescita, dei clienti Prime di Amazon. Relativamente a questo punto si osserva che il 40% delle vendite di Amazon (in termini di unità vendute) è riconducibile a commercianti terzi i quali si avvalgono (a) del servizio dei "centri di riempimento"

(*fulfillment centers*) di Amazon (il che significa che i loro prodotti sono stoccati nei centri di confezionamento/riempimento di Amazon) e (b) del canale Prime di Amazon. Tutto ciò costituisce un vantaggio per l'azienda in quanto comporta un beneficio economico per i *fulfillment centers* e per il servizio Prime, ma soprattutto perché consente di "allargare" sempre più il già citato fossato attorno al business complessivo di Amazon;

3. occasione per Amazon di estendere i punti 1 e 2 di cui sopra al settore merceologico più importante nel commercio al dettaglio, quello appunto dei generi alimentari. Gli alimentari sono un settore strategico in quanto essi rappresentano, ad un tempo, una delle più rilevanti quote nella vendita al dettaglio (la categoria dei generi alimentari rappresenta circa il 20% della spesa dei consumatori), e l'occasione più invitante per gli altri *retailers* per poter accedere ai membri di Amazon Prime.

Per quanto riguarda il punto 3, va notato che Amazon, relativamente ai cibi freschi, aveva lanciato, una decina di anni fa, il canale *AmazonFresh*, ma questo nonostante fosse stato continuamente finanziato, non aveva prodotto i frutti sperati, forse a causa dell'incapacità di Amazon di sviluppare le tattiche giuste per il settore degli alimenti e sicuramente a causa della natura propria di questo genere di prodotto. Per comprendere il motivo per cui i generi alimentari si sono rivelati una sfida così difficile, osserviamo come questi ultimi si differenzino, ad esempio, dai libri che hanno costituito il primo prodotto di punta proposto online da Amazon:

- esistono molti più libri di quanti ne possano essere contenuti in una qualsiasi struttura fisica, il che significa che un sito di e-commerce vince a mani piene in termini di selezione/catalogo; in confronto, non ci sono molti articoli di generi alimentari (un negozio di alimentari tipico può proporre tra i 30.000 e i 50.000 articoli);
- quando si ordina un libro, si sa esattamente quello che si riceverà: un libro venduto da Amazon è identico allo stesso libro in vendita in una libreria locale; la qualità dei generi alimentari, invece, può variare non solo da negozio a negozio ma, in particolare nel caso di prodotti deperibili, di giorno in giorno e da tipologia a tipologia;
- i libri possono essere stoccati in un magazzino centralizzato a tempo indeterminato; i beni alimentari deperibili possono essere conservati solo per un tempo limitato e degradano in qualità durante la movimentazione.

Alla luce di quanto sopra appare evidente che AmazonFresh ha uno svantaggio di costo nei confronti dei negozi tradizionali (cioè quelli che vendono tramite punti vendita sul territorio): per essere competitivo, AmazonFresh avrebbe dovuto stoccare un gran numero di prodotti deperibili e questo sarebbe stato possibile solo e soltanto se avesse operato su una scala dimensionale significativa. In



assenza di una capillare rete di punti vendita, i beni deperibili sarebbero stati gettati via nel giro di pochi giorni se non, addirittura, nel giro di poche ore. I prodotti alimentari costituiscono, in definitiva, un problema fondamentale diverso rispetto agli altri beni che necessita di una soluzione fondamentale diversa. L'acquisto di Whole Foods è per Amazon la soluzione del problema. L'acquisizione di Whole Foods con i suoi circa 465 punti vendita rappresenta, in definitiva, il tentativo ulteriore da parte di Amazon di rivitalizzare la sua precedente iniziativa nel campo dei generi alimentari. Questo aspetto era ciò che mancava agli sforzi di Amazon nel settore dei generi alimentari e che aveva finora condannato AmazonFresh a essere eternamente sottodimensionata (e quindi a non riuscire ad affermarsi).

Infatti, l'obiettivo di Amazon è di trasformare la logistica dei negozi Whole Foods, attualmente dedicata al riempimento e al riassortimento degli scaffali del punto vendita con prodotti bio o naturali, in una *supply chain* per un più ampio servizio di Amazon nel *grocery*, l'Amazon Grocery Services, inclusivo di prodotti quali carne, frutta, verdure, prodotti da forno, articoli non deperibili ecc. L'esborso di 13.7 miliardi di dollari per accaparrarsi Whole Foods rappresenta per Amazon il costo necessario per dotarsi di una nuova "*grocery supply chain*" la quale in futuro potrebbe dedicare la propria attenzione anche ai ristoranti facendo, così, acquisire ad Amazon l'accesso a un altro grande "pezzo" di attività economica. Non solo, l'acquisto costituisce altresì il trampolino per rilanciare il servizio di consegna a domicilio.

L'acquisizione di Whole Foods può sembrare, a prima vista, l'acquisto di una catena di alimentari con tanti punti vendita fisici. Essa, in realtà, rappresenta per Amazon la conquista di una leva che le potrebbe consentire di competere e vincere non solo nel settore alimentare ma, più in generale, in quello del *retail*.

Per quanto riguarda Whole Foods Market, il dato oggettivo che emerge dalla acquisizione di quest'ultima da parte di Amazon, può essere sintetizzato come il fabbisogno di Whole Foods di uscire dallo stallo in cui si era venuta a trovare negli ultimi anni e di incrementare gli utili nel mercato del Food & grocery per effetto della accresciuta posizione di potere derivante dalla sua fusione con Amazon. Un obiettivo questo che soltanto un paio di anni prima sarebbe stato inimmaginabile se si tiene conto della cattiva opinione di Mackey su Amazon, il quale, non più tardi di 2 anni fa, aveva affermato che "il settore grocery sarebbe stato la Waterloo di Amazon".

Un punto di convergenza delle motivazioni che hanno spinto le due parti ad addivenire all'accordo, è, sicuramente, individuabile nella volontà di entrambe di insidiare i più grandi retailers degli Stati Uniti, Walmart in primis, e, per quanto concerne Amazon, di scavalcarli. L'ingresso di Amazon nel

settore alimentare a fianco di Whole Foods ha in effetti lo scopo di erodere parte della clientela di Walmart, Costco e Kroger per consentire al nuovo gruppo (Amazon e Whole Foods) di posizionarsi nei posti apicali della classifica delle aziende più rilevanti degli Stati Uniti. Obiettivo, quest'ultimo, che appare estremamente ambizioso, ma che non desta meraviglia quando il soggetto che lo persegue è Amazon, la cui ingordigia è palesemente nota così come la sua voracità. Walmart è il campione delle vendite on line nel campo del Food negli Stati Uniti (con un market share pari a 17,3%) ed è seguito da Kroger (con l'8,9%). La mossa di Amazon di mettere sul mercato, grazie a Whole Foods, articoli di qualità, a prezzi competitivi, distribuiti con vendite a domicilio, senza dover fare file alle casse, è volta a mettere in discussione i modelli di business di questi giganti del settore retail. Amazon ha giocato di attacco: Walmart partendo dai propri negozi fisici e il suo vantaggio competitivo sul food, avrebbe potuto facilmente insidiarlo contenendo la sua crescita. Senza attendere il momento di costruire una strategia specifica per entrare con efficacia in un mercato (quello del food) e successivamente dominarlo, Amazon si è lanciata con determinazione nel settore forte della convinzione che le sinergie messe in campo avrebbero non solo evitato il suo indebolimento ma che al contrario avrebbero determinato il suo sorpasso nei confronti dei giganti del retail. Amazon dispiega l'arma della conoscenza del mercato, la conoscenza, in particolare, che il consumatore è uno che può acquistare una volta dal telefono o da un PC, o allo stesso tempo andando fisicamente in uno store, e che questo comporta che nel mercato non si può essere leader dell'uno (online) o dell'altro campo (offline) ma occorre essere leader di tutto.

La strategia di aggressione messa in campo da Amazon nei confronti dei giganti del retail, ha comportato forti reazioni da parte di questi ultimi. Walmart all'indomani della acquisizione ha messo in discussione il suo rapporto con Amazon relativamente alla fornitura da parte di quest'ultimo dei servizi di raccolta dati su piattaforme web (Amazon Web Service). Amazon non sarebbe più un *service provider* indipendente, ma rappresenterebbe per Walmart un suo *competitor* nel campo alimentare. L'accesso a dati riservati di Walmart darebbe ad Amazon un vantaggio competitivo proprio nei confronti di Walmart. Nella stessa direzione va l'annuncio di Walmart, all'indomani dell'operazione Whole Foods/Amazon, di acquisire una grande azienda di vendite on line nel segmento Fashion, Bonobos, al prezzo di 3,3 miliardi di dollari e di riempire i propri scaffali con prodotti biologici di altissimo livello destinati a consumatori molto esigenti che sono proprio quelli che hanno fatto la fortuna di Whole Foods.

Una ulteriore considerazione sull'acquisizione Whole Foods da parte di Amazon consente di affermare con tutta certezza che l'operazione ha costretto i maggiori retailer come Walmart e Kroger ad avvicinarsi al mondo dell'e-commerce. Queste aziende hanno rivisto le proprie priorità alla luce

della necessità di essere innovativi per competere con Amazon. In conclusione, il debutto di Amazon negli alimentari sembra aver portato benefici più che alle parti del *deal* agli altri attori del settore alimentare. Walmart ad esempio a distanza di un anno dalla acquisizione Whole Foods da parte di Amazon ha realizzato una crescita delle vendite online del 40%, mentre Kroger ha addirittura registrato un aumento annuo delle vendite online del 66%.

## 5.5 I risultati raggiunti

Con l'acquisizione, Amazon ha fatto incetta di ben 465 punti vendita di alto livello. Questi punti vendita sono rivolti ad una clientela molto esigente relativamente alla qualità e freschezza del prodotto. Una clientela di fascia alta che è disposta a pagare prezzi elevati pur di accaparrarsi prodotti alimentari genuini e, in alcuni casi, molto ricercati. Acquisendo la catena del bio, Amazon porta a casa in poco tempo un marchio conosciuto e di fiducia per milioni di consumatori, una capillare rete di negozi fisici di primo livello i quali continuano a vendere generi alimentari sotto lo stesso brand seppure come filiale di Amazon, ed un ingente patrimonio immobiliare (quello di Whole Foods) che potrà utilizzare in proprio oppure rivendere, ricavandone altri profitti.

Il risultato più significativo per Amazon è stato quello di aver aggiunto un ulteriore tassello al suo disegno di fondere il commercio online con quello offline.

Ed anche Whole Foods ha portato a casa un risultato: ha visto cessare il trend negativo che l'aveva attanagliata negli ultimi anni.

Ma come più volte sostenuto in questo lavoro, le M&A non possono dispiegare i loro effetti nell'immediatezza dell'operazione, esse hanno bisogno di un lasso temporale almeno superiore all'anno se non addirittura più esteso. Oggi dunque a distanza di più di due anni dal *deal* si può iniziare a tracciare un bilancio su quello che l'acquisizione ha comportato, in particolare se essa sia stato un fattore di crescita per le parti in causa e se abbia di conseguenza creato valore per le stesse. I dati finanziari ai quali può farsi riferimento e che sono disponibili sono quelli relativi alla chiusura dell'anno fiscale 2018. Innanzitutto, un primo dato significativo e incontestabile è che a trarre beneficio dalla acquisizione sono state le aziende e le start-up che offrono ad Amazon i servizi logistici e di consegna della spesa, uno su tutti Instacart.

Per quanto riguarda la crescita dei protagonisti del case study va notato che, relativamente ad Amazon, nel quarto trimestre del 2018 la società ha conseguito un utile pari a circa due miliardi di USD e che tale utile è risultato essere più del doppio di quello conseguito dalla società nel precedente trimestre. L'aumento degli utili di Amazon, tuttavia, non è dipeso dalla acquisizione della Whole Foods, ma è stato determinato da altri elementi quali gli sgravi fiscali (circa 700 milioni di USD) derivati dalla riforma fiscale statunitense del 2018 e dallo strepitoso successo che il comparto Amazon Web Services ha registrato nel periodo in questione: un aumento del 45% delle vendite (5,11 miliardi di dollari) e un aumento del 46% dell'utile (1,3 miliardi di dollari). Per quanto concerne Whole Foods il risultato conseguito è stato il contenimento della flessione che l'aveva interessata nel periodo antecedente la fusione ed un ritorno sulle vendite assestato sui valori tradizionali: 4,5 miliardi di USD.

Sempre relativamente a Whole Foods, c'è da osservare che ci sono sicuramente lati positivi derivanti dalla fusione con Amazon, ma nulla di così innovativo e pionieristico come prometteva Jeff Bezos. I dati positivi sono sicuramente la consegna a domicilio, il fatto che le persone possono acquistare prodotti Whole Foods su Amazon, la possibilità concessa ai clienti di usare una carta di credito marchiata Amazon per accumulare premi, ed infine, la possibilità di utilizzare l'assistente digitale Alexa per inoltrare un ordine Whole Foods. Il risultato è che Amazon ha sicuramente fidelizzato i clienti abituali di Whole Foods Market, apportando comodità ulteriori e innegabili. Whole Foods, però, non parla di "cambiamenti rivoluzionari". Anzi, il contributo di Amazon su Whole Market è stato definito "senza fantasia" e per quanto riguarda gli utili, neutrale. Amazon si è difesa, sostenendo che il suo scopo era di apportare piccole rivoluzioni ma costanti nel tempo e che è necessario attendere parecchio tempo prima di cambiare sensibilmente una catena già affermata come, appunto, è quella di Whole Foods. Molti analisti hanno sostenuto che l'espansione di Amazon comporta inesorabilmente che sempre più aziende, soprattutto quelle che sono ad esso legate da vincoli commerciali, sono costrette a modificare drasticamente le loro strategie commerciali, e ad assistere al contempo a un inevitabile riduzione dei loro volumi di affari. La verità è che quella crescita "vertiginosa" che avrebbe consentito al gruppo Amazon/Whole Foods di scalzare i propri concorrenti, non c'è stata. Amazon e Whole foods Market sembrano aver miseramente fallito nella loro presunta capacità di insidiare i più grandi retailers degli Stati Uniti, e, per quanto concerne Amazon, di scavalcarli. Questi obiettivi, infatti, non si sono realizzati. A due anni di distanza, l'operazione non ha ancora insidiato la posizione dei maggiori retailer come Walmart, Costco e Kroger, che al contrario oggi godono di risultati molto positivi.

Walmart, infatti, ha visto le vendite del terzo trimestre 2019 dei suoi negozi aumentare del 3,2% rispetto a un anno fa - più di quanto previsto dagli analisti. Questo segna il 21° trimestre consecutivo di crescita, un'impresa che nessun'altra catena americana ha raggiunto. Nel periodo 2017-2019 il fatturato è aumentato del 5,87% ed i ricavi sono saliti da 485 miliardi di USD a 514 miliardi di USD. Questo nonostante l'aumento dei costi, dato che Walmart investe di più in consegne rapide e flessibili sia in patria che all'estero. Infine, Walmart da settembre 2018 offre ai suoi clienti i prodotti di oltre 2.000 supermercati e il pick up in store, con l'obiettivo di raggiungere a fine 2019 il 69% delle famiglie americane. Oltre che sul mercato nazionale, come già anticipato, Walmart ha puntato anche sull'estero con l'acquisizione di Flipkart e ha consolidato la sua presenza in UK dove è avvenuta una maxifusione tra la controllata Asda e Sainsbury. Walmart si è poi mossa sul mercato giapponese e cinese dove ha stretto una partnership con JD.com (il secondo player sul mercato cinese) e sul mercato messicano e cileno.

Per quanto riguarda Costco, si segnala che nel periodo 2017-2019 il fatturato è aumentato del 18,35% mentre i ricavi sono saliti da 129 miliardi di USD a 152 miliardi di USD. Infine relativamente a Kroger, il cui fatturato è in ascesa, è da notare che nell'agosto 2018 ha lanciato la vendita online dei suoi prodotti "Simple Truth" sul mercato cinese attraverso Alibaba, uscendo, così, per la prima volta dai confini americani.

Ma perché l'operazione di acquisizione non ha dato luogo a quella crescita auspicata dalle parti della transazione? A questa domanda si può rispondere solo considerando gli aspetti e le peculiarità proprie della operazione messa in piedi dalle due parti. La fusione tra Amazon e Whole Foods, a dispetto dei pronostici, non si è rivelata troppo felice. Già un anno dopo si sono avute le prime divergenze. Queste hanno riguardato dapprima la scelta dei prodotti da vendere per poi, estendersi alle scelte strategiche. Relativamente ai prodotti, per la Whole Foods, che ha costruito la sua storia su prodotti alimentari sani e sul bio naturale, non è stato facile accettare la scelta di Amazon di disporre sugli scaffali prodotti mainstream che appaiono in netto contrasto con questa filosofia – e che invece la nuova proprietà di Amazon vuole, per comprensibili ragioni commerciali. Questo contrasto con la filosofia dei supermercati Whole Foods è stato uno shock non solo per la clientela ma anche per il personale di Whole Foods che delle caratteristiche di questa azienda ne faceva un vanto personale. Ancora l'introduzione di scorecards per misurare il rispetto dei rigidi sistemi di inventari portati da Amazon è stata usata per punire e in qualche caso addirittura licenziare i lavoratori. Da tali divergenze è derivato poi un massiccio esodo di managers della Whole Foods, pezzi grossi del management, addirittura una dozzina dall'inizio dell'acquisizione.

Le due aziende presentano strutture organizzative e gestionali diverse che, almeno per il momento, non sono riuscite ad integrarsi in maniera vincente. La ragione di questo insuccesso risiede nella scarsa lungimiranza dei rispettivi management, che hanno prestato poca attenzione alla distanza culturale tra le loro imprese. Quando si decide di fondere assieme aziende con storie e culture aziendali diverse, è inevitabile che sorgano dubbi sulla direzione da prendere, oltre che una serie di problemi "identitari". Amazon è un'azienda incardinata su una certa "rigidità", poco tollerante verso comportamenti di contestazione, con un'organizzazione gerarchica ben strutturata, che contempla il ferreo rispetto delle regole e che non tollera alcuna forma di insubordinazione. Di contro, la Whole Foods può essere considerata, invece, un'azienda particolarmente elastica e aperta, che incoraggia la creatività e la partecipazione dei dipendenti, valorizza il loro senso critico e promuove un'organizzazione egualitaria. Le culture rigide o *tight culture*, come quella di Amazon, consentono una prevedibilità rassicurante, ma sono meno adattabili. Quelle fluide o *loose culture*, come è quella della Whole Foods, tendono, invece, ad essere aperte e creative, ma sono molto disorganizzate. Il

personale che si nutre delle caratteristiche delle *loose culture* preferisce leaders carismatici che difendono i propri valori e tendono a responsabilizzare i propri lavoratori. Coloro che operano in ambienti permeati dal *tight culture* amano leaders che esprimono indipendenza, estrema sicurezza, e assumono top-down decisioni. La cultura di Amazon è rigorosa, caratterizzata da struttura e precisione. Amazon ha definito i processi per massimizzare la sua efficienza. I dipendenti operano all'interno di una gerarchia e sono ben consapevoli delle linee guida che determinano il loro comportamento. Secondo i principi di leadership di Amazon, ai leader viene chiesto di "assumere e sviluppare i migliori" e "insistere sugli standard più elevati". Le prestazioni sono soggette a misurazioni e revisioni costanti: i dipendenti possono sollevare problemi organizzativi a livello superiore in modo anonimo tramite un sistema telefonico interno. Il comportamento è ancora più strettamente regolato nei magazzini di Amazon, dove gli obiettivi target e la sorveglianza mantengono la produzione nei tempi previsti. Questa cultura legata alle regole garantisce che tutti i dipendenti comprendano gli obiettivi dell'azienda e lavorino costantemente per raggiungerli.

Whole Foods, per contro, ha una cultura molto più libera. La miscela unica di idealismo, margini di profitto elevati e rapida crescita derivante dalla gestione del primo supermercato nazionale biologico certificato negli Stati Uniti ha fornito ai fondatori una notevole latitudine nell'introduzione di metodi di gestione innovativi e non ortodossi. Prima della fusione con Amazon, la società aveva una struttura egualitaria organizzata attorno a team autogestiti. Questa struttura conferiva ai singoli dipendenti un notevole potere decisionale. Le interazioni faccia a faccia tra lavoratori, venditori e clienti erano la norma. I manager potevano gestire i loro negozi con autonomia e adattare i prodotti alle preferenze del cliente.

Le due visioni sopra riportate costituiscono due visioni marcatamente distanti ed inoltre sono professate da dirigenti altrettanto diversi. Jeff Bezos è infatti un leader roccioso e risoluto, che tende a prendere le decisioni da solo; mentre John Mackey, amministratore delegato della Whole Foods, è un leader più aperto e permissivo, che concede ampi spazi di manovra ai suoi collaboratori. Questo spiegherebbe perché la dirigenza di Amazon abbia deciso di affiancare a John Mackey alcuni manager di Amazon per assicurarsi che la "vision più ampia" del gruppo venga seguita nel modo migliore.

La sottovalutazione di questa manifesta incompatibilità culturale è la ragione fondamentale che può aiutare a comprendere perché la fusione tra queste due realtà di successo non abbia sortito i risultati che tutti quanti si aspettavano. I problemi relazionali tra Amazon e Whole Foods erano sicuramente prevedibili. Le due compagnie mosse dall'intento di capitalizzare le loro forze hanno tuttavia omesso in via preventiva di investigare le loro compatibilità culturali. Oggi esse sono su una linea molto fragile che può generare frizioni e tensioni alla prima occasione. Questo scenario spiega perché la

miscela Amazon/Whole Foods non ha costituito e non potrà mai costituire una minaccia per i tre leaders mondiali del retail.



## 5.6 Raffronto del case study con alcuni principi propri delle M&A

Il caso Amazon/Whole Foods costituisce una occasione preziosa per verificare la validità delle tesi esposte nei precedenti capitoli in merito alle condizioni necessarie per realizzare M&A di successo.

In quei capitoli è stato affermato che l'azienda target (nel nostro caso Whole Foods) deve essere gestionalmente e culturalmente compatibile con la società acquirente e che l'assenza di questo requisito può pregiudicare il successo della M&A. Il caso in esame ha confermato la validità di questo postulato. La incompatibilità tra Amazon e Whole Foods sia a livello culturale che gestionale ha in effetti impedito l'integrazione tra di loro. È stato anche affermato che l'integrazione soprattutto quella culturale costituisce un *must* per la buona riuscita delle M&A. Nel case study si è visto che le differenze culturali erano abissali e che proprio per questa ragione l'integrazione avrebbe richiesto uno sforzo ancora più sostenuto. Questo aspetto è stato fortemente sottovalutato dalle parti forse perché interessate più all'aspetto economico del deal che a quello funzionale-organizzativo.

Nel paragrafo concernente le condizioni necessarie per realizzare M&A di successo, si è sostenuto che la buona riuscita dalle M&A dipende in larga misura dallo spirito di collaborazione degli attori della transazione, dalla loro comprensione reciproca ed anche dalla assenza di riserve mentali. Le vicende di Whole Foods/Amazon hanno posto in evidenza la presenza di forti contrasti tra la leadership di entrambe le parti, basti pensare alla avversione più volte dimostrata da Mackey nei confronti di Amazon e al poco apprezzamento di Bezos verso Mackey tanto da indurlo a posizionare propri managers ai fianchi del leader di Whole Foods. E tutto questo è accaduto nonostante una delle parti (Bezos) possedesse tutte le qualità che si richiedono al promotore di una acquisizione o fusione quali: energia, entusiasmo, determinazione, capacità innovativa, propensione al rischio ecc.

Ancora è stato affermato che le M&A per riuscire devono rispondere a ben definiti requisiti organizzativi, in particolare al requisito che definisce l'estensione della integrazione tra le due parti del *deal* e che questo requisito una volta definito va mantenuto e perseguito costantemente. Nel caso oggetto di questo studio è apparso in maniera lampante che il disegno organizzativo contemplasse inizialmente una completa autonomia di Whole Foods da Amazon rispetto ai prodotti da offrire al consumatore, al tipo di rapporto da intrattenere con i clienti, ed anche in tema di relazioni professionali tra i managers di Whole Foods con i propri dipendenti. Questa autonomia teneva conto del fatto che il brand Whole foods era visto da molti consumatori come una garanzia di serietà e professionalità nel settore alimentare. Il caso mostra tuttavia che vi è stato un allontanamento da questo disegno organizzativo quando sugli scaffali Whole Foods sono iniziati ad apparire prodotti non in linea con quelli tradizionalmente offerti dalla catena di supermercati, o quando i dipendenti

Whole Foods hanno dovuto iniziare a dedicare più tempo alle operazioni amministrative, quali la stesura degli inventari o il monitoraggio dei carichi e scarichi, sottraendolo al tempo che usavano dedicare ai loro clienti per orientarli in scelte di acquisto consapevoli e documentate, o quando i rapporti tra la il Gruppo e i dipendenti si sono iniziati ad incrinare come dimostrano i massicci esodi avvenuti in Whole Foods nel periodo immediatamente successivo alla acquisizione. Tutto ciò conferma la validità dell'affermazione che il rispetto dell'estensione della integrazione tra le due parti del *deal* è un requisito fondamentale per la buona riuscita di una operazione di M&A

Infine, nei paragrafi relativi alle condizioni necessarie per realizzare M&A di successo, si è anche sostenuto che queste ultime sono in grado di dare i loro frutti quando poggiano la loro base su una solida pianificazione. Il caso Whole Foods/Amazon pecca proprio di questo requisito. Infatti, come già evidenziato in altro paragrafo di questo lavoro, Amazon, si è lanciata nel settore alimentare senza attendere il momento di costruire una strategia specifica per entrare con efficacia in un mercato. La sua discesa in campo è stata dettata più dall'entusiasmo derivante dai continui successi messi a segno negli ultimi anni piuttosto che da una scelta ragionata e centrata sui rischi e i benefici che il suo intervento nel campo alimentare avrebbe comportato.

In definitiva si può affermare che l'acquisizione Whole Foods da parte di Amazon non è partita con il piede giusto. Ciò non significa che essa sia fallita, in quanto esistono ancora ampi margini per ricondurla sul binario corretto. Tuttavia, ogni possibilità di correzione della direzione rimane nella esclusiva disponibilità delle parti. Amazon ora ha l'opportunità di imparare da questi risultati e, eventualmente, far propri alcuni degli elementi culturali più liberi che i dipendenti di Whole Foods apprezzano. Ad esempio, Amazon potrebbe creare un migliore equilibrio tra il tempo che le persone trascorrono nella registrazione dell'inventario e nell'organizzazione degli scaffali dei negozi e il tempo che trascorrono interagendo con i clienti. Allo stesso modo, potrebbero esserci più domini in cui Whole Foods può rinunciare ad alcune delle sue pratiche commerciali non strutturate. Ad esempio, avvalendosi dell'esperienza di Amazon nella scienza dei dati e nella logistica, Whole Foods ha l'opportunità di ottenere migliori conoscenze dei clienti e fornire alla propria clientela servizi non solo personali ma anche personalizzati e coerenti.

Più in generale si può trarre dal case study la seguente conclusione: oltre a negoziare i prezzi e altri termini finanziari, le organizzazioni che discutono di una fusione devono negoziare l'integrazione soprattutto quella culturale; i leader devono iniziare il processo di fusione con atteggiamento *open-minded* e condurre una analisi profonda per capire come le persone, le pratiche e la gestione riflettono la rigidità o la scioltezza in entrambe le società; essi devono determinare i pro e i contro dei loro attuali livelli di libertà, nonché le opportunità e le minacce poste dalla fusione delle culture.

Una considerazione finale positiva tuttavia si impone. Il colosso Amazon ha dato un “input” decisivo nel ritmo e nell’accelerazione dell’*online grocery*, instillando un senso di urgenza che ha portato i più grandi player del settore a correre ai ripari su innovazione ed e-commerce. Se oggi i nostri supermercati sono più digitali e “connessi” una buona parte del merito va riconosciuta ad Amazon.

## CONCLUSIONI

Questo lavoro ha cercato di offrire un quadro esaustivo su cosa sono le operazioni di M&A e sulle condizioni che devono realizzarsi affinché le M&A generino valore. Ha posto l'accento sul fatto che nel corso degli anni le fusioni e le acquisizioni hanno, progressivamente, perso un po' il loro carattere di straordinarietà, configurandosi, oggi, come una vera e propria leva strategica su cui agire per crescere. Molte imprese vi fanno ricorso in modo sistematico. In questo lavoro è stato sostenuto che crescere è una strategia che nel contesto competitivo attuale si rende necessaria e talvolta indispensabile per sopravvivere e/o emergere di fronte alla complessità del sistema economico. Ma la crescita per se non basta. Quello che conta è la crescita profittevole ovvero la crescita che determina la creazione e diffusione del valore. La pianificazione dell'obiettivo di una crescita profittevole è un nodo decisivo nelle operazioni M&A così come lo è il monitoraggio delle attività volte a conseguire detto obiettivo. Senza l'osservazione continua e puntuale delle attività volte al conseguimento della crescita profittevole si finirebbe con il ritenere la crescita un fenomeno positivo "a prescindere".

Posta l'importanza basilare di una corretta pianificazione e monitoraggio di queste operazioni, vi sono svariati fattori che influenzano le M&A quali, ad esempio, la conoscenza delle norme nazionali e internazionali che pongono limiti e condizioni alle operazioni stesse, e i diversi modelli da seguire a seconda del tipo di operazione che si vuole mettere in atto nella consapevolezza che ognuno di questi modelli risulta maggiormente efficace in determinati contesti piuttosto che in altri.

Relativamente alle condizioni che devono realizzarsi affinché le M&A generino valore, punto che è stato ampiamente trattato nel precedente capitolo 3, la complessità dei contesti in cui tali operazioni avvengono e i diversi approcci teorici individuati dagli studiosi del settore, non hanno consentito di tracciare un quadro univoco. Tuttavia, nell'ambito delle diverse situazioni e posizioni sono emersi dei punti che possono sicuramente definirsi come "punti cardine" delle operazioni di M&A. Essi attengono:

- 1 alle caratteristiche proprie delle singole entità coinvolte nell'operazione;
- 2 agli aspetti concernenti la compatibilità gestionale e culturale delle parti;
- 3 alle modalità di svolgimento dell'operazione di M&A.

Per quanto concerne le caratteristiche proprie delle singole entità coinvolte nell'operazione, i punti cardine sono rappresentati da alcune proprietà che i soggetti coinvolti nell'operazione devono possedere. Innanzitutto, la vocazione alla crescita acquisita negli anni a seguito di alleanze, collaborazioni e, aggregazioni con altre aziende. La vocazione è un indice che rivela una attitudine

della azienda ad assumersi rischi e a perseguire intenti innovativi. Un altro punto strettamente collegato al precedente riguarda la personalità della leadership aziendale. Questa, intesa come il tratto distintivo di coloro che fanno “funzionare” l’azienda, riguarda principalmente la capacità ideativa, la capacità organizzativa, la determinazione, la coerenza, e la statura degli uomini e delle donne che compongono la leadership. Questi punti ci dicono, in estrema sintesi, che la buona riuscita di una operazione di M&A non è un fatto da dare per scontato e che basta il semplice verificarsi di alcuni accadimenti di carattere oggettivo affinché essa si materializzi. I punti, in verità, ci dicono, proprio il contrario e, cioè, che sono propri gli elementi soggettivi quelli che decidono la sorte di una M&A.

Relativamente agli aspetti concernenti la compatibilità gestionale e culturale delle parti, i punti cardine sono costituiti, innanzitutto, dalle dimensioni dei soggetti protagonisti le quali devono essere possibilmente somiglianti o affini, tali, cioè da favorire un paritetico dialogo tra le parti. La compatibilità attinente alla gestione significa che le parti devono avere modi di operare che, se anche non omogenei, devono, comunque, presentare delle similarità o analogie. Nulla vieta che modi di operare diametralmente opposti possano assimilarsi o mescolarsi, ma questo richiede uno sforzo integrativo lungo e complesso che potrebbe procrastinare a tempi assai lontani il godimento dei benefici della M&A il quale, proprio a causa di tale lungaggine, potrebbe non materializzarsi. La compatibilità culturale è ancora più complessa di quella gestionale perché coinvolge la sfera personale degli individui che appartengono alle entità interessate dalla M&A. Gli individui, come più sopra esposto, tendenzialmente amano i cambiamenti ai quali attribuiscono il merito di apportare migliorie o condizioni più favorevoli. Per contro odiano o sono restii ad accettare quei cambiamenti che per la loro portata non consentono di delineare in anticipo gli effetti che potrebbero avere su di loro. I cosiddetti salti nel buio non sono, nella maggioranza dei casi, accadimenti considerati come “positivi” da parte di coloro che sono nel pieno dello svolgimento del loro percorso lavorativo. Questi aspetti stanno a dimostrare che la compatibilità tra le parti è un fattore decisivo per conseguire risultati a segno positivo e nel giusto tempo.

Infine, per quanto concerne le modalità di svolgimento delle operazioni di M&A, i punti cardine sono rappresentati dal “modo” in cui viene pianificato e realizzato il processo di integrazione, che, come sostenuto nel precedente capitolo 3, è un processo interattivo e graduale e che si sostanzia, in definitiva, nella abilità di far convivere, collaborare e coordinare due strutture organizzative diverse. Questo “modo” richiede più di una cosa. Richiede, in primo luogo, una trasparente, lineare e logica definizione delle condizioni concernenti l’inserimento della società acquisita o fusa nell’ambito della società acquirente o incorporante (la cosiddetta estensione della integrazione) e, per quanto riguarda le fusioni proprie, una calzante e accurata specificazione dei termini della estensione dell’unione delle

due o più entità coinvolte nella fusione. Il modo in cui viene pianificato e realizzato il processo di integrazione deve essere caratterizzato da solidità, accuratezza e meticolosità. Questi punti stanno a significare che in assenza di un effettivo ed efficiente processo integrativo lo sforzo congiunto verso l'amalgama può risultare vano e quindi infruttuoso.

Per testare la bontà di tutti i punti sopra evidenziati, nel presente lavoro sono stati analizzati due casi di M&A: uno relativo ad una fusione, il caso Banco BPM, ed uno relativo ad una acquisizione, l'acquisizione di Whole Foods Market da parte di Amazon.

Il primo caso ha dimostrato che le M&A possono creare valore quando l'operazione avviene tra operatori che hanno dimostrato una attitudine alla crescita nel corso della loro esistenza, che dispongono di una leadership motivata, che presentano dimensioni e gestione operativa comparabili, che hanno spiccate affinità culturali, e che, infine, condividono una stessa visione di futuro. Il successo di questa particolare fusione è derivato anche dalla volontà dei singoli individui delle diverse società fuse di sentirsi parti essenziali ed attive nel processo di creazione del gruppo: la condivisione degli obiettivi della fusione nella quotidianità e la volontà di migliorarsi e migliorare la gestione aziendale ha portato sicuramente alla creazione del valore. Il valore aggiunto che si è creato non si limita né si esaurisce al fatto contingente della fusione, ma è destinato a perdurare anche nel futuro.

Il caso Whole Foods Market/Amazon non ha permesso di stabilire in maniera certa se vi sia stata una creazione o distruzione di valore. Costituisce un caso, che potremmo definire "in progress". Esso, tuttavia, ha posto in rilievo un punto estremamente importante e cioè che gli obiettivi delle M&A, quando sono eccessivamente ambiziosi in relazione alle condizioni oggettive del mercato ed in relazione alle condizioni di una o entrambe le parti o alle loro visioni, possono deludere le aspettative che le parti avevano prima della acquisizione con conseguente condanna dell'operazione di fusione/acquisizione alla irrilevanza. Da questo caso possono trarsi ulteriori insegnamenti. Uno è che per molte aziende, disegnare ed eseguire strategie nell'era digitale porta più domande che risposte: i cambiamenti radicali nell'ambiente esterno e concorrenziale insieme alle novità tecnologiche generano grande confusione su quali siano le barriere oltre le quali non è prudente avventurarsi. Un altro insegnamento è dato dal fatto che in una unione occorre che entrambe le parti lavorino congiuntamente verso il conseguimento dell'obiettivo comune, altrimenti, nell'ipotesi che questo non avvenga, come nel caso in cui una parte resti inattiva o, addirittura, sia al traino dell'altra, l'obiettivo si sfoca fino a dissolversi travolgendo con sé il senso dell'unione stessa. Una recente ricerca condotta dagli studiosi dell'Harvard Business Review, che ha messo sotto la lente di osservazione 4.500 fusioni aziendali in 32 Paesi diversi, ha dimostrato che quando a "coalizzarsi" sono due (o più) aziende con orientamenti culturali e gestionali completamente diversi, le cose sono destinate a non funzionare.

Stando ai dati raccolti, infatti, queste fusioni aziendali non solo non procurano miglioramenti, ma fanno, anzi, diminuire i rendimenti delle singole parti coinvolte dello 0,6% in 3 anni. Il che, tradotto in moneta sonante, vuol dire che le aziende “male assortite” rischiano di mandare in fumo 200 milioni di dollari ogni anno. Non proprio un affare. Ciò non significa che bisogna tenersi alla larga dalle fusioni aziendali e preferire arrancare da soli anziché rischiare di fallire in compagnia. Occorre, invece, ampliare lo spettro delle valutazioni che, come più volte detto, non possono limitarsi a semplici calcoli economici, e lavorare alacremente per superare le eventuali distanze culturali che rischiano di mandare in fumo l’operazione. Quando la disciplina e l’ordine di Amazon riuscirà a sposarsi con la flessibilità di Whole Foods, i profitti non potranno che emergere. Gli opposti, nel mondo degli affari, possono attrarsi esattamente come altrove; ma per far sì che le cose funzionino, occorre faticare molto e in un mondo in continua e rapida evoluzione come il nostro, la pazienza il più delle volte si trasforma in oblio.

Per le considerazioni su esposte e tenuto conto dei risultati emersi nell’ambito dei due *study cases*, può affermarsi che oggi le aziende più che mai hanno bisogno di alleanze. Le alleanze non devono essere semplicemente enunciate ma vanno perseguite con determinazione e con professionalità. I leaders delle aziende che ambiscono a posizioni di rilievo nel mercato devono adattare e modificare le proprie strategie con frequenza maggiore rispetto a tutti gli altri. Essi devono costantemente valutare gli scenari competitivi per cogliere le migliori opportunità di profitto, devono ampliare il proprio portfolio o business con una mentalità aperta soprattutto per quanto riguarda la tecnologia. I business leaders di queste aziende devono dedicare tempo allo studio dei comportamenti della propria e delle altre aziende e stare al passo con le tecnologie, cercando di condividere, quanto più possibile, le proprie esperienze con il resto dell’organizzazione. Partendo dalla disamina delle compatibilità e delle divergenze che esistono tra la propria azienda e quella che potenzialmente può diventare l’alleata, devono studiare a fondo le caratteristiche delle parti ed impegnarsi allo stremo per raggiungere un punto di incontro. Le fusioni aziendali sono occasioni ghiotte: dal confronto col partner si può, infatti, capire quali sono i punti di forza su cui conviene investire e quali le criticità su cui occorre, invece, intervenire. Ma perché ciò accada, occorre che le rispettive dirigenze imparino a fare un po’ di autocritica e si relazionino, in maniera aperta ed umile, tra di loro. Chi pensa di poter imporre il proprio modus operandi solo perché porta in dote il budget più cospicuo parte col piede sbagliato ed ha buone chance di fare un buco nell’acqua. Bisogna conoscersi e studiarsi approfonditamente e programmare una linea concordata, che prenda le mosse dalle reciproche eccellenze.

A questa conclusione può aggiungersi come corollario che l'attività dei leaders non deve riguardare esclusivamente gli interessi propri dell'azienda, quelli interni ad essa, ma deve riguardare anche e soprattutto il rapporto di collaborazione con i propri clienti o consumatori che deve essere improntato alla condivisione di obiettivi comuni di crescita per entrambi. Ciò può esser fatto visto che la tecnologia ci viene incontro con l'offrire, canali di comunicazione tra l'azienda e il cliente/consumatore basati su piattaforme elettroniche con accesso rapido e facilitato.

La crescita auspicata con operazioni di M&A, in definitiva, deve riguardare non solo le aziende ma soprattutto i suoi stakeholders e fra questi, i propri dipendenti che nel nutrirsi dell'attività della azienda conferiscono a quest'ultima la necessaria spinta a rigenerarsi. In assenza di crescita del personale, il risultato più comune è che una grande quantità di ottimi elementi lascia volontariamente il proprio incarico, prima ancora che la fusione sia compiuta; cosa che a volte viene erroneamente considerata con favore in quanto alleggerisce la successiva azione di taglio del personale, ma che invece rappresenta una perdita di valore. Infatti, gli uomini e le donne che se ne vanno portano con sé le proprie conoscenze e le proprie capacità tecnico-professionali.

Il risultato che ne deriva è uno spaventoso impoverimento dell'azienda. Questo lavoro, in conclusione, ha cercato di dimostrare che la diffusione ed il prevalere delle diverse concezioni di impresa, dei diversi modelli di creazione del valore, delle diverse modalità di concepire e perseguire la responsabilità sociale sono il frutto di processi complessi ove le capacità dei singoli individui si intrecciano con le forze economiche e sociali che influenzano il funzionamento del sistema economico. In questo quadro riveste un ruolo preponderante la progettualità e impegno degli esseri umani. Il fine di creare valore nel mondo economico attraverso l'unione di forze, nel nostro caso attraverso le operazioni di M&A, va visto come l'espressione della migliore progettualità e fatica di quegli uomini e donne che cercano di piegare a proprio favore il quadro delle opportunità e sfide che il mercato continuamente propone.



## Bibliografia

- Benjamin Gomes-Casseres, “How mergers change the way your company competes”, – Harvard Business Review - Giugno 2018
- Bertoli L., Perotta R., Le operazioni straordinarie, Giuffrè Editore, Milano 2015, pag. 293
- Birkinshaw J., Bresman H., Hakanson L., 2000, Managing the post-acquisition integration process: How the human integration and task integration processes interact to foster value creation, Journal of Management Studies 37(3): 395-425.
- Cartwright S., Cooper GL., 2001, Managing Mergers, Acquisitions and Strategic Alliances – Integrating People and Cultures. Butterworth-Heinemann: Oxford, UK
- Chatterjee S., 2009, The Key to successful acquisition programmes, Long Range Planning 42(2):137-163
- Christensen CM., Alton R., Rising C., Waldeck A., 2011, The Big idea: the new M&A playbook. Harvard Business Review 89: 48-57
- Conca V., 2001, Le acquisizioni, Egea, Milano
- Ferrandina A., Vianello S. - "Il Marketing Omnicanales. Tecnologia e marketing a supporto delle vendite"
- Ferrando Pier Maria – Teoria della creazione del valore e responsabilità sociale dell’impresa - Impresa Progetto – Electronic Journal of Management, n.1, 2010
- Florian Bauer e Kurt Matzler, Antecedents of M&A success: The role of Strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of integration, Strategic Management Journal 35: 269-291 (2014).
- Freek Vermeulen, “How acquisitions can revitalize companies”, MIT Sloan Management Review, Vol 46 N. 4 (Summer 2005)
- Guatri L., 2005, Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Egea, Milano
- Haleblian J., Kim J-Y., Rajagopalan N., 2006, The influence of acquisition experience and performance on acquisition behavior: evidence from the U.S. commercial banking industry. Academy of Management Journal 49(2): 357-370.
- Haspelslagh e Jemison: “La gestione delle acquisizioni, successi e insuccessi nel rinnovamento delle imprese” - Etas Libri, 1992
- Jennifer J. Fondrevay - After a Merger, Don’t Let “Us vs. Them” Thinking Ruin the Company - May 21, 2018 Harvard Business Review
- Larsson R., Finkelstein S., 1999, Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: a case survey of synergy realization. Organization Science 10(1): 1-26
- Mariani E., La fusione di società, Giuffrè, Milano 1995, pag.1

Myriam Cloudt, John Hagedoorn, Hans Van Kranenburg, *Research Policy* 35 (2006) Elsevier B.V.

Potito L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2013

Pozza L., "La misurazione della performance d'impresa", Ed. Egea, 2000 Milano

Zanetti E., *Manuale delle operazioni straordinarie*, Eutekne, Torino 2009 pag.249

## Sitografia

[www.economiah24.eu](http://www.economiah24.eu)

[www.kmu.admin.ch](http://www.kmu.admin.ch)

[www.kpmg.it](http://www.kpmg.it)

[www.studiopanato.it](http://www.studiopanato.it)

[www.yourdigital.it](http://www.yourdigital.it)

[www.biancolavoro.it](http://www.biancolavoro.it)

[www.foodweb.it](http://www.foodweb.it)

[www.it.businessinsider.com](http://www.it.businessinsider.com)

[www.assobio.it](http://www.assobio.it)

[www.filodiritto.com](http://www.filodiritto.com)

[www.centrostudifinanza.it](http://www.centrostudifinanza.it)

[www.mgmtmagazine.com](http://www.mgmtmagazine.com)

[www.fruitbookmagazine.it](http://www.fruitbookmagazine.it)

[www.medium.com](http://www.medium.com)

[www.digital4.biz](http://www.digital4.biz)

[www.hbr.org](http://www.hbr.org)

[www.equityfactory.it](http://www.equityfactory.it)

[www.bdo.it](http://www.bdo.it)

[www.2018.assirmforum.it](http://www.2018.assirmforum.it)

[www.aton.eu](http://www.aton.eu)

[www.zerounoweb.it](http://www.zerounoweb.it)

[www.emmedia.com](http://www.emmedia.com)

[www.ipsoa.it](http://www.ipsoa.it)

[www.rivistatrimestraleDirittotributario.com](http://www.rivistatrimestraleDirittotributario.com)

[www.edscuola.it](http://www.edscuola.it)

[www.packhelp.it](http://www.packhelp.it)

[www.ninjamarketing.it](http://www.ninjamarketing.it)

[www.replay.com](http://www.replay.com)

[www.doccity.com](http://www.doccity.com)

[www.economyup.it](http://www.economyup.it)

[www.finlife-cf.it](http://www.finlife-cf.it)

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.corriere.it](http://www.corriere.it)

[www.centroeuroparicerche.it](http://www.centroeuroparicerche.it)

[www.gruppo.bancobpm.it](http://www.gruppo.bancobpm.it)

[www.dissapore.com](http://www.dissapore.com)

[www.wired.it](http://www.wired.it)

[www.gdonews.it](http://www.gdonews.it)

[www.foodweb.it](http://www.foodweb.it)

[www.fool.com](http://www.fool.com)

[www.assilea.it](http://www.assilea.it)

[www.panorama.it](http://www.panorama.it)

## RIASSUNTO

### *“LE OPERAZIONI DI M&A COME DRIVER DI CREAZIONE DI VALORE. DUE CASI A CONFRONTO: LA FUSIONE TRA IL BANCO POPOLARE-SOCIETÀ COOPERATIVA E LA BANCA POPOLARE DI MILANO E L’ACQUISIZIONE DI WHOLE FOODS MARKET DA PARTE DI AMAZON”*

La dissertazione in intestazione ha lo scopo di appurare la fondatezza dell’asserzione, diffusa nella dottrina economico-aziendale, che le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) di aziende costituiscano una reale opportunità di accrescimento di valore per quelle aziende che ne fanno uso.

Per realizzare il suo scopo la dissertazione è divisa in due parti.

Nella prima parte, di carattere teorico, viene affrontato il concetto di “valore” e di “crescita” aziendale, vengono esaminate le operazioni di fusione e acquisizione da un punto di vista tecnico, e sono analizzate le diverse teorie elaborate da studiosi ed analisti in merito alle condizioni che devono, necessariamente, verificarsi affinché le M&A possano generare valore per coloro che le mettono in atto.

Nella seconda parte del lavoro, proprio al fine di verificare la validità delle teorie da ultimo citate, sono presi in esame due casi di fusione e acquisizione aziendali avvenuti negli ultimi anni. Il primo caso riguarda la fusione fra il Banco Popolare-Società Cooperativa e la Banca Popolare di Milano; il secondo caso riguarda l’acquisizione di Whole Foods Market da parte di Amazon. I casi sono, dapprima, illustrati con riferimento alle caratteristiche delle parti coinvolte, agli aspetti procedurali seguiti per la realizzazione delle operazioni di fusione e di acquisizione, e ai risultati conseguiti e, successivamente, sono analizzati con riferimento alle teorie sulle condizioni necessarie per il successo delle M&A cui si è fatto cenno sopra.

Il lavoro, sulla base del raffronto dei casi concreti con le teorie, giunge alla conclusione che le operazioni di M&A possono costituire una reale opportunità di accrescimento di valore per le aziende solo se vengono rispettate le condizioni che sono state incontrastabilmente individuate dalla maggioranza degli studiosi ed analisti come imprescindibili per il successo delle operazioni di fusione ed acquisizione.

Nelle pagine che seguono sono illustrati brevemente i vari punti toccati dalla tesi.

Il concetto di “valore” e di “crescita” aziendale sono trattati nel primo capitolo della prima parte della tesi. Il valore viene definito come la capacità prospettica dell’impresa di generare reddito nel tempo. Questo concetto, che si fonda sulla “*Teoria della creazione e diffusione del valore*”, concepisce l’azienda come un investimento produttivo sulla cui redditività si fonda il giudizio dell’azienda stessa da parte del mercato. Sempre secondo questa teoria il fine dell’impresa sarebbe quello di massimizzare il suo valore espresso in termini di capitalizzazione di borsa o di valore di mercato. Oltre la *teoria della creazione e diffusione del valore*, la tesi illustra altre teorie sul valore ponendo in rilievo il collegamento che esiste fra queste teorie e la concezione contrattualistica e istituzionalista dell’impresa: concezioni, quest’ultime, che considerano l’azienda come un sistema dominato dalle istanze individualistiche dei portatori di fattori produttivi e di capitali di rischio (concezione contrattualistica) ovvero come un istituto economico, fatto per durare, autonomo, dotato di una sua missione o vocazione (concezione istituzionalista). Infine, vengono illustrati gli stretti legami che esistono tra la teoria della creazione del valore e la teoria della Qualità totale e quella della responsabilità sociale dell’impresa. Relativamente alla teoria della Qualità totale viene osservato che quest’ultima teoria, con l’intento di favorire la conformità a standards, di migliorare la performance aziendale ed accrescere la soddisfazione del cliente, porta ad un sicuro miglioramento dell’immagine dell’azienda da parte dell’ambiente e del mercato che è un punto di forza anche della teoria del valore. In riferimento alla responsabilità sociale viene affermato che la redditività e la competitività della azienda sono strettamente collegate con la sua socialità e che queste caratteristiche, nel loro insieme, danno vita ad una concezione di creazione del valore di più ampio respiro nella quale gli interessi di tutti gli stakeholders sono armonizzati in un progetto imprenditoriale di valorizzazione delle varie istanze che gravano sull’impresa. Per quanto riguarda il concetto di crescita, nella tesi, viene affermato che la crescita aziendale può conseguirsi in vari modi come, ad esempio, realizzando economie di scala e altri vantaggi di carattere economico e strategico, oppure aumentando il proprio potere contrattuale nei confronti di clienti e fornitori, o accrescendo la propria notorietà e rilevanza nel mercato. Viene, poi, sostenuto che la crescita è, oggi più che mai, un fattore determinante per il funzionamento, se non addirittura la sopravvivenza delle aziende stante l’alto tasso di competitività presente nel mercato. Nell’elaborato sono anche trattate le diverse strategie di crescita e modalità di crescita. Con riferimento alle prime sono indicate le strategie “corporate” che concernono lo sviluppo del campo di azione dell’azienda, ovvero la scelta dei mercati, del settore e delle attività in cui operare, le strategie “funzionali” che attengono, invece, alle modalità organizzative e agli obiettivi che deve raggiungere ogni singola unità aziendale (reparto produzione, reparto marketing e comunicazione, reparto commerciale, ecc.), ed, infine, le strategie “competitive” che riguardano quelle scelte che determinano in che modo l’azienda competerà nel suo settore e cercherà di affermare il suo vantaggio competitivo. Relativamente alle modalità di crescita, nella

dissertazione vengono analizzate, nei loro aspetti generali, la “modalità di crescita per linee interne” o crescita organica e la “modalità di crescita per linee esterne”. La prima conseguirebbe lo sviluppo aziendale facendo perno su competenze, tecnologie, risorse finanziarie, organizzative e manageriali già in possesso dell’azienda, la seconda lo conseguirebbe attraverso l’acquisizione di linee produttive già esistenti sul mercato. L’acquisizione, in quest’ultimo caso, avverrebbe a mezzo di accordi di cooperazione (joint ventures, alleanze strategiche, partnerships, e altre *business combinations* con altre aziende) o accordi di concentrazione quali, appunto, le M&A. Nello stesso capitolo, la dissertazione approfondisce anche il tema della determinazione del valore economico dell’azienda con riferimento al concetto di capitale economico ed ai metodi di valutazione delle aziende. Il capitale economico è definito come la capacità di reddito futura dell’azienda ed esprime il valore attribuibile all’azienda come complesso economico. Per ciò che concerne i metodi di valutazione delle aziende, nella tesi sono analizzati sia quelli diretti vale a dire i metodi che ricavano il valore da dati di fatto risultanti dalla osservazione del mercato, sia quelli indiretti che si basano sugli elementi patrimoniali attivi e passivi che costituiscono il capitale dell’azienda a valori correnti (metodo patrimoniale), o sull’ipotesi che il valore del capitale economico dell’impresa sia funzione della sua capacità di generare flussi di cassa futuri (metodo finanziario) o, ancora, sui flussi reddituali che l’azienda realizzerà in futuro in normali condizioni di mercato (metodi reddituali) o, infine, su elementi ricorrenti in tutti gli altri metodi (metodo misto).

Nel capitolo 2 della tesi sono esaminate le M&A da un punto di vista tecnico. Nel primo paragrafo del capitolo, sono fornite la definizione e le caratteristiche principali della fusione propria e quella per incorporazione nonché la definizione e le caratteristiche principali dell’acquisizione. La trattazione prosegue al paragrafo 2 con il delineare le finalità cui tendono le operazioni di M&A e che sono rappresentate da una ampia gamma di obiettivi quali, ad esempio, quello di realizzare una crescita dimensionale, quello di procacciarsi risorse non facilmente reperibili sul mercato (personale dirigenziale o tecnico altamente qualificato ed esperto), quello di mitigare il rischio attraverso la diversificazione delle attività, quello di eliminare o ridurre gli effetti della concorrenza, quello, infine, dettato dalla necessità di impiegare risorse finanziarie in eccesso.

Gli aspetti normativi delle operazioni M&A sono trattati nel paragrafo 3 distintamente per le fusioni e per le acquisizioni. Relativamente alle fusioni viene illustrata la disciplina generale sulle fusioni, quella che regola il rapporto di concambio che consiste nell’assegnazione delle quote o azioni della società nuova o incorporante in cambio dell’annullamento di quelle relative alle società fuse o incorporate, e quella concernente il procedimento di fusione. Relativamente a quest’ultima disciplina, nell’elaborato sono dettagliatamente illustrate le varie fasi del procedimento e gli atti che servono a documentare la costituzione della fusione. Per le acquisizioni lo schema

seguito dalla tesi non è dissimile da quello adottato per le fusioni. Infatti, dapprima, è trattata la normativa generale sulle acquisizioni, poi quella relativa al trasferimento dei diritti e obblighi del cedente al cessionario, e, infine, quella concernente il procedimento per la negoziazione e la conclusione del contratto di acquisizione/cessione e gli atti che servono a documentare la avvenuta acquisizione.

Gli aspetti contabili relativi alle operazioni M&A sono discussi nel paragrafo 4 distintamente per le fusioni e per le acquisizioni. Per quanto concerne le fusioni, viene precisato che vi sono aspetti contabili afferenti alla fase pre-fusione e quella post-fusione. La prima fase riguarda la predisposizione della situazione contabile di chiusura riferita alla data da cui decorrono gli effetti giuridici della fusione e la conseguente estinzione delle società fuse o incorporate, mentre la fase post-fusione riguarda la predisposizione della situazione contabile di apertura della nuova società o della società incorporante. Sono, poi, discussi nel dettaglio i vari adempimenti contabili connessi alle due fasi quali ad esempio la redazione della situazione patrimoniale con evidenza del capitale economico delle società partecipanti alla fusione, la stesura del bilancio di chiusura delle società fuse o incorporate, la stesura della situazione patrimoniale di partenza del complesso unificato (cd. bilancio iniziale di fusione), e la elaborazione del primo bilancio d'esercizio del complesso unificato. Sono, infine, trattate le cosiddette "differenze di fusione" (differenze da annullamento e differenze da concambio) che si hanno 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. Un cenno, in conclusione, è fatto alla contabilizzazione della fusione secondo il principio contabile internazionale contenuto nel IFRS n.3. Per le acquisizioni, viene sottolineato che i profili contabili sono, per certi versi, più semplici di quelli relativi alla fusione in quanto le scritture contabili si limitano alla rilevazione del trasferimento del patrimonio dal cedente al cessionario e del trasferimento del relativo corrispettivo da quest'ultimo al cedente. Anche per le acquisizioni è fatto cenno alla contabilizzazione secondo il principio contabile internazionale contenuto nel IFRS n.3.

Gli aspetti fiscali delle fusioni ed acquisizioni sono trattati nel paragrafo 5. Per le fusioni viene evidenziato che queste ultime sono fiscalmente neutrali stante la loro inidoneità a generare componenti sia essi positivi che negativi di reddito né in capo alla società incorporata o fusa, né in capo alla società incorporante o risultante dalla fusione e né in capo ai soci delle società coinvolte nella fusione. Per quanto concerne l'applicazione dell'IRAP alle fusioni, viene osservato che i maggiori valori dei beni iscritti a bilancio della società risultante o incorporante sono irrilevanti ai fini Irap. Da ultimo viene osservato che l'operazione di fusione non è assoggettata all'IVA in quanto non è considerata una cessione di beni. Relativamente alle acquisizioni, nella dissertazione è posto l'accento sulla considerazione che la compravendita di un



complesso aziendale, potendo avvenire attraverso vari tipi di transazioni più o meno articolate in funzione della dimensione quantitativa e qualitativa del *deal*, soggiace, ai fini delle imposte, ad un regime alquanto articolato. Per le imposte dirette è prevista la concorrenza alla formazione del reddito d'impresa anche delle plusvalenze derivanti dalla cessione di aziende (o rami aziendali), compreso il valore di avviamento, realizzate unitariamente mediante cessione a titolo oneroso. Per quanto concerne le imposte indirette, le cessioni che hanno per oggetto aziende o rami di azienda non sono considerate cessioni di beni ai fini del trattamento IVA, ma sono assoggettate all'imposta di registro in misura proporzionale sulla base del principio di alternatività tra IVA e imposta di registro. Le imposte ipotecarie e catastali sono dovute nel caso tra i beni componenti il patrimonio aziendale ceduto vi siano immobili per i quali si rendano necessarie trascrizioni nei pubblici registri immobiliari. Infine, viene segnalato che la plusvalenza derivante dalla cessione d'azienda non rileva ai fini Irap.

Il capitolo 2 si chiude con la disamina della normativa comunitaria in tema di fusioni ed acquisizioni che in linea di principio vieta “le concentrazioni che ostacolano in modo significativo la concorrenza effettiva del mercato comune o in una parte sostanziale di esso”.

Nel successivo capitolo 3, dopo l'illustrazione dei vantaggi e svantaggi delle M&A, viene introdotto il tema concernente le condizioni che devono, necessariamente, verificarsi affinché le operazioni di fusione ed acquisizione possano generare valore per coloro che le mettono in atto. Questo tema rappresenta il cuore della tesi in quanto è strettamente collegato all'obiettivo che essa si prefigge che, come detto in apertura, è quello di appurare la fondatezza dell'asserzione che le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) costituiscano una reale opportunità di accrescimento di valore per le aziende. Nello stesso capitolo sono trattate, anche, le ragioni dell'insuccesso delle M&A. Il capitolo si chiude con un accenno ai modi per misurare il successo delle M&A.

I vantaggi e svantaggi delle M&A sono trattati al paragrafo 1 del capitolo 3. I vantaggi che, peraltro sono visti come speculari alle finalità delle M&A, sono individuati in una serie di opportunità quali, ad esempio, lo sviluppo dimensionale, l'ampliamento del know-how aziendale, l'espansione nel mercato, l'accesso a nuovi canali distributivi, l'acquisizione di nuove competenze/risorse, l'acquisizione di nuovi importanti clienti, la diversificazione di portafoglio, ed, anche, il godimento di benefici fiscali. Gli svantaggi, per contro, vengono ravvisati nelle resistenze organizzative poste in essere dalle risorse umane dell'impresa acquisita o delle imprese fuse, e nella perdita di clienti contrari all'operazione di fusione/acquisizione per ragioni, ad esempio, di conflitti di interesse, danni di immagine, o per scarsa attenzione ricevuta durante il processo di M&A.

Il paragrafo 2 è dedicato alle diverse teorie elaborate da studiosi ed analisti in merito alle condizioni che devono, necessariamente, verificarsi affinché le M&A possano generare valore per coloro che le mettono in atto. Preliminarmente, viene affermato che il successo (o il fallimento) delle fusioni e acquisizioni dipende dalla chiarezza degli obiettivi, dalla complessità del progetto e dalla solidità della pianificazione e implementazione del progetto e che, rispetto ad altre forme di riorganizzazione, quelle conseguenti a fusioni e acquisizioni sono molto difficili da gestire per svariate ragioni, prima fra tutte, la presenza di due entità che possono essere completamente differenti tra loro. Venendo ai punti salienti del tema in trattazione, la dissertazione cita, come uno dei presupposti fondamentali per l'avvio di un processo M&A destinato al successo, l'energia del promotore accompagnata da una forte dose di entusiasmo, coerenza e determinazione uniti ad una spiccata capacità di innovazione e propensione ai rischi. Accanto a queste doti, vengono aggiunte la "creatività" della leadership aziendale ovvero l'attitudine della leadership a ricercare continuamente nuove formule di sviluppo aziendale, la "vocazione" dell'azienda alla crescita acquisita nel corso degli anni attraverso operazioni di crescita sia interne che esterne, ed, anche la similitudine, in termini di dimensioni e modi di fare, delle aziende coinvolte nell'operazione di M&A. La dissertazione si concentra, poi, sul modo in cui viene pianificato e realizzato il processo di integrazione. L'integrazione viene rappresentata come un processo interattivo e graduale, nel quale l'elemento determinante si identifica nella capacità di far convivere, collaborare e coordinare due strutture organizzative diverse. Un punto di rilievo viene dato nella trattazione alla compatibilità culturale e, quindi, alla gestione strategica della integrazione culturale (paragrafo 3). La cultura organizzativa, viene affermato, attiene ai valori, alle ideologie, ai linguaggi ed ai rituali delle aziende e rappresenta il collante dell'identità aziendale che assicura la coesione all'interno della azienda. Nella dissertazione viene affermato che l'integrazione culturale non consiste tanto nell'eliminare le differenze culturali, ma nel comprendere quali valori debbono essere preservati e mantenuti nel tempo come punti di forza per il futuro. Viene, perciò, ribadita la necessità di capitalizzare sui punti di forza delle aziende e di contenere o, meglio, eliminare i punti di debolezza con misure mirate. Viene, in definitiva, messo in rilievo che l'armonizzazione degli aspetti culturali è un *must* se si vogliono evitare gli insuccessi. Nell'ambito della integrazione culturale, la dissertazione affronta il tema dei rapporti interpersonali che si instaurano durante i processi M&A. Questi rapporti, è detto, sono spesso conflittuali e basati su una linea di pensiero di tipo "noi contro loro". Essi, continua la dissertazione, possono tuttavia essere riequilibrati se vengono intraprese azioni di armonizzazione quali ad esempio: un'integrazione ben pianificata e focalizzata sulla costruzione di una cultura coesiva; l'impegno per una transizione fattuale; l'utilizzazione di una comunicazione coerente; ed, infine, la predisposizione di una struttura organizzativa definita da ciò che è meglio per tutti.

Le ragioni dell'insuccesso delle M&A sono trattate nel paragrafo 3 ove viene affermato che tra le cause più ricorrenti vi è il ritardo nello svolgimento delle operazioni di M&A, il mancato superamento delle differenze organizzative, la scarsa attenzione ai temi legati alle persone, le scarse capacità di chi orchestra l'intero processo, ed il pagamento di un prezzo troppo alto rispetto al *deal*.

Il capitolo 3 si chiude con un accenno ai modi per misurare il successo delle M&A. Vengono richiamate le misure basate su indicatori di performance collegati al mercato azionario, le misure basate su risultati contabili, e, soprattutto, le misure che collegano la performance delle M&A alla performance della leadership. In riferimento a queste ultime, viene osservato che il successo delle M&A è strettamente collegato alla buona conoscenza da parte dei managers dei termini della transazione e delle problematiche della fase di integrazione, e all'impegno che essi approfondono nella realizzazione dei loro obiettivi.

La seconda parte della tesi si concentra sui due casi oggetto di analisi. Nel capitolo 4 viene discusso il caso della fusione tra il Banco Popolare- Società Cooperativa e la Banca Popolare di Milano. Nel capitolo 5 quello relativo all'acquisizione di Whole Foods Market da parte di Amazon.

Per porre nel giusto contesto la trattazione del caso della fusione tra il Banco Popolare- Società Cooperativa e la Banca Popolare di Milano, la dissertazione fornisce una panoramica del settore bancario in Europa e del sistema bancario italiano, e, relativamente a quest'ultimo, offre una disamina delle M&A in generale e delle più importanti concentrazioni avvenute in Italia negli ultimi anni.

Relativamente al settore bancario in Europa (paragrafo 1), viene osservato che quest'ultimo, negli ultimi 20 anni, ha conosciuto un dinamismo, senza precedenti, causato, principalmente, da: (1) la deregolamentazione del settore (avvenuta in ambito comunitario) a seguito della quale sono stati abbattuti i vincoli normativi che, di fatto, limitavano fortemente la crescita del settore, (2) i progressi conseguenti all'innovazione tecnologica, soprattutto, la diffusione di internet che ha consentito alle banche di diversificare la propria attività entrando in nuove aree di business e a rivolgersi ad una platea sempre più ampia e diversificata di clienti finali, e (3) la introduzione di un nuovo modello di vigilanza comunitario che prevede, da un lato l'istituzione di diversi organi comunitari quali il Sistema Europeo delle Banche Centrali (comprendente le banche centrali nazionali dei 28 stati membri dell'Unione Europea e la Banca Centrale Europea) e l'Eurosistema (costituito dalla BCE e dalle banche centrali dei paesi dell'eurozona) e, dall'altro, la messa a punto di meccanismi di autotutela del settore tra cui viene citato il divieto di aiuti pubblici nei confronti di banche in sofferenza (cd. divieto di bailout pubblico) che ha costituito l'oggetto di un dibattito molto acceso all'interno del nostro paese.

Relativamente al sistema bancario italiano (paragrafo 2) viene sottolineato che, nell'ambito del sistema economico nazionale, le banche italiane assumono un ruolo fondamentale per il funzionamento delle imprese rappresentando, differentemente da ciò che accade in altri paesi europei, il motore finanziario del processo produttivo nazionale. Il sistema bancario italiano, nella tesi, viene rappresentato come un sistema concentrato prevalentemente su attività di intermediazione tradizionale e poco incline a trattare le altre forme di gestione finanziaria. Tra le varie innovazioni che hanno riguardato il sistema bancario italiano, la dissertazione cita l'adeguamento del sistema italiano a quello comunitario, la privatizzazione degli istituti di credito, il riconoscimento del carattere imprenditoriale dell'attività bancaria, l'introduzione di una normativa a favore della de-specializzazione degli istituti bancari, la riforma delle banche popolari, ed, infine, la riorganizzazione del Credito Cooperativo per adeguarlo al nuovo contesto competitivo dell'Unione Bancaria, salvaguardandone le specificità mutualistiche a beneficio dei territori di riferimento.

In merito alle M&A nell'industria bancaria italiana (capitolo 3), la dissertazione sostiene che la liberalizzazione del mercato bancario ha comportato un più elevato grado di competitività fra gli istituti di credito che, a sua volta, ha favorito una forte concentrazione nel settore che è avvenuta in via prioritaria attraverso operazioni straordinarie di acquisizione e fusione. La tesi continua, poi, con il fornire il quadro normativo delle M&A contenuto nel Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia soffermandosi ad analizzare il potere di controllo esercitato dalla Banca d'Italia e dalla BCE nel procedimento di fusione e acquisizione. La dissertazione afferma che proprio a seguito di queste operazioni di consolidamento, negli ultimi anni il sistema bancario italiano ha visto una drastica riduzione del numero degli istituti bancari operanti sul territorio nazionale che ha permesso alle banche di migliorare le loro performance ed aumentare il loro potere di mercato, tornando in parte a competere con i più grandi istituti europei. Le motivazioni delle M&A nel settore bancario sono trattate al termine del paragrafo ove è riportato che lo scopo delle M&A risiede, soprattutto, nella volontà degli istituti di credito di incrementare la loro efficienza operativa. È fatto poi cenno ad una motivazione che appare essere peculiare del sistema bancario italiano che è quella del salvataggio degli istituti in difficoltà. A differenza degli altri casi, qui la concentrazione risponde alle "sollecitazioni" delle autorità di vigilanza che invitano, più o meno esplicitamente, banche sane ed efficienti ad acquisire banche in crisi nel tentativo di far superare a queste ultime il loro momento di difficoltà e, in definitiva, di restituire stabilità al mercato. Le più rilevanti operazioni M&A avvenute nel settore bancario italiano negli ultimi anni sono trattate nel paragrafo 4. Esse riguardano la creazione di Unicredit, la fusione di Banca Intesa con Sanpaolo IMI, e l'espansione della Banca Monte dei Paschi di Siena.

La trattazione specifica del case study è svolta nei paragrafi 5, 6, e 7 del capitolo 4. Essa è articolata nei seguenti punti:

- i protagonisti del case study (paragrafo 5),
- il processo di fusione e le motivazioni sottostanti (paragrafo 6),
- i risultati raggiunti (paragrafo 7).

Relativamente ai protagonisti del case study viene, dapprima, tracciato il profilo del Banco Popolare-Società Cooperativa, e, poi, quello della Banca Popolare di Milano. Il Banco Popolare-Società Cooperativa è presentato come un istituto di credito con matrice cooperativa e solido radicamento sul territorio e dotato di una forte vocazione alla crescita come dimostrano le numerose fusioni per incorporazione alle quali l'istituto ha dato vita nel corso della sua storia. All'atto della fusione il Banco Popolare-Società Cooperativa presentava una redditività in contrazione dovuta alla riduzione ai minimi storici dei tassi di interesse, alla accesa competizione tra gli intermediari dovuta ad una debole domanda di credito, e, infine, alla rigidità dei costi connessi al mantenimento della sua rete distributiva. La Banca Popolare di Milano viene descritta, nella dissertazione, come un istituto di credito impegnato a valorizzare il risparmio delle famiglie, a sostenere, con il credito, lo sviluppo del sistema produttivo dei territori, e a tutelare gli aspetti sociali e ambientali. La storia della Banca Popolare di Milano è caratterizzata da una sua continua crescita ed espansione dovute principalmente alle numerose operazioni di acquisizioni di altre banche avvenute in tutto il corso della sua vita ed, anche, dai numerosi riconoscimenti che le sono stati tributati per le numerose iniziative sociali da essa intraprese. All'atto della fusione l'istituto presentava una redditività in contrazione dovuta alle stesse ragioni sottostanti il calo di redditività del Banco Popolare-Società Cooperativa.

Il processo di fusione tra i due istituti di cui sopra, è dettagliatamente descritto nel paragrafo 6 ove vengono riportati cronologicamente tutti gli steps che conducono alla fusione. Nello stesso paragrafo sono riportate le motivazioni sottostanti la fusione che possono essere sintetizzate nella necessità per entrambi gli istituti di credito di fare “consolidamento” ovvero di realizzare una crescita dimensionale che consentisse loro di assorbire al meglio le turbolenze finanziarie del mercato. Il risultato della fusione, riportato al paragrafo 7, è la creazione di un nuovo gruppo, il Gruppo Banco BPM S.p.A., caratterizzato da un attivo di 160 miliardi di euro, una quota di mercato del 7%, 3,8 milioni di clienti, circa 22.200 dipendenti, ben 1807 sportelli distribuiti in tutta Italia e, soprattutto da un trend di crescita sorprendente nel periodo che va dalla sua nascita avvenuta nel 2017 ai giorni nostri.

Al termine della disamina di cui sopra, la dissertazione fornisce alcune considerazioni sulla omogeneità delle due entità fuse e provvede a tracciare un raffronto del case study con le diverse teorie elaborate da studiosi ed analisti in merito alle condizioni che devono, necessariamente, verificarsi affinché le M&A possano generare valore (paragrafo 8).

Le considerazioni relative alla omogeneità delle due entità fuse, nel denotare che entrambe le società presentano molti punti di vicinanza non solo organizzativo-gestionali, ma, soprattutto, culturali, portano alla conclusione che l'entità risultante dalla fusione, il Gruppo Banco BPM, si presenta come la perfetta sintesi di due visioni affini e costituisce uno degli esempi vincenti di fusioni realizzate tra aziende culturalmente e gestionalmente compatibili.

Circa il raffronto del case study con le diverse teorie sulle condizioni che devono, necessariamente, verificarsi affinché le M&A possano generare valore, la dissertazione evidenzia due punti di collegamento:

- il primo riguarda l'attitudine del management di entrambe le entità a (1) dare spazio nel processo decisionale agli input provenienti dal personale ed a (2) promuovere la cultura della condivisione intesa come ascolto e comprensione non solo delle istanze interne alla propria entità ma anche e soprattutto di quelle interne all'altra entità;
- il secondo punto evidenzia che l'integrazione culturale, che è uno dei capisaldi di dette teorie, è stata gestita in modo accurato, effettivo ed efficiente, tanto da favorire il sorgere di un percorso che ha condotto ad una nuova e più salda identità culturale.

Sulla base dei punti di cui sopra, la tesi arriva alla conclusione che la fusione fra il Banco Popolare-Società Cooperativa e la Banca Popolare di Milano è stata un accadimento che ha generato valore per entrambe le parti.

La disamina del secondo case study, ovvero l'acquisizione di Whole Foods Market da parte di Amazon, è contenuta nel capitolo 5. Per porre nel giusto contesto la trattazione del caso, la dissertazione fornisce una panoramica del commercio al dettaglio (retail in inglese) e del Food & Beverage che sono gli ambiti nei quali è maturato il caso (paragrafo 1).

Relativamente al commercio al dettaglio, nella dissertazione il commercio al dettaglio viene analizzato da tre diverse prospettive e precisamente nella sua accezione tradizionale, nella sua dimensione digitale, ed, infine, nell'ambito del mercato economico globale e europeo.

Nella sua accezione tradizionale, il commercio al dettaglio viene rappresentato come l'ultimo anello della catena di distribuzione commerciale che è il meccanismo attraverso cui un bene parte dal produttore per giungere nelle mani dell'utilizzatore finale normalmente per il tramite di uno o più distributori. Il venditore al dettaglio, in questa costruzione, è colui che entra nel possesso di elevate quantità di beni finiti allo scopo di cederli in quantità ridotte e con prezzo maggiorato ai singoli individui. L'attività materiale della consegna della merce può avvenire presso il venditore o presso il domicilio del consumatore. Il pagamento della merce può essere contestuale, antecedente o successivo.

Il commercio al dettaglio nella sua dimensione digitale viene rappresentato come la vendita di beni e servizi effettuata a livello di mercato globale tramite sistemi di informazione telematica interattiva; il cosiddetto e-commerce. L'e-commerce, inizialmente basato su transazioni e relazioni commerciali tra imprese, con l'avvento di nuove tecnologie, ha finito con il coinvolgere anche il consumatore finale il quale è diventato l'oggetto delle attenzioni delle aziende venditrici che, grazie ai dati conoscitivi raccolti su di lui, sono in grado di assisterlo, indirizzarlo, orientarlo, ed influenzarlo nei suoi percorsi di acquisto. Il commercio al dettaglio nelle sue dimensioni fisiche e digitale costituisce oggi la risposta più completa ed avanzata relativamente alle esigenze dei consumatori.

L'analisi del commercio al dettaglio con riferimento al mercato economico globale consente alla tesi di affermare che:

- il commercio al dettaglio costituisce uno dei maggiori settori dell'economia mondiale in cui vi operano una moltitudine di imprese che generano un significativo fatturato;
- i maggiori 250 retailers al mondo (87 europei), nell'anno fiscale 2017, hanno raggiunto insieme un fatturato di 4.530 miliardi di dollari, in crescita del 5,7% sull'anno precedente;
- il mercato mondiale del commercio al dettaglio è, attualmente, dominato da 10 multinazionali di cui 7 sono statunitensi e 3 europee;
- il valore generato dagli acquisti online di prodotti nel mondo ha superato, nel 2018, i 1.800 miliardi di euro.

Con riferimento al mercato europeo, la tesi rappresenta che:

- in Europa, le imprese che operano nel settore del commercio al dettaglio sono circa 3,6 milioni;
- i paesi europei dove l'e-commerce è più maturo sono il Regno Unito, la Germania e la Francia;
- molti paesi dell'Unione europea hanno un quadro normativo che ostacola fortemente lo sviluppo del settore e che non favorisce l'introduzione delle innovazioni tecnologiche;
- l'Italia è uno dei paesi che impone il maggior numero di restrizioni al commercio al dettaglio.

Venendo al settore Food & Beverage, la dissertazione si sofferma ad analizzare il trend di questo mercato rappresentando che:

- il settore F&B acquisisce sempre maggior importanza sotto il profilo economico e sociale ed è in forte espansione grazie alla crescente domanda di paesi quali Cina, India e Brasile;

- le ragioni dell'espansione sono da ricercare nel cambiamento costante delle abitudini alimentari e nei trend tecnologici riguardanti l'automazione dei macchinari per la trasformazione, manipolazione e confezionamento degli alimenti e quelli riguardanti le piattaforme digitali per la distribuzione e commercializzazione dei prodotti;
- l'esplosione dell'e-commerce ha creato uno scenario sempre più impegnativo per i grandi players del settore alimentare e delle bevande.

La dissertazione offre, poi, una carrellata dei maggiori leaders del F&B nel mondo e delle più rilevanti operazioni M&A avvenute nel settore negli ultimi 4 anni.

La trattazione specifica del case study è svolta nei paragrafi 2, 3, 4, e 5 del capitolo 5. Essa viene articolata nei seguenti punti:

- i protagonisti del case study (paragrafo 2),
- gli aspetti inerenti all'acquisizione (paragrafo 3),
- le motivazioni di carattere strategico sottostanti l'operazione (paragrafo 4),
- i risultati raggiunti (paragrafo 5),

Relativamente ai protagonisti del case study viene, dapprima, tracciato il profilo di Amazon e, poi, quello di Whole Foods Market. Amazon è presentato come la piattaforma digitale del commercio al dettaglio più grande del mondo con siti in quasi tutto il mondo, con circa 650.000 dipendenti, una valutazione intorno ai 700 miliardi di dollari, e con un fatturato di circa 280 miliardi di dollari all'anno. Il suo bacino di utenza sfiora i 70 milioni di acquirenti nei soli Stati Uniti. La tesi pone, poi, in evidenza il trend di crescita di questo colosso e gli aspetti gestionali e culturali che lo caratterizzano quali un'organizzazione gerarchica ben strutturata, che contempla il ferreo rispetto delle regole, che non tollera alcuna forma di insubordinazione, e che lascia poco o niente spazio all'autonomia dei singoli.

Whole Foods Market viene presentata come una delle maggiori società statunitensi nel campo degli alimenti naturali e biologici con 500 supermercati distribuiti, principalmente, negli Stati Uniti ma anche in Canada ed Europa, una valutazione dell'azienda di circa 12 miliardi di dollari, vendite annuali pari a circa 16 miliardi di dollari, profitti annuali intorno ai 400 milioni di dollari, un esercito di dipendenti di circa 60.000 persone ed, al tempo stesso, una redditività in calo, dovuta ad un indebolimento del marchio. La Whole Foods Market viene, poi, presentata come un'azienda particolarmente elastica e aperta, che incoraggia la creatività e la partecipazione dei dipendenti, valorizza il loro senso critico e promuove un'organizzazione egualitaria.



Gli aspetti inerenti all'acquisizione vengono trattati nel paragrafo 3 e sono riferiti alle varie fasi attraverso le quali le due entità sono passate per raggiungere il loro intento.

Le motivazioni di carattere strategico sottostanti l'operazione sono trattate al paragrafo 4 dell'elaborato con una dettagliata analisi. Esse sono le più svariate ma hanno un punto di convergenza che è la spasmodica ricerca da parte del mercato del retail a sfruttare al massimo le potenzialità che presenta l'accostamento del mondo digitale (Amazon) a quello fisico (Whole Foods Market).

I risultati raggiunti sono trattati nel paragrafo 5 e sono, per Amazon, quello di aver aggiunto un ulteriore tassello al suo disegno di fondere il commercio online con quello offline, per Whole Foods Market, di veder cessare il trend negativo che l'aveva attanagliata negli ultimi anni. I risultati, tuttavia, da un punto di vista finanziario non sono stati significativi in quanto la crescita dell'utile che Amazon ha realizzato, non è dipesa dalla acquisizione di Whole Foods Market, ma è stata determinata da altri elementi e la redditività di Whole Foods Market non è stata rivoluzionaria come ci si aspettava ma molto contenuta. Ma il punto più significativo in tema di risultati è che la prevista crescita "vertiginosa" che avrebbe consentito al gruppo Amazon/Whole Foods di scalzare i propri concorrenti, non c'è stata.

Al termine della disamina di cui sopra, la dissertazione fornisce alcune considerazioni sull'atteggiamento tenuto dalle due entità nel corso dell'operazione di M&A e sulla loro compatibilità e provvede a tracciare un raffronto del case study con le diverse teorie elaborate da studiosi ed analisti in merito alle condizioni che devono, necessariamente, verificarsi affinché le M&A possano generare valore (paragrafo 6).

Le considerazioni relative all'atteggiamento tenuto dalle due entità nel corso dell'operazione di M&A mostrano forti contrasti tra la leadership di entrambe le parti ed una delusione da parte di Whole Foods Market relativamente alle proprie aspettative di autonomia. Quelle relative alla compatibilità delle due parti mettono in evidenza la forte distanza culturale e gestionale esistente tra loro.

Circa il raffronto del case study con le diverse teorie sulle condizioni che devono, necessariamente, verificarsi affinché le M&A possano generare valore, la dissertazione evidenzia tre punti di collegamento:

- il primo riguarda la inesistenza di una solida pianificazione; la discesa in campo di Amazon è stata dettata più dall'entusiasmo derivante dai continui successi messi a segno negli ultimi anni piuttosto che da una scelta ragionata e centrata sui rischi e i benefici che il suo intervento nel campo alimentare avrebbe comportato;
- il secondo riguarda l'assenza di spirito di collaborazione degli attori della transazione, testimoniato dai continui conflitti e resistenze dei CEO delle due aziende;

- il terzo evidenzia che l'integrazione culturale non è stata pianificata correttamente e conseguentemente non si è realizzata.

Sulla base dei punti di cui sopra, la tesi arriva alla conclusione che la acquisizione di Whole Foods Market da parte di Amazon non è stato un accadimento che ha generato valore per entrambe le parti.

Il punto di arrivo cui giunge il lavoro al termine della panoramica sulle M&A (capitoli 1, 2, e 3) e dell'analisi di due casi specifici di M&A (capitoli 4 e 5) è contenuto nelle "Conclusioni" ove viene detto che il fine di creare valore nel mondo economico attraverso l'unione di forze (M&A nel caso in trattazione) va visto come l'espressione della migliore progettualità e fatica di quegli uomini e donne che cercano di piegare a proprio favore il quadro delle opportunità e sfide che il mercato continuamente propone.