

POLITECNICO DI TORINO

Corso di Laurea Magistrale

Ingegneria Gestionale

Tesi di Laurea Magistrale

La creazione di sinergie nei processi di M&A nel settore alimentare: il caso Danone-WhiteWave



**Politecnico
di Torino**

Relatore
Prof. Riccardo Calcagno

Candidata
Iole Pininfarina
Matricola 270145

Anno accademico 2021/2022

Indice

1	Introduzione.....	1
2	Merger & Acquisition	3
2.1	Le fusioni.....	5
2.2	Le acquisizioni	6
2.3	Le tipologie di M&A.....	11
2.4	Le acquisizioni cross-border	14
2.5	Le strategie di crescita di un'impresa.....	16
2.5.1	Lo sviluppo interno	18
2.5.2	La crescita esterna	19
2.6	Merger waves	20
2.7	Il successo di un'acquisizione	27
3	Le sinergie e le motivazioni che guidano un'acquisizione.....	30
3.1	Le tipologie di sinergie.....	33
3.1.1	Sinergie operative.....	33
3.1.2	Sinergie finanziarie.....	35
3.1.3	Un'ulteriore classificazione.....	37
3.2	Le determinanti delle sinergie	41
3.3	La valutazione delle sinergie	46
3.3.1	La valutazione delle core competence come fonte di sinergie	48
3.3.2	Le acquisizioni e le sinergie come opzioni reali.....	50
4	Metodologie di valutazione e pagamento.....	53
4.1	Il metodo finanziario Discounted Cash Flow (DCF)	55
4.2	I metodi comparativi	60
4.3	I metodi di pagamento	63
4.3.1	Pagamento in contanti (cash offer).....	64
4.3.2	Scambio di azioni	64
5	Il settore del Food and Beverage	67
5.1	Le principali determinanti del settore nei processi di M&A	68
6	Il caso Danone-WhiteWave.....	72
6.1	L'Acquirente: Danone	72
6.2	La Target: WhiteWave Foods Company.....	74
6.3	I dettagli dell'acquisizione	75
6.4	Le sinergie attese	78
6.5	Commento sui risultati dell'acquisizione	81
7	Conclusioni.....	101
8	Bibliografia e sitografia.....	102

1 Introduzione

Lo scopo della presente tesi è quello di andare ad analizzare i processi di fusione e acquisizione, detti anche processi di Mergers&Acquisition, queste operazioni rappresentano per le imprese un'alternativa strategica di creare valore per gli azionisti, infatti tramite un processo di acquisizione l'impresa può espandere velocemente i propri confini raggiungendo così nuovi clienti e nuovi mercati. Le ragioni che possono portare un'impresa a intraprendere questo tipo di operazioni sono infatti legate alla costruzione o alla difesa del proprio vantaggio competitivo. I fattori che portano le imprese a iniziare un processo di M&A possono essere la necessità aumentare le quote di mercato, di internazionalizzare la propria attività attraverso l'acquisizione di un competitor straniero, la riduzione dei costi mediante lo sfruttamento di economie di scala e l'incremento di produttività, l'opportunità di acquisire un know-how specifico o una nuova tecnologia oppure il bisogno di diversificare le proprie attività entrando in settori nuovi. A spiegazione delle politiche di M&A vengono spesso utilizzate le sinergie, ovvero quei vantaggi che nascono dalla condivisione e dall'integrazione delle risorse finanziarie, operative e umane. Le sinergie saranno quindi presenti quando la condivisione delle risorse, tra le aziende coinvolte, consente una riduzione del livello di risorse impiegate, mantenendo inalterata la qualità e la quantità del risultato oppure, in alternativa, consente un miglioramento del livello qualitativo o quantitativo della produzione a parità di risorse impiegate.

La tesi viene quindi così articolata:

1. Il primo capitolo illustra i concetti introduttivi riguardanti i processi di fusione e acquisizione, analizzando le tipologie di tali operazioni, soffermandosi su quelle transfrontaliere (cross-border), fornendo un'illustrazione delle strategie di crescita delle imprese e infine una disamina sulle ondate di fusioni, le cosiddette *Merger Waves*.
2. Il secondo capitolo è volto ad analizzare le tipologie di sinergie, operative e finanziarie, la loro valutazione e le loro determinanti. Le imprese devono essere in grado di stimare correttamente il loro valore e quello delle sinergie, si può infatti affermare che un'acquisizione crea valore per l'impresa quando il valore attuale delle sinergie ottenute dall'integrazione risulta maggiore del premio pagato per acquisire la Target.
3. Il terzo capitolo è invece diretto ad approfondire le metodologie di valutazione di un'impresa, in particolare quella del Discounted Cash Flow e quella dei metodi

comparativi. Infine vengono passati in rassegna i metodi di pagamento delle operazioni di M&A, il pagamento in contanti e lo scambio di azioni.

4. Nel quarto capitolo sono quindi spiegate le caratteristiche del settore alimentare in Europa e le principali determinanti dei processi di acquisizione nel settore del Food&Beverage.
5. Il quinto capitolo è infine dedicato all'analisi dell'operazione di acquisizione di WhiteWave da parte della società francese Danone nell'aprile del 2017. Sono state quindi introdotte le due società coinvolte, esaminati i dettagli dell'acquisizione, riportate le sinergie attese dalla Danone per questa operazione e infine commentati i risultati ottenuti fino a oggi. Analizzare un caso reale ha permesso di comprendere la complessità sottostante a questo tipo di operazioni e la difficoltà nel rispettare gli obiettivi prefissati per via delle numerose variabili che coinvolgono l'andamento di un'impresa.

Il materiale utilizzato e studiato per scrivere la tesi è stato preso soprattutto da articoli accademici riguardanti i processi di M&A e la creazione di sinergie, da libri di testo, in particolare *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* di Gaughan, da database finanziari come Orbis e Refinitiv, e infine dai bilanci e i report presenti sul sito della società Danone.

2 Merger & Acquisition

Con il termine M&A, in inglese *Mergers and Acquisitions*, si fa riferimento alle operazioni di finanza straordinaria con cui avviene il cambio di controllo di una o più società, dette società *target*. In particolare si intendono i processi di fusione e di acquisizione, essi rappresentano per l'impresa un'alternativa strategica di creare valore per i propri azionisti e si fondano sulla capacità di individuare correttamente le sinergie derivanti dall'operazione in modo da pagare un premio per il controllo che sia inferiore al loro valore attualizzato. La straordinarietà di queste operazioni, seppure oggi siano sempre più frequenti, si collega al fatto che le fusioni e le acquisizioni sono un modo per riprogettare dalla base le strategie e le strutture dell'impresa, vengono cambiati gli assetti istituzionali, strategici, tecnologici e organizzativi e quindi anche la natura e il raggio d'azione dell'azienda nel proprio ambiente economico e non economico. I manager delle imprese devono analizzare con attenzione il *fit* strategico e la compatibilità organizzativa tra le due aziende, quest'analisi deve essere fatta sin dagli stadi iniziali per evitare di incorrere in successivi conflitti.

I soggetti che prendono parte attivamente a una transazione M&A sono i venditori, i *Seller* detti anche Target, e gli acquirenti, *Acquiror*, questi ultimi si possono suddividere in due grandi insiemi: gli operatori finanziari, *Financial Sponsor* e gli operatori industriali, *Strategic Bidder*.

I *Financial Sponsor* sono dei soggetti finanziari, come fondi di Private Equity, Venture Capitalist o Family Office, che decidono di acquisire l'impresa Target fondamentalmente a scopo speculativo. Il loro obiettivo è, infatti, quello di rivendere la società a un prezzo superiore rispetto a quello pagato nell'arco di tre-cinque anni, identificando sin da subito una *exit strategy*. Gli operatori finanziari individuano come Target ideali le imprese appartenenti a settori in crescita, con un management preparato e affermato sul mercato e con la possibilità di generare cash flow elevati e stabili nel tempo. Essi intervengono principalmente nell'attività straordinaria dell'impresa, lasciando ampia autonomia al management nella gestione ordinaria. I *Financial Sponsor* operano prevalentemente tramite operazioni di *leverage buy-out* (LBO), in italiano acquisizione attraverso debito, esse consistono nell'acquisto di una partecipazione di controllo di una società Target tramite l'utilizzo di un'elevata quantità di debito. L'operatore finanziario, solitamente un fondo di Private Equity, costituisce una nuova società NewCo, detta

anche *shell company*¹, che contrarrà il debito necessario a finanziare l'acquisizione della società Target, i finanziatori esterni sono generalmente banche che prendono a garanzia il patrimonio della Target. L'impresa Target viene quindi incorporata nella NewCo che con i flussi di cassa futuri e la dismissione di asset non centrali rimborserà il debito. L'impresa sarà contestualmente sottoposta a una riorganizzazione che la renderà più efficiente e in grado di ripagare i finanziamenti.

Uno *Strategic Bidder* è invece un soggetto, pubblico o privato, che già opera nello stesso settore, o in uno verticalmente integrato, dell'impresa Target, il suo obiettivo sarà quindi quello di ottenere le maggiori sinergie operative possibili dalla transazione. L'acquirente strategico, a differenza di uno finanziario che valuterà la Target come un progetto *stand-alone*, dovrà stimare l'interazione dell'impresa acquisita con la propria attività e i propri progetti in corso. Le scelte di un'Acquirente quotato sul mercato saranno largamente influenzate dalla reazione del mercato azionario, infatti nel momento in cui la notizia di un'eventuale acquisizione viene divulgata i prezzi dei titoli di Acquirente e Target saranno soggetti a notevoli fluttuazioni. Le prime reazioni del mercato alla notizia dell'operazione rappresentano spesso, ma non in tutti i casi, una previsione attendibile della creazione di valore di lungo periodo o di un eventuale fallimento, ciò chiarisce lo spiccato interesse dell'Acquirente strategico per la *market reaction*.

Nelle operazioni di fusione e acquisizione l'informazione assume un peso notevole, sia nelle fasi precedenti l'operazione, nelle quali è fondamentale comprendere le peculiarità dell'impresa da acquisire, sia in quelle successive dove si devono comunicare ai terzi le scelte compiute. La coordinazione delle informazioni e delle comunicazioni gioca un ruolo importante come strumento nell'attuazione del cambiamento ed è quindi utile a orientare il comportamento e l'atteggiamento della società nei confronti della nuova realtà. Le imprese coinvolte devono quindi essere coscienti della provenienza e della qualità delle informazioni che raccolgono, proprio per questo motivo viene effettuata la cosiddetta *Due diligence*, che rappresenta un'opportunità per l'Acquirente di accedere alle informazioni finanziarie e organizzative che non sono ricavabili dal mercato ma ha anche lo scopo di individuare gli elementi di rischio dell'operazione. La *Due diligence* è tipicamente strutturata in tre diverse parti: finanziaria, legale e operativa; l'area finanziaria analizza la qualità dei dati finanziari riportati nei bilanci e l'affidabilità delle previsioni fatte dal management della società; l'area legale considera

¹ *Shell company*, in italiano società di comodo, indica una società vuota, ovvero priva di asset che è dotata di risorse finanziarie minime che non le permetterebbero né di realizzare l'acquisizione in maniera indipendente né tanto meno di presentare garanzie per l'ottenimento dei finanziamenti.

eventuali cause legali in corso, transazioni con parti correlate e permette una completa comprensione dei contratti vigenti; infine la *Due diligence* operativa affronta i temi riguardanti la qualità e la manutenzione degli impianti produttivi, la presenza di asset superflui e la cultura dell'azienda.

2.1 Le fusioni

La fusione è uno strumento che comporta l'unificazione di due società in un'unica entità giuridica, che eredita tutti gli attivi e i passivi patrimoniali dell'impresa acquisita e inoltre tutti i suoi impegni ed eventuali cause aperte, quindi la responsabilità dell'Acquirente sarà piena e illimitata rispetto alle responsabilità assunte in precedenza dal management dell'impresa Target. Essa, può essere considerata una conclusione formale dell'acquisizione, infatti tutte le fusioni implicano l'acquisto di quote azionarie dell'impresa Target da parte del Buyer. Nel sistema giuridico anglosassone i termini *merger* (fusione) e *acquisition* (acquisizione) sono considerati sinonimi, infatti l'impresa *acquiring* (acquirente) e l'impresa *acquired* (acquisita) vengono spesso definite *incorporating* (incorporante) e *incorporated* (incorporata), la parola fusione è tipicamente utilizzata per acquisizioni tra imprese di pari entità. Nel sistema giuridico italiano invece è stata evidenziata la differenza tra fusioni e acquisizioni, le prime possono essere realizzate con due modalità diverse: fusioni per incorporazione, dove l'impresa incorporata, a seguito dell'operazione, cessa di esistere e fusioni per consolidamento in cui le due imprese fuse danno origine a una nuova società. Esiste ancora una terza tipologia di fusione: la cosiddetta fusione triangolare, in cui l'Acquirente genera una società totalmente controllata, MergerCo, fornendole un capitale minimo, successivamente questa società si indebita e procede all'acquisizione dell'impresa Target. Quando la MergerCo sarà in possesso della totalità delle azioni della Target proseguirà con una fusione per incorporazione di tutti i suoi asset e le sue passività; essa è molto efficace ed è infatti la struttura più utilizzata. Nel caso in cui a rimanere in vita sia la società di nuova creazione MergerCo la struttura prenderà il nome di fusione triangolare in avanti, invece quando questa società viene liquidata si parlerà di fusione triangolare inversa.

Le motivazioni che portano due società a fondersi possono essere legate alla crescita e all'esigenza di aumentare la propria capacità produttiva e creare economie di scala, alla necessità di ristrutturare la catena del valore e di migliorare i processi tecnologici e di ingegnerizzazione, oppure per ottenere benefici fiscali. Le fusioni hanno successo quando la

volontà comune delle due società è quella di creare valore e accrescere i profitti, sfruttando le sinergie create e quindi andando oltre alla sola somma del valore delle imprese che vanno a fondersi. Nel momento in cui si va incontro a un'eccessiva differenza culturale e gli obiettivi non risultano più allineati allora si arriverà a un fallimento dell'operazione.

2.2 Le acquisizioni

Un'acquisizione è il processo attraverso il quale avviene il cambio di proprietà di un'impresa e il trasferimento delle risorse impiegate nel suo processo produttivo, in questo caso l'Acquirente ha unicamente responsabilità limitata all'ammontare del proprio investimento. Le acquisizioni dovrebbero avere come principale obiettivo quello di creare valore per gli azionisti, poiché, in un ambiente globalizzato come quello attuale, l'aumento del fatturato e delle quote di mercato rafforzano la competitività dell'azienda. La creazione di valore è ciò che assicura all'impresa la capacità di soddisfare i bisogni dei vari stakeholder come i dipendenti, il management, i clienti, i fornitori e le banche. La creazione di valore può assumere significato diverso nelle tre dimensioni dell'attività d'impresa: economica, competitiva e sociale. Rispetto alla dimensione economica, patrimoniale e finanziaria l'impresa deve assicurare una redditività in linea con le prospettive e il rispetto di parametri di solidità patrimoniale; riguardo alla dimensione competitiva l'impresa deve mantenere e consolidare la sua posizione di mercato nei settori in cui opera e andrà a operare; infine quanto alla dimensione sociale l'impresa è in una rete di interazioni con molteplici stakeholder con bisogni differenti ed essi sono in grado di influenzare, positivamente o negativamente, il giudizio esterno dell'impresa. Per comprendere quando un'acquisizione genera realmente valore per gli azionisti, e non lo distrugge, si devono analizzare tre aspetti principali: il premio pagato per l'acquisto dell'impresa Target, le sinergie ottenibili come flussi di cassa e il rischio di ottenere o meno le sinergie previste. Il premio pagato alla Target consiste nella differenza tra il prezzo corrisposto per l'acquisizione e il valore intrinseco dell'azienda, questo premio corrisponde al valore richiesto dagli azionisti della Target per cedere il controllo, che può essere ritenuto a tutti gli effetti un asset immateriale. Nel momento in cui il valore attualizzato delle sinergie attese² dalla transazione risulta superiore al premio pagato si avrà una creazione di valore. Le sinergie sono espresse dai flussi di cassa

² $VA_{sinergie} = \sum_{t=1}^T \frac{CF_{sinergie}}{(1+r)^t}$, dove $VA_{sinergie}$ è il valore attuale delle sinergie attese, $CF_{sinergie}$ i flussi di cassa ottenuti dalle sinergie, r il fattore di attualizzazione che riflette il rischio di ottenere tali sinergie e T l'arco di tempo in cui ci si aspetta di ottenerle.

incrementali ottenuti soltanto dall'acquisizione della Target da parte di uno specifico Acquirente, se esse non fossero caratteristiche solamente di quest'acquisizione dovrebbero già essere riflesse nel valore della società. Il premio pagato dall'Acquirente è sempre sicuro invece l'ammontare e le tempistiche di attuazione delle sinergie sono soggetti a incertezza, il rischio di ottenere o meno le sinergie viene rappresentato dal tasso di attualizzazione dei loro flussi di cassa, all'aumentare del rischio aumenterà il tasso d'interesse e quindi diminuirà il valore attuale.

Il processo che porta alla chiusura di un'acquisizione è molto articolato e soprattutto è unico per ogni operazione, esso è costituito da diverse fasi. Quando a iniziare il processo di M&A è l'Acquirente esso si articolerà nelle seguenti fasi: la pianificazione strategica, l'organizzazione del lavoro, la fase di identificazione delle opportunità, la fase valutativa, la fase di avvicinamento e infine il closing. In realtà il percorso che porta a un'acquisizione non si conclude con la fase esecutiva ma ci sarà ancora la fase di integrazione post-acquisizione, fondamentale per l'attuazione delle sinergie e la creazione di valore.

- **Fase di pianificazione strategica:** in questa fase l'Acquirente deve stabilire innanzitutto se la strategia di sviluppo dell'impresa basata sull'acquisizione sia adeguata e quali sono i suoi obiettivi di natura finanziaria, aziendale e manageriale, analizzando se sia più opportuno procedere in un business correlato oppure attraverso una diversificazione. Importante in questo stadio iniziale è fissare i limiti di tempo entro i quali completare l'operazione, infatti i processi di acquisizione sono spesso molto lunghi e dispendiosi, è bene quindi che l'impresa conosca sin da subito per quanto tempo una parte dell'impegno del management sarà dedicato all'operazione. L'Acquirente dovrà procedere con un'analisi dei propri punti di forza e debolezza e determinare quali caratteristiche dovrà avere l'impresa Target in modo da potersi allineare al proprio piano strategico. In questa fase l'Acquirente dovrà fissare dei criteri strategici né esageratamente restrittivi, ciò porterebbe a non classificare alcuna operazione come idonea, né troppo generici da non permettere una scelta accurata. La società Target invece dovrà capire quali sono le ragioni che la portano a vendere, nella maggior parte dei casi le motivazioni sono legate alla presenza di vincoli di crescita, conflitti tra i soci, problemi finanziari o mancanza della continuità generazionale.
- **Fase organizzativa:** nel momento in cui l'acquisizione viene designata come la migliore strategia per creare valore si procede con la creazione di un team lavoro composto da manager dedicati e opportunamente formati sui processi di M&A e da consulenti esterni specializzati. Normalmente la scelta dei membri ricade sui responsabili delle aree

maggiormente interessate, come le vendite, il marketing, il dipartimento operativo e strategico e su figure professionali come avvocati, commercialisti ed esperti di valutazioni. Il risultato dell'operazione è abbondantemente determinato dall'abilità, dalla competenza e soprattutto dalla condivisione di informazioni e obiettivi tra i membri del gruppo, molte aziende acquirenti reputano che approfondire la conoscenza dei membri del gruppo prima dell'inizio del lavoro possa essere molto vantaggioso. L'Acquirente dovrà inoltre stabilire se assegnare la guida dell'operazione a un consulente di investment banking, quindi esterno all'impresa, oppure se affidarsi alle proprie risorse interne, va però detto che per le operazioni di medie-grandi dimensioni la maggiore esperienza di questi soggetti può portare a una fase di negoziazione più efficiente e quindi favorire con maggior probabilità il successo dell'operazione.

- **Fase di identificazione delle opportunità e selezione dei candidati:** l'impresa acquirente deve ora analizzare la rilevanza strategica di un settore e insieme ad analisti e consulenti di direzione capire se questo settore è effettivamente attraente per l'azienda e coerente con i suoi obiettivi. L'analisi specifica del settore si concentra sui livelli di profittabilità, sui tassi di crescita, sulla stagionalità e il ciclo economico. Si procede quindi con la selezione di alcune imprese nel settore designato, innanzitutto l'Acquirente può procedere comunicando al mercato il suo interesse ad acquisire nel settore e poi analizzando le varie fonti d'informazioni come annunci pubblici fatti dalle aziende, grandi aggregazioni transnazionali che implicino provvedimenti dell'Antitrust oppure cambiamenti politici ed economici. L'assegnazione della ricerca di un potenziale Target a una banca di investimenti è più comune nelle operazioni che prevedono una diversificazione del business, realizzata nel momento in cui un'impresa ottiene buoni risultati nel proprio settore ma è impossibilitata a crescere all'interno dello stesso, allora essa può decidere di utilizzare la propria liquidità in eccesso per espandersi in un settore diverso. Se invece l'impresa, con l'acquisizione, ha lo scopo di integrarsi verticalmente è più frequente che a trovare le imprese Target siano le strutture interne, grazie alle relazioni già esistenti con fornitori e clienti. In molti casi il Target migliore, che rispetti i requisiti e che abbia la possibilità di concretizzare le sinergie attese, e quindi massimizzare la creazione di valore, non è disponibile a essere acquisito, ma questa disponibilità può spesso essere influenzata dalla tipologia di offerta effettuata dall'impresa acquirente.
- **Fase di valutazione:** l'Acquirente ha effettuato un'autoanalisi e compreso le ragioni e gli obiettivi che lo portano a effettuare un'acquisizione e infine fatto una selezione di un

numero ristretto di candidate Target, ora per ogni candidato effettuerà un'indagine accurata del business tipico dell'azienda. Questa analisi è volta a comprendere in quali mercati opera e con quali quote, i concorrenti, i clienti, le caratteristiche degli amministratori, gli eventuali rischi e le possibili sinergie raggiungibili. Infine l'Acquirente dovrà effettuare una valutazione del valore economico e del fabbisogno necessario a terminare l'operazione, avvalendosi della collaborazione di banche e consulenti con elevata esperienza in materia, queste valutazioni saranno poi aggiornate con il procedere dell'operazione. Importante porre l'attenzione anche sull'attitudine della Target all'acquisizione, accertarsi che non siano previsti interventi del management per impedire l'operazione, normative Antitrust o ostacoli di tipo legale e prepararsi eventualmente a fronteggiarli.

- **Fase di avvicinamento:** selezionato il candidato che risponde alle caratteristiche cercate si determina la migliore strategia di avvicinamento, l'Acquirente deve accertarsi dell'intenzione effettiva da parte del Target di vendere e della presenza di eventuali controversie tra i dirigenti. Dopo aver valutato con attenzione gli aspetti economici e fiscali si procede alla determinazione dell'entità dell'offerta, essa sarà ancora non vincolante (*NBO, non-binding offer*) e viene fatta attraverso la redazione della lettera d'intenti (*LOI, letter of intent*), essa contiene la descrizione delle caratteristiche della transazione, eventuali accordi di esclusività e riservatezza e servirà anche a stabilire il riconoscimento di danni, a favore di entrambe le parti, a seguito di comportamenti scorretti.

Esistono tre tipologie di approccio alle imprese Target: amichevole, opportunistico e ostile. L'approccio amichevole, nonché quello più comune, offre numerosi vantaggi in termini economici e di successo, infatti il management della Target sarà più propenso a collaborare e offrire informazioni dettagliate, esso si basa su tre fattori chiave: il rilievo che la direzione e il consiglio d'amministrazione della Target danno alla loro indipendenza, la bravura con cui i manager dell'impresa acquirente coordinano le relazioni e infine il prezzo che l'Acquirente è disposto a pagare.

- **La fase di closing:** le due imprese redigono il *Merger Agreement* che contiene: i parametri della transazione, i termini dell'accordo, l'esplicitazione dei beni oggetto d'acquisto e il loro prezzo, le norme riguardanti la gestione dell'azienda tra il momento dell'accordo e quello di chiusura e infine tutte le eventuali clausole. Ora l'Assemblea dei Soci, le Autorità Antitrust, di settore e le banche devono approvare l'effettiva fattibilità dell'operazione. In questo stadio è fondamentale per l'Acquirente avvalersi del contributo di esperti legali e finanziari per assicurarsi di rimanere fedele ai propri obiettivi strategici e concludere l'affare

solo se effettivamente valido. Infine il contratto verrà firmato dalle imprese e si procederà con il passaggio di proprietà delle quote o dei titoli e al pagamento secondo le modalità previste, l'effettivo *closing* dell'operazione.

- **Fase integrativa post-acquisizione:** con l'acquisizione, o la fusione, si crea la necessità di integrare due realtà distinte e allo stesso tempo di mantenere le caratteristiche distintive che ne contraddistinguono le specifiche identità. L'integrazione si riferisce ai vari modi in cui si possono combinare le strutture organizzative, i processi, i sistemi, le persone e le culture delle due imprese, essa implica azioni volte a assicurare una coordinazione efficace delle attività e delle risorse organizzative al fine di raggiungere un determinato insieme di obiettivi comuni. Un processo di integrazione che sia equilibrato deve evitare la perdita di identità delle singole imprese ma anche che il perdurare di differenze incompatibili tra loro porti al fallimento dell'intera attività, quindi è fondamentale considerare il *trade-off* tra autonomia e interdipendenza dell'impresa integrata. L'Acquirente deve manifestare nei confronti dei manager dell'impresa acquisita un atteggiamento di responsabilizzazione e gratificazione, facendoli sentire parte integrante e fondamentale dell'azienda. "Il livello di integrazione può essere definito come il grado di cambiamento post-acquisizione nella configurazione tecnica, amministrativa e culturale di un'organizzazione" (Pablo,1994)³, esso dipenderà dal tipo di acquisizione e dalle caratteristiche dei processi produttivi e organizzativi delle due aziende. Se alti livelli di integrazione portano, teoricamente, all'aumento delle probabilità di realizzazione del potenziale sinergico basato sull'interdipendenza, possono anche portare alla realizzazione di sinergie negative come risultato di un aumento dei costi di coordinamento e dei conflitti inter-organizzativi. Un livello di integrazione basso comporta cambiamenti tecnici e amministrativi limitati alla condivisione del rischio finanziario, delle risorse, alla standardizzazione dei sistemi e dei processi di gestione di base volti a semplificare la comunicazione. Un livello di integrazione moderato invece implica maggiori alterazioni nella catena del valore (*value chain*), come la condivisione o lo scambio delle risorse fisiche, di quelle intangibili e di quelle basate sulla conoscenza, è inoltre richiesta una riorganizzazione delle basi culturali del processo decisionale. Il livello più alto di integrazione implica la condivisione di tutte le tipologie di risorse, quelle finanziarie, fisiche e umane, l'adozione comune di sistemi e procedure operative, di pianificazione e di controllo proprie dell'Acquirente, e quindi un completo

³ Pablo A.L., *Determinants of acquisition integration level: a decision-making perspective*, Academy of Management Journal, v.37, n.4, pp.803-836, 1994.

assorbimento strutturale e culturale dell'impresa acquisita. Per poter scegliere quale livello d'integrazione raggiungere si deve comprendere l'intento strategico dell'acquisizione, esso si basa sul riconoscimento delle sinergie che derivano dalle interdipendenze tra le catene del valore delle due organizzazioni. Inoltre il grado di multiculturalismo dell'impresa acquirente può predire il livello di integrazione scelto, un'organizzazione multiculturale tollera la diversità culturale ed è quindi più probabile che l'impresa acquisita mantenga i propri valori, nel caso invece di un'organizzazione meno multiculturale essa userà la cultura come un sistema di controllo, proponendo la conformità e l'adesione a un'unica ideologia. Si evince quindi una relazione negativa tra il multiculturalismo dell'Acquirente e il livello di integrazione scelto. Un elemento importante nella gestione dell'integrazione è la comunicazione, sia quella formale, tramite documenti ufficiali, che quella informale, favorita da occasioni di confronto e scambio di idee; un'efficace comunicazione riduce le incertezze e crea un clima basato sulla fiducia reciproca. In molti casi in cui l'integrazione ha avuto successo la direzione dell'Acquirente aveva creato un'immagine che evidenziasse i loro punti di forza e che sollecitasse la fiducia e la stima nella nuova azienda. Il management dell'impresa acquirente dovrà affrontare un'ulteriore sfida: scegliere chi mantenere e chi licenziare, questa scelta risulta particolarmente difficile poiché i manager difficilmente riescono a definire le capacità specifiche di ciascuna persona. Il tempismo in questo tipo di scelte risulta fondamentale, poiché una situazione di incertezza prolungata si potrebbe riflettere in modo negativo sull'efficienza e sul morale del personale.

2.3 Le tipologie di M&A

Le operazioni di fusione e acquisizione possono essere divise in verticali, orizzontali e conglomerate in base alla relazione esistente tra l'impresa Target e quella Acquirente.

Un'acquisizione verticale è un'operazione in cui si mira a prendere il controllo dei propri fornitori, nel caso di integrazione a monte, o dei clienti, nel caso di integrazione a valle, questa operazione è una delle prime strategie di diversificazione attuate dalle imprese. L'integrazione verticale è utilizzata come mezzo per aumentare i margini grazie alla riduzione dei costi e delle incertezze legate a comportamenti opportunistici di fornitori o clienti, essa garantisce un miglior controllo della qualità, di avere flusso informativo più efficiente e di allineare gli incentivi nelle varie fasi produttive. Le aziende decidono di integrarsi verticalmente per assicurarsi una fornitura affidabile, l'affidabilità può essere determinata non solo in termini di disponibilità dei

materiali, ma anche attraverso la qualità, la manutenzione e la puntualità della consegna, inoltre le aziende possono trarre vantaggio da una struttura verticalmente integrata, abbassando i costi di inventario, quando utilizzano una logica just-in-time. La decisione di integrarsi verticalmente è detta decisione di “*make or buy*”, i criteri su cui si basa questa decisione sono numerosi: maggiore sarà il numero di imprese nell’attività collegata, meno saranno simili le scale efficienti minime e le strategie delle fasi, maggiore sarà l’incertezza della domanda di mercato e la trasmissione del rischio tra le fasi e minori risulteranno, di conseguenza, i vantaggi derivanti dall’integrazione; maggiore sarà l’asimmetria informativa, la probabilità di comportamenti opportunistici e la necessità di investimenti specifici e più vantaggiosa sarà l’integrazione verticale. Il confronto tra i costi di transazione, legati al monitoraggio e alle spese di gestione del mercato, e i costi di produzione, legati alla scala di realizzazione, ai comportamenti opportunistici e all’esperienza, stabilisce se un’impresa integrata verticalmente è più efficiente di una catena di imprese legate da relazioni contrattuali sul mercato. La stessa integrazione può essere raggiunta mediante l’acquisizione o la fusione di un’impresa lungo la stessa filiera produttiva o mediante un’espansione interna dei processi produttivi. Questa tipologia di acquisizione non porta solitamente a un notevole aumento del fatturato ma genera uno sviluppo delle dimensioni aziendali, grazie all’aumento dei dipendenti e degli stabilimenti produttivi. Le acquisizioni verticali sono diffuse principalmente nei mercati dove è importante avere il controllo delle specifiche di produzione dei semilavorati.

Quando invece le società operano nello stesso settore, dove possono essere concorrenti oppure operare in mercati diversi, l’acquisizione è detta orizzontale. Questa è la tipologia più ricorrente, permette di aumentare le vendite, potenziare le quote di mercato, ridurre i costi di produzione generando economie di scala, aumentare l’offerta di prodotti e rendere più efficiente la distribuzione senza dover modificare le tecnologie utilizzate e le competenze base dell’impresa. Nel momento in cui queste operazioni portino a un’eccessiva riduzione della concorrenza verrà richiesto l’intervento delle Autorità Antitrust che analizzeranno l’accordo e nel caso esso rispetti le leggi antimonopolistiche consentiranno di procedere.

Infine quando l’impresa Target e quella Acquirente appartengono a settori diversi si parlerà di acquisizione conglomerati, esse possono essere classificate in tre categorie a seconda che i prodotti delle imprese siano complementari, appartenenti a mercati correlati, queste acquisizioni sono anche dette concentriche, oppure indipendenti, in quest’ultimo caso si ha un’operazione conglomerale pura, in cui non c’è connessione tra le domande dei prodotti. Queste acquisizioni hanno come scopo principale la diversificazione, un’impresa già affermata

in un settore molto stabile, o addirittura in crisi, può decidere di investire in un nuovo settore emergente sfruttando l'efficienza delle proprie strutture e risorse.

Le operazioni di M&A possono inoltre essere classificate in amichevoli o ostili in base all'approvazione del Consiglio di Amministrazione dell'impresa Target, questa possibilità sarà valida solamente per le società quotate in Borsa. Nei processi amichevoli le parti sono allineate sul piano da seguire, c'è un flusso di informazioni più efficiente e le sinergie attese possono essere calcolate con maggior precisione. Nel momento in cui il Consiglio di Amministrazione non è favorevole all'operazione si avrà una transazione ostile, detta anche *hostile takeover*, questo tipo di acquisizioni presentano molti rischi: il management della Target cercherà di mettere in atto strategie difensive per ostacolare la riuscita, l'Acquirente non potrà effettuare una *Due diligence* accurata e le uniche informazioni disponibili saranno quelle pubbliche, l'impresa Target cercherà altri offerenti che propongano un prezzo superiore o un'acquisizione amichevole. Inoltre le azioni della Target verranno acquistate dagli arbitraggisti per ottenere un guadagno dalla riuscita dell'operazione, infatti a causa dell'incertezza sul successo di un *takeover* il prezzo di mercato al momento dell'annuncio non salirà fino al prezzo offerto dall'Acquirente ma rimarrà più basso, maggiore sarà la differenza tra il prezzo il giorno successivo all'annuncio e il prezzo d'offerta⁴ e minore sarà la probabilità di successo dell'operazione. La modalità prevalente per effettuare un'acquisizione ostile è un'offerta pubblica d'acquisto (OPA)⁵, dove l'Acquirente propone direttamente agli azionisti un prezzo di offerta che sarà superiore al prezzo di mercato, esso dipenderà dal valore attuale delle sinergie attese, nel caso di un ammontare offerto molto elevato verranno scoraggiati eventuali altri offerenti e gli azionisti saranno incentivati a vendere vista la notevole creazione di valore, attuando la cosiddetta strategia di *bear hug*. Il management dell'impresa Target potrà attuare diverse strategie per difendersi da un'acquisizione ostile, esse possono essere divise in due categorie: misure preventive e misure attive, le prime sono progettate per ridurre la probabilità di un'acquisizione ostile di successo, mentre le seconde vengono utilizzate solo dopo che il tentativo di offerta ostile è avvenuto. Alcuni esempi possono essere ridurre il valore

⁴ $Merger\ spread = p_{offerta} - p_{target\ dopo\ l'annuncio}$, la probabilità di successo dell'operazione scenderà all'aumentare del merger spread ed è data da $p = 1 - \frac{merger\ spread}{p_{offerta}}$.

⁵ "Chiunque, a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso". Art.106 Testo Unico della Finanza, comma 1.

dell'impresa tramite la vendita di asset, cosiddetto approccio di “terra bruciata”, o lo stacco di dividendi straordinari, oppure incentivare l'ingresso di una terza impresa per contrastare l'offerta della prima, inoltre l'azienda Target può decidere di incrementare il prezzo di offerta attuando ristrutturazioni che la rendono più efficiente oppure di sbloccare i cosiddetti *golden parachutes* che garantiscono un'ingente somma al management nel caso in cui esso venga sostituito con il cambio di controllo. È molto comune quindi che ci sia un conflitto di interessi tra gli azionisti e il management della società, i primi hanno l'obiettivo di rendere massima la loro ricchezza invece i secondi desiderano mantenere la gestione dell'impresa che garantisce i loro benefici privati del controllo.

2.4 Le acquisizioni cross-border

Le operazioni di M&A transfrontaliere, comunemente chiamate *cross-border*, sono transazioni in cui un'azienda si fonde con, o acquisisce, un'impresa appartenente a un altro paese. In Italia nel 2019 il 74,5% del valore delle operazioni fu rappresentato da transazioni *cross-border* (Figura 2.1), negli Stati Uniti invece, nel 2019, il 64% fu attribuito a operazioni domestiche mentre del restante 36% di operazioni transfrontaliere il 21% fu attribuito a operazioni *inbound*⁶ e il 15% a transazioni *outbound*⁷ (Figura 2.2).

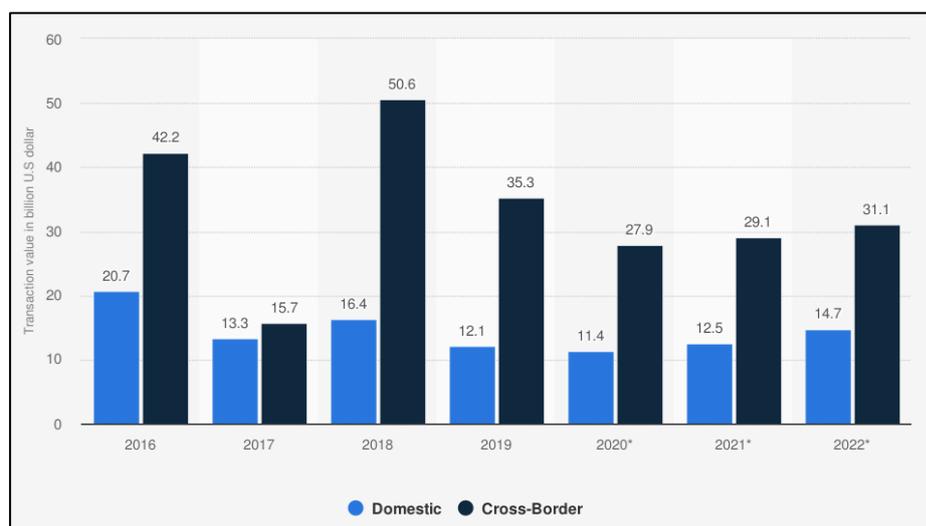


Figura 2.1: Valore di fusioni e acquisizioni in Italia dal 2016, con una previsione fino al 2022 (in miliardi di USD).
Fonte: Baker McKenzie, *Statitsta 2021*.

⁶ Nelle operazioni *inbound* un'impresa straniera acquisisce un'impresa domestica, nel caso sopracitato un'impresa straniera acquisisce una statunitense.

⁷ Nelle operazioni *outbound* invece un'impresa domestica ne acquisisce un'altra in un paese estero.

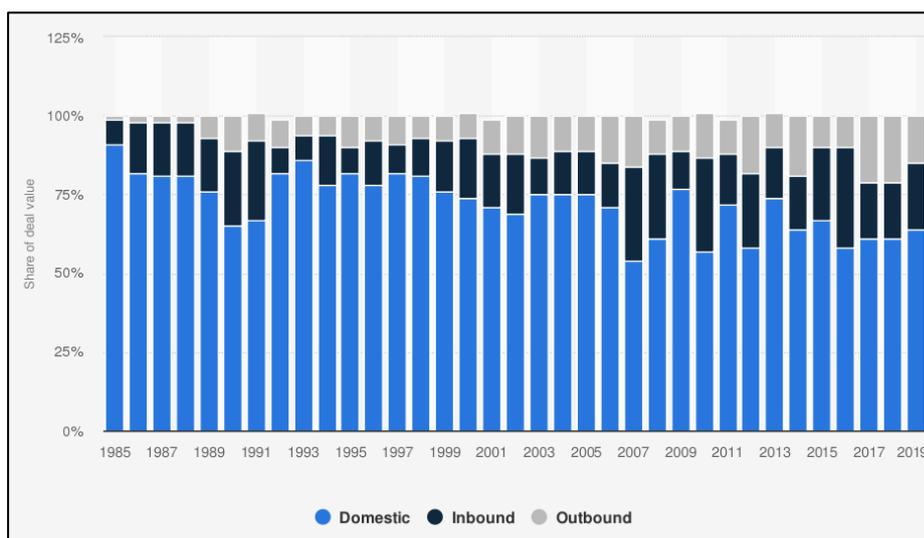


Figura 2.2: Percentuale del valore di operazioni di M&A negli Stati Uniti dal 1985 al 2019, divisi a seconda dell'origine dell'impresa acquirente. Fonte: Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA), *Statista 2021*.

Nel corso della vita di un'impresa i confini aziendali, fissati al momento della nascita, vengono cambiati per permettere il mantenimento del vantaggio competitivo. I confini possono essere modificati per aumentare la presenza sul mercato originario raggiungendo nuovi segmenti di clientela, per integrarsi a monte o a valle sulla catena del valore oppure per diversificare i mercati geografici o dei prodotti in cui operare. Le scelte strategiche di crescita internazionale sono influenzate dalla compresenza di fattori legati al paese di origine e di destinazione, al settore e alla singola azienda. Gli investimenti diretti all'estero (IDE), secondo la definizione del Congresso delle Nazioni Unite sul Commercio e lo Sviluppo, sono "investimenti da parte di un soggetto residente in un paese volti a stabilire una relazione di lungo termine e ad acquisire interessi durevoli e di controllo in un'impresa residente in un altro paese"⁸. L'ingresso nel nuovo mercato può avvenire mediante IDE *greenfield*, quando viene creata all'estero una nuova attività produttiva e organizzativa, ad esempio una nuova fabbrica, oppure mediante IDE *brownfield*, che prevedono l'acquisizione di controllo di un'impresa già esistente nel paese ospitante. Vista la difficoltà di integrazione con la forza lavoro e la cultura di un paese estero, quando la distanza culturale dei paesi delle due imprese è importante e il potenziale Acquirente possiede già asset specifici che intende utilizzare sul mercato di destinazione allora è più indicato intraprendere la strada di un investimento *greenfield*. L'obiettivo di riduzione dei costi complessivi non può essere considerato l'unico fattore che spiega la scelta di un'operazione

⁸ Caiazza R., *Cross-border M&A: determinanti e fattori di successo*, Torino, Giappichelli, 2011.

cross-border, infatti le imprese che investono all'estero devono sostenere costi superiori rispetto alle imprese locali a causa delle barriere all'ingresso poste dai governi, delle difficoltà di operare in un contesto socio-economico nuovo e delle differenze di abitudini dei consumatori. Benché siano presenti costi e rischi aggiuntivi gli investimenti in un nuovo paese sono effettuati per sfruttare imperfezioni del mercato e vantaggi oligopolistici. Questi vantaggi sono stati ricondotti alla concorrenza imperfetta dovuta alla presenza di prodotti diversi sul mercato, al differenziale tecnologico e al disequilibrio della struttura del mercato che rende i tassi di rendimento dei fattori produttivi diversi da paese a paese. In tutte le acquisizioni, e in particolare in quelle *cross-border*, un'opportuna gestione delle risorse umane in tutte le fasi del processo è fondamentale per arrivare al successo; nella fase preliminare vanno definiti gli aspetti legali e analizzate le differenze culturali tra le aziende; nella fase di combinazione è opportuno implementare pratiche e politiche in grado di unire le diverse organizzazioni e infine trasferire le conoscenze e competenze core alla nuova impresa. Un'ulteriore variabile che caratterizza l'integrazione delle risorse umane è rappresentata dalle determinanti dell'acquisizione: le M&A cross-border effettuate per entrare in nuovi mercati e saturare la capacità produttiva hanno spesso luogo in mercati oligopolistici tra imprese di dimensioni simili quindi l'integrazione avviene in modo più agevole; le M&A che invece hanno lo scopo di estendere la propria gamma di prodotti possono anche coinvolgere imprese di dimensioni diverse, si avrà quindi un cambiamento di routine e di procedure più radicale. Nei processi di M&A la comunicazione ha un ruolo sostanziale nella riduzione di lotte di potere, malcontento e incertezza; nelle operazioni transfrontaliere la presenza di lingue e stili comunicativi diversi rende ancora più difficile lo scambio informativo. Altro aspetto importante delle acquisizioni internazionali è quello legato ai tassi di cambio, quando la valuta dell'Acquirente si apprezza rispetto a quella del Target, allora egli riceverà un premio più alto, che la Target avrà difficoltà a contrastare.

2.5 Le strategie di crescita di un'impresa

Le imprese analizzano le loro risorse finanziarie e di tempo, i bisogni dei clienti, il tasso di crescita e di innovazione del settore per poter formulare la strategia più adeguata; negli ultimi anni per stare al passo con i numerosi cambiamenti a livello di competitività e tecnologia la flessibilità è diventata un fattore fondamentale da considerare per lo sviluppo strategico dell'impresa. "La strategia ha il compito di allineare le risorse e le competenze dell'impresa

con le opportunità che si sviluppano nell'ambiente esterno"⁹, così definisce Robert M. Grant il ruolo delle strategie di impresa. Le aziende hanno a disposizione numerose strategie tra cui quelle di crescita, queste ultime possono avere come scopo quello di espandere i propri confini, aumentare il numero di clienti serviti e le proprie quote di mercato oppure quello di diversificare il proprio business, in ciascuno dei casi è necessario procedere con l'acquisizione di risorse, che oltre a essere un obiettivo strategico può rappresentare il mezzo attraverso il quale l'impresa cresce.

Le strategie di diversificazione sono classificate secondo Rumelt¹⁰ in tre tipologie a seconda dei legami che hanno tra di loro i diversi business: diversificazione limitata, correlata e non correlata. La diversificazione si dice limitata a business unico quando l'impegno dell'impresa in un solo settore ha una quota superiore al 95%, invece è definito a business dominante se la quota è compresa tra il 70% e il 94%, negli altri due casi la percentuale di fatturato dell'impresa legata a un'unica area è minore del 70% e la diversificazione viene detta correlata quando i diversi settori hanno in comune numerose risorse e competenze, se invece queste ultime sono specifiche per ogni settore essa sarà non correlata, oppure conglomerale. La diversificazione correlata permette all'impresa di espandersi gradualmente e prepararsi a ulteriori sviluppi, infatti i nuovi prodotti possono essere venduti attraverso gli stessi canali di distribuzione e ad una clientela simile, ovvero con bisogni e comportamenti d'acquisto analoghi ai clienti esistenti. La diversificazione conglomerale prevede invece tecnologie e clienti completamente nuovi, essa richiede infatti una precisa suddivisione delle responsabilità organizzative di ogni attività. Le strategie di diversificazione possono portare a quattro tipologie di sinergie: le economie di scopo¹¹ ottenibili attraverso l'utilizzo di risorse comuni per la produzione di beni diversi, esse sono perseguibili in numerose aree aziendali; le economie di campo che solitamente hanno origine dalla condivisione di risorse intangibili come brevetti, competenze tecnologiche, organizzative e l'estensione del marchio; le economie finanziarie che scaturiscono da una gestione finanziaria centrale, essa permette, attraverso trasferimenti interni

⁹ Grant R.M., *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, V edizione, Bologna, Il Mulino, 2016.

¹⁰ Rumelt R.P., *Strategy, structure and economics performance in large industrial corporation*, Harvard Business School Press, 1974.

¹¹ "Esistono economie di scopo quando vi sono vantaggi di costo derivanti dall'utilizzo di una risorsa in molteplici attività condotte congiuntamente anziché indipendentemente. La definizione formale di economie di scopo è in termini di sub-additività, esistono economie di scopo nella produzione dei beni x_1, x_2, \dots, x_n se $C(X) < \sum_i C_i(x_i)$ dove $C(X)$ è il costo di produzione degli n beni in una sola impresa, $\sum_i C_i(x_i)$ è il costo di produzione in n imprese specializzate". Baumol V., Panzar J., Willing R., *Contestable markets and theory of industry structure*, New York, Harcourt Brace Jovanovich, 1982.

tra le divisioni, di minimizzare l'impiego di finanziamenti esterni e infine la riduzione del rischio, infatti operare in settori diversi permette di affrontare meglio eventuali momenti di crisi. Michael Porter¹² propone tre test fondamentali per capire se la diversificazione può creare valore per gli azionisti: il *test di attrattività* dove ci si premura di scegliere un settore con una redditività elevata e che sia difendibile nel tempo, il *test di costo di entrata* riconosce che per le imprese che vogliono entrare nel settore creando una nuova impresa spesso il costo d'ingresso potrebbe controbilanciare l'attrattività del settore stesso e infine il "*better-off*" test, esso si fonda sul principio del vantaggio competitivo: le due unità insieme devono diventare più redditizie e riuscire a sfruttare le sinergie dovute al loro legame.

Le strategie di crescita possono essere divise in strategie di crescita interna, dove vengono utilizzate le proprie risorse e realizzati nuovi investimenti in beni materiali, immateriali e forza lavoro; di crescita esterna dove si acquisiscono le competenze e gli asset da un'altra impresa sul mercato e infine in strategie collaborative, dove le imprese non possiedono le risorse necessarie ma le ottengono mediante alleanze contrattuali che non implicano una partecipazione di controllo o di maggioranza. La scelta tra lo sviluppo interno e quello esterno è indotta sostanzialmente da un'analisi costo-beneficio e dal possibile effetto motivazionale che potrebbe derivare da un'acquisizione, infatti quest'ultima implicherebbe l'inserimento di nuovo personale nella struttura e l'allocazione di una parte delle risorse per la negoziazione e l'integrazione post-acquisizione a scapito delle altre attività.

2.5.1 Lo sviluppo interno

Ogni impresa prima di procedere ad un'acquisizione dovrebbe valutare se sia possibile raggiungere gli stessi obiettivi internamente e a quale costo, quest'analisi permetterebbe anche di fissare in modo più adeguato il prezzo massimo da pagare per l'acquisizione. La crescita interna presenta numerosi vantaggi come essere un processo decisionale più conciso e personalizzabile, infatti le informazioni sono prontamente disponibili ed è quindi permesso l'utilizzo di combinazioni ottimali di risorse, inoltre vi sarà un numero molto esiguo di problemi legati all'integrazione e un risparmio elevato sui costi di transazione. La via interna consente una variazione graduale della dimensione dell'impresa, ciò permette di dilazionare le decisioni su un intervallo di tempo maggiore e di coordinare il percorso di apprendimento all'interno

¹² Porter M.E., *From Competitive Advantage to Corporate Strategy*, Harvard Business Review, pp. 43-59, maggio-giugno 1987.

dell'impresa con imprevisti cambiamenti dell'ambiente esterno. I suoi limiti sono però riconducibili essenzialmente alle tempistiche più lunghe, che non permettono di acquisire velocemente risorse per rimanere al passo con i concorrenti, si corre inoltre il rischio che il management distolga l'attenzione dalle attività *core* dell'impresa per realizzare i piani di crescita.

2.5.2 La crescita esterna

L'acquisizione è la modalità di crescita esterna più utilizzata, essa comporta il cambiamento della struttura proprietaria e del management, ciò può condurre a un miglioramento della gestione aziendale a patto che le operazioni di integrazione vengano seguite con molta attenzione. Le acquisizioni possono avere diversi obiettivi come quello di un'espansione geografica, attraverso un'acquisizione cross-border, o di un aumento della quota di mercato, creando inoltre delle barriere per i concorrenti, oppure di diversificazione del proprio portafoglio di attività, attraverso acquisizioni conglomerali o infine un obiettivo di sviluppo dimensionale. La crescita non deve essere però lo scopo finale: l'espansione dimensionale va raggiunta tenendo fermo l'obiettivo di creare valore, non stupisce infatti che numerose operazioni di M&A alla fine giungano al fallimento quando questo intento non viene seguito. È fondamentale che un'impresa acquisisca risorse considerate scarse e di difficile imitazione, molto spesso queste caratteristiche risiedono in imprese di piccole dimensioni, queste realtà rappresentano infatti ambienti stimolanti per i giovani dove essi riescono a sviluppare idee innovative. La strategia di crescita esterna permette di raggiungere gli obiettivi più velocemente, di abbattere le barriere all'entrata, di ricevere con più facilità i finanziamenti necessari per via del minor rischio dell'operazione, di ottenere un marchio già noto e una clientela fidelizzata. Questa strategia non è però priva di difficoltà, essa viene perseguita tramite operazioni molto articolate dal punto di vista finanziario e che necessitano di una complessa integrazione tra le due imprese, infatti non di rado capita che le sinergie attese non vengano raggiunte o che i tempi si allunghino a causa di un disallineamento culturale e strategico. Soprattutto nel caso di imprese appartenenti a settori maturi, in cui il rapporto tra la copertura del mercato e il suo potenziale è circa uno, i margini di crescita per via interna sono molto limitati a causa della struttura del mercato stesso, quindi l'acquisizione di un competitor può portare all'ottenimento di un vantaggio competitivo mediante l'aumento di quote di mercato.

2.6 Merger waves

Le operazioni di M&A sono state studiate a lungo per via dell'importanza che hanno raggiunto negli ultimi decenni, la loro evoluzione nel secolo scorso ha avuto un andamento oscillante, sia in termini di numero di transazioni che di valore, sono stati quindi individuati, negli Stati Uniti, diversi cicli di espansione, ciascuno distinto da caratteristiche proprie. La natura ciclica di questi processi ha portato alla formulazione del termine *merger waves* per indicare appunto le ondate di fusioni, esse sono state causate dalla combinazione di shock a livello economico, normativo e tecnologico. I cambiamenti a livello economico motivano le imprese a espandersi rapidamente tramite acquisizioni per soddisfare la domanda in rapida crescita, invece gli shock normativi possono portare all'eliminazione di barriere e alla modifica di leggi statali e bancarie che precedentemente impedivano la combinazione di aziende. La presenza di questi shock non è sufficiente da sola a provocare un'ondata ma è necessaria anche la presenza di elevata liquidità di capitale sul mercato, inoltre anche gli errori di valutazione da parte dei manager possono avere un ruolo importante nella spiegazione del fenomeno delle merger waves. Si evidenzia anche l'interdipendenza tra le azioni di acquisizione, infatti una volta iniziata l'ondata le imprese, all'interno e all'esterno del settore interessato, iniziano a rispondere al cambiamento dell'ambiente ridistribuendo le risorse. L'analisi del tempismo (*timing*) d'ingresso in un'ondata ha portato a dimostrare che le imprese che entrano per prime, i cosiddetti *early-movers*, hanno maggiori probabilità di sperimentare performance superiori grazie alla possibilità di scegliere da un insieme più ampio di Target, corrono però anche rischi maggiori come quelli di selezione avversa e di mancanza di informazioni. Sono stati distinti sei cicli di acquisizione: il primo tra il 1897 e il 1904, il secondo tra il 1916 e il 1929, il terzo tra il 1965 e il 1969, il quarto tra il 1984 e 1989, la quinta ondata iniziò intorno al 1992 per concludersi nel 2000 e infine un ultimo periodo relativamente breve ma intenso tra il 2003 e il 2007¹³.

La prima ondata

La prima ondata, che ha caratterizzato i primi anni del ventesimo secolo, è stata definita di *mergers for monopoly*, ovvero di acquisizioni per il monopolio, durante questo periodo molti settori erano caratterizzati dalla presenza di poche imprese che sono riuscite a monopolizzare il mercato utilizzando strategicamente le acquisizioni, furono coinvolti principalmente il settore petrolifero, elettrico e siderurgico. Essa fu caratterizzata principalmente da fusioni orizzontali

¹³ Gaughan P., *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, VI ed., Hoboken, New Jersey, Wiley, 2015, cap. 2.

(78,3%¹⁴) che portarono alla creazione di grandi monopoli, un esempio fu la nascita della U.S. Steel, creata da J. P. Morgan mediante combinazione della Carnegie Steel con la Federal Steel e con altre aziende minori nel settore siderurgico, essa rappresentò la prima fusione da un miliardo di USD. Nonostante la promulgazione nel 1890 dello Sherman Antitrust Act, sotto la presidenza di Benjamin Harrison, il ritmo delle fusioni orizzontali e dei consolidamenti industriali continuò senza alcuna significativa restrizione antitrust, infatti durante questo periodo il Dipartimento di Giustizia Americano, incaricato di far rispettare la legge, aveva insufficiente personale per controllare attentamente il rispetto di tale legge. Altre ragioni legali hanno spiegato perché la prima ondata di fusioni sia riuscita a prosperare, per esempio, in alcuni stati, le leggi sulle società furono gradualmente allentate fornendo la possibilità di detenere azioni di altre società e di espandere le loro linee di operazioni commerciali, inoltre un maggiore accesso al capitale ha reso più facile per le imprese raccogliere i finanziamenti necessari a sovvenzionare le operazioni. Con le acquisizioni di questa prima ondata le imprese hanno ottenuto numerose sinergie: la fusione di aziende nello stesso settore porta ad una concentrazione del mercato e quindi l'impresa può esercitare un maggior potere sulla determinazione dei prezzi e un maggior potere contrattuale nei confronti dei fornitori. Inoltre è stato possibile attuare le economie di scala nell'approvvigionamento, nella produzione, nella gestione ma soprattutto nell'ambito della distribuzione, dove la presenza di una rete capillare di magazzini e stabilimenti ha reso più efficiente il processo distributivo, esse hanno quindi permesso un risparmio sui costi. Durante questo periodo sono state sperimentate anche le economie di scopo, infatti le imprese hanno tratto dei vantaggi dalla produzione congiunta di beni diversi.

La seconda ondata

La seconda ondata di operazioni, avvenuta dopo la prima guerra mondiale, è caratterizzata dalle acquisizioni per l'oligopolio (*merger for oligopoly*), diverse imprese si consolidarono grazie allo sviluppo dell'economia degli Stati Uniti, principalmente grazie al boom economico successivo alla guerra, che fornì abbondante capitale d'investimento. Un altro fattore importante che portò a questa nuova ondata fu il progresso tecnologico nei trasporti, con la vendita di veicoli a motore e lo sviluppo delle compagnie aeree. Il modello creato nel primo periodo di fusioni continuò nel secondo ma, piuttosto che monopoli, il risultato fu la creazione di una struttura industriale oligopolistica. L'ambiente antitrust degli anni Venti era più severo

¹⁴ Fligstein N., *The Transformation of Corporate Control*, Harvard University Press, 1990.

di quello precedente alla prima ondata di fusioni, era ormai evidente che lo Sherman Act non fosse un deterrente efficace al monopolio, di conseguenza il Congresso approvò nel 1914 il Clayton Act, una legge che rafforzava le disposizioni anti-monopolistiche dello Sherman Act, rendendo illegale l'acquisto di azioni di altre imprese quando veniva ridotto significativamente il grado di concorrenza all'interno di un settore. Con un ambiente antitrust più rigoroso, la seconda ondata di fusioni portò a molte fusioni verticali e anche alcune conglomerali, sebbene queste operazioni coinvolgessero imprese non direttamente nello stesso settore, spesso esse avevano linee di prodotti simili. L'obiettivo principale del governo statunitense rimaneva comunque quello di reprimere le pratiche commerciali sleali e prevenire i cartelli, piuttosto che fermare le fusioni anticoncorrenziali. Durante questa ondata le sinergie ottenute furono molto simili a quelle della prima, anche se sono state portate a termine maggiori acquisizioni verticali, esse permettono un risparmio sui costi di transazione, un incremento della qualità del prodotto, un flusso informativo più snello ed un allineamento degli incentivi nelle diverse fasi di produzione. Infatti si ha un maggiore controllo sul processo produttivo e le informazioni possono fluire con meno ostacoli, di conseguenza si avrà una maggiore flessibilità nell'adattamento ai cambiamenti della domanda, migliorando anche l'elasticità dell'offerta. La fusione di imprese concorrenti ha portato invece alla combinazione di capacità complementari, ovvero imprese con preziose competenze nella produttività si sono fuse con altre con competenze nell'ambito della ricerca e sviluppo, del marketing o della comunicazione creando un binomio altamente dinamico e funzionale.

La terza ondata

Il terzo ciclo di operazioni di M&A è stato avviato dal boom economico degli anni Sessanta ed è caratterizzato da acquisizioni conglomerali con l'obiettivo di diversificare la propria attività caratteristica, anche per reazione alle restrizioni poste alle operazioni verticali e orizzontali dall'Antitrust. Le norme antitrust si sono arricchite con l'emanazione del Celler-Kefauver Act del 1950, che aveva l'obiettivo di colmare l'importante lacuna del Clayton Act, ovvero quella di non precludere le acquisizioni anticoncorrenziali dei beni di un'impresa. Le imprese orientate all'espansione scoprirono che la loro unica alternativa disponibile era quella di procedere con acquisizioni conglomerali. Molte delle imprese formate in questo periodo erano più che semplici imprese diversificate, esse generavano il loro fatturato con grandi percentuali in diversi settori. Un esempio fu quello della International Telephone & Telegraph (ITT) che tra il 1960 e il 1970 acquisì imprese in diversi settori come quello della ristorazione, delle agenzie di credito, della costruzione di abitazioni e di parcheggi. Oltretutto molte aziende di

varie dimensioni si sono impegnate in una strategia di diversificazione e molte piccole e medie imprese hanno seguito questa tendenza e si sono spostate in aree al di fuori del loro core business. “L’acquisizione di società con asset superiori a 100 milioni di dollari, che era in media di solo 1,3 all’anno dal 1948 al 1960 e di 5 all’anno dal 1961 al 1966, salì a 24 nel 1967, 31 nel 1968, 20 nel 1969, 12 nel 1970 prima di scendere a 5 nel 1971 e 1972” (Gaughan, 2015), nonostante l’elevato numero e l’elevata portata delle fusioni che hanno causato la scomparsa di circa 25.000 aziende la concentrazione del mercato statunitense non è aumentata molto, grazie anche ai processi di tipo conglomerale, ciò differenzia significativamente quest’ondata dalle due precedenti. Molte delle acquisizioni conglomerali sono state caratterizzate da scarse performance finanziarie, questo è confermato dal fatto che il 60% delle acquisizioni intersettoriali avvenute tra il 1970 e il 1982 sono state vendute o cedute entro il 1989 (Gaughan, 2015), non c’è una spiegazione univoca di questi fallimenti, ma la teoria economica sottolinea che una maggiore specializzazione porta a un aumento della produttività, la diversificazione ha invece causato un allontanamento dalla specializzazione, infatti i manager spesso avevano una conoscenza poco dettagliata dei settori che erano sotto il loro controllo.

Nella seconda metà degli anni Sessanta le acquisizioni predominanti furono quelle conglomerali, esse permettono di ottenere sinergie grazie alla diversificazione del business. Essa porta alla riduzione del rischio, all’incremento dei ricavi mediante la vendita di prodotti diversi, a volte venduti congiuntamente, ma può generare anche una riduzione dei costi quando le funzioni di due o più business vengono accorpate. Inoltre dalla fusione di imprese diverse si possono sviluppare competenze e tecnologie nuove e condividere esperienze e know-how, ciò porta ad un accrescimento del patrimonio conoscitivo.

La quarta ondata

La quarta fase è iniziata nel 1984 ed è stata caratterizzata dalle acquisizioni ostili, gli *hostile takeover*, che negli anni sono diventate una forma accettabile di espansione aziendale. Di conseguenza, organizzazioni principalmente speculative hanno cominciato a utilizzare le acquisizioni come mezzo per godere di profitti molto alti in breve tempo. Sebbene il numero totale di acquisizioni ostili nella quarta ondata di fusioni non sia stato elevato rispetto al numero totale di acquisizioni, la percentuale relativa al valore delle acquisizioni ostili sul valore totale delle acquisizioni è invece molto grande. La quarta ondata divenne l’ondata delle “megafusioni”, infatti la dimensione media della transazione tipica è aumentata in modo significativo, il numero di transazioni da oltre 100 milioni di dollari è aumentato di 23 volte dal 1974 al 1986. Questa è stata una grande differenza rispetto all’era delle acquisizioni

conglomerati degli anni Sessanta, in cui predominava l'acquisizione di piccole e medie imprese. Le principali transazioni di questo periodo sono avvenute nel settore petrolifero e del gas, esso ha rappresentato il 21,6% del valore totale delle M&A dal 1981 al 1985, successivamente nel settore farmaceutico e in quello aereo (Gaughan, 2015). Una delle motivazioni per cui in alcuni settori si è verificato un numero più elevato di M&A rispetto che in altri è stata la deregolamentazione. Una delle caratteristiche di questa ondata è stato il ruolo cruciale delle banche d'affari, per loro le fusioni rappresentavano una grande fonte di ricavi esenti da rischi, infatti derivavano da commissioni e consulenze; gli specialisti in M&A svilupparono quindi molti prodotti e tecniche per facilitare o prevenire le acquisizioni. Molte delle operazioni degli anni Ottanta sono state finanziate con grandi quantità di debito, questa fu una delle ragioni per cui le piccole aziende erano in grado di fare offerte per Target relativamente grandi, iniziarono così le LBO (leveraged buyout).

La quinta ondata

Dopo la ripresa dell'economia dalla recessione degli anni 1990 e 1992, il numero di M&A cominciò nuovamente ad aumentare (Figura 2.3), le aziende hanno ricominciato espandersi e le fusioni sono state viste ancora una volta come un rapido ed efficiente modo per farlo. Cominciarono a verificarsi nuovamente grandi operazioni, ma i manager evitarono di ripetere gli errori degli anni Ottanta concentrandosi maggiormente su accordi strategici ed evitando pesanti indebitamenti e operazioni con obiettivi puramente finanziari a breve termine.

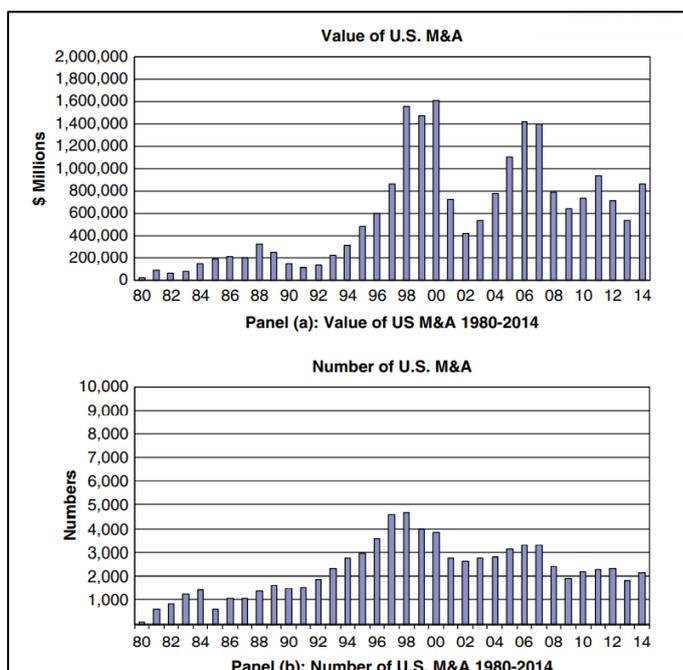


Figura 2.3: Valore e numero delle operazioni di M&A negli stati uniti dal 1980 al 2014. Fonte: Thomson Securities Financial Data.

Le operazioni nel settore bancario-finanziario e in quello delle comunicazioni e delle trasmissioni radiotelevisive per via della deregolamentazione e dei drastici cambiamenti che erano in corso, legati soprattutto all'avvento di Internet, hanno rappresentato il 26,5% di tutte le operazioni di M&A statunitensi nel periodo dal 1993 al 2004, la percentuale rappresentata in questi settori è aumentata da un minimo del 7,5% nel 1994 a un massimo del 41,9% nel 1999 (Gaughan, 2015). La quinta ondata fu caratterizzata dalle acquisizioni dette *roll-up*, la cui strategia era quella di combinare un insieme di aziende più piccole, appartenenti tutte a un particolare settore, in un unico business che permettesse di ottenere economie di scala e di commercializzare i prodotti a livello nazionale invece che a livello locale. Le società, che spesso sono quelle di Private Equity, usano le fusioni *roll-up* per riorganizzare la concorrenza in mercati affollati e frammentati e per unire aziende con capacità complementari, spesso con l'obiettivo di rivendere la nuova impresa a un multiplo superiore di quelli a cui erano state acquisite le piccole imprese. La quinta ondata fu un'ondata di fusioni internazionali, in Europa, soprattutto in Gran Bretagna, Germania e Francia, prese piede a partire dal 1998 e nel 1999 il valore delle operazioni fu quasi uguale a quello degli Stati Uniti. Anche in Asia il valore e il volume delle fusioni aumentò notevolmente a partire dal 1998, non solo in Giappone ma in tutte le maggiori nazioni asiatiche. La crescita economica e la ricerca della globalizzazione hanno influenzato tutte le economie, poiché le aziende di tutto il mondo hanno iniziato a espandersi per poter servire i mercati globali innescando un effetto a catena. Questa ondata, a partire dal 1998 fino al 2001, portò tuttavia elevatissime perdite per gli azionisti delle imprese acquirenti, che non furono minimamente compensate dai guadagni degli azionisti delle Target, questo poiché i manager si attribuivano il merito delle elevate valutazioni delle azioni che caratterizzavano questo periodo e sottovalutavano il fatto di essere all'interno di un'irrazionale ondata di sopravvalutazione. In questi anni numerose nazioni europee hanno eretto delle barriere per impedire agli offerenti stranieri di acquisire importanti società nazionali, molti paesi europei vorrebbero però il libero mercato per permettere alle loro aziende di espandersi oltre i propri confini ma allo stesso tempo vorrebbero impedire l'accesso al mercato quando si tratta di offerte ostili da parte di imprese di altre nazioni. Le sinergie ottenibili da una fusione *roll-up*, sono diverse: la riduzione di costi marginali mediante l'unione di diverse funzioni aziendali, l'ottenimento di una maggior esposizione sul mercato e un miglior riconoscimento del brand, inoltre l'accesso a nuovi mercati e nuovi clienti può essere facilitato. La combinazione diverse imprese con culture, infrastrutture, processi e clienti diversi è molto complicata ma permette la formazione di nuove competenze nel settore.

La sesta ondata

Dopo la fine di un periodo di recessione tra il 2000 e il 2003, iniziò una nuova fase di espansione promossa dalla facilità di reperire finanziamenti, infatti la Federal Reserve, allora sotto la presidenza di Alan Greenspan, decise per un ulteriore abbassamento dei tassi di interesse. Questa politica permise lo sviluppo della bolla speculativa nel settore immobiliare e la crescita di altri settori collegati, come l'edilizia. I bassi tassi di interesse portarono all'espansione del business del Private Equity, infatti le acquisizioni finanziate con debito divennero meno costose e furono in grado di generare elevati rendimenti per gli azionisti, ciò portò alla crescita della domanda di imprese Target e, a sua volta, all'aumento dei prezzi pagati per acquisirle. Gli accordi transfrontalieri aumentarono notevolmente in Europa e in Asia, soprattutto nel settore finanziario, farmaceutico, ed energetico. Quest'ondata però si concluse rapidamente con l'inizio della crisi nel 2007 e l'ingresso dell'economia nella fase di recessione nel 2008, a seguito del fallimento della banca d'affari Lehman Brothers.

Le teorie che spiegano le merger waves

Le ondate di fusioni possono essere spiegate da tre teorie: quella neoclassica, quella guidata dal mercato e quella dei costi di agenzia. La teoria neoclassica sostiene che le ondate avvengano a livello di settore e che siano dovute a cambiamenti significativi delle condizioni economiche, tecnologiche o normative, sono dunque da vedere come risposte organizzative per rendere l'impresa più efficiente a seguito dei cambiamenti. Secondo questa teoria i sistemi di incentivi sono sufficienti a garantire che i manager massimizzino i profitti di lungo periodo e il valore per gli azionisti, di conseguenza le imprese verranno scambiate sul mercato del controllo societario solo quando si creano sinergie significative e quindi viene generato valore. Inoltre un'ondata di fusione si verificherà sul mercato solo se c'è sufficiente liquidità e se i tassi d'interesse sono bassi in modo che i vincoli al finanziamento siano allentati. Infine questa teoria sostiene che le imprese che procedono alla ristrutturazione tramite una fusione avranno delle performance migliori rispetto alle imprese che utilizzano strategie alternative. La teoria del mercato afferma invece che le ondate coincidano con periodi di alta valutazione, dove per via di un sentimento irrazionale degli investitori i valori di mercato delle aziende si discostano significativamente da quelli reali, quindi le imprese che al momento dell'acquisizione saranno più sopravvalutate tenderanno di acquisire le imprese che lo sono di meno. Gli obiettivi del

manager dell'impresa Target sono spesso di breve periodo ed essi possono essere spinti alla vendita per realizzare le proprie stock option nel momento in cui la sopravvalutazione è ancora elevata. Questa teoria inoltre prevede un aumento significativo del numero di pagamenti tramite azioni, nonostante si preveda una performance peggiore delle operazioni che utilizzano questo metodo di pagamento. L'ultima teoria, quella dei costi di agenzia, suggerisce che le fusioni che distruggono valore sono guidate dall'incentivo dei manager a far crescere le imprese oltre la loro dimensione ottimale, una delle previsioni chiave di questa prospettiva è che nelle imprese in cui c'è un'elevata separazione tra proprietà e controllo ci saranno scarse performance post-fusione. I manager infatti, soprattutto nell'ondata degli anni Novanta, hanno prediletto la crescita tramite acquisizione per ottenere a breve termine migliori pacchetti retributivi e il prestigio dovuto al controllo di un'impresa di maggiori dimensioni. Le aziende private differiscono da quelle quotate sul mercato per quanto riguarda la corporate governance, per esempio, spesso il proprietario e il manager sono la stessa persona e quindi i problemi di agenzia sono ridotti; dal punto di vista informativo invece aumenteranno i costi di ricerca per i target privati, quindi le ondate di fusioni saranno spesso guidate da fattori diversi a seconda che le imprese siano pubbliche o private. Sia le imprese private che quelle quotate sono colpite invece, indipendentemente dall'assetto proprietario, dagli stessi shock economici, per cui secondo la teoria neoclassica non dovrebbero esserci differenze nei tempi e nelle performance delle operazioni. L'evidenza empirica però sostiene che ci sia poca sovrapposizione tra le ondate di fusioni di imprese private e di imprese pubbliche e che i fattori economici sono più importanti per spiegare le ondate nelle imprese private e le ipotesi di sopravvalutazione delle azioni quelle nelle imprese quotate.

2.7 Il successo di un'acquisizione

Un processo di acquisizione si può definire di successo quando viene creato realmente valore per gli azionisti, consentendo di raggiungere le sinergie stimate all'inizio del percorso strategico e giustificando quindi il premio pagato agli azionisti dell'impresa Target. Un'acquisizione può essere considerata proficua nel momento in cui si consegue un beneficio economico, ovvero le due società unite hanno un valore superiore rispetto a quello delle società indipendenti. Nel momento in cui si ottiene un trasferimento di valore dagli azionisti dell'impresa Target a quelli dell'impresa Acquirente, sebbene non venga eseguita alcuna azione con il fine di creare valore, si avrà una semplice cattura di valore. Ciò avviene quando il prezzo di acquisto è inferiore al

valore effettivo dell'impresa acquisita, essa viene quindi sottovalutata dal mercato, la transazione porterà quindi al trasferimento del differenziale tra il prezzo pagato e il reale valore della Target all'Acquirente. Un ulteriore procedimento per catturare il valore consiste nell'acquisire una società, suddividerne le attività e rivenderle realizzando delle plusvalenze. La semplice cattura di valore rientra principalmente tra gli obiettivi degli operatori finanziari per i quali le operazioni di M&A hanno lo scopo di trarre un rendimento dal capitale investito nel breve periodo. Gli operatori industriali sono invece spinti da motivazioni di tipo strategico che hanno l'obiettivo di rafforzare ed espandere il proprio business, per essi le acquisizioni non sono volte a realizzare un puro accorpamento di imprese ma permettono di generare un soggetto in grado di valorizzare le qualità delle aziende e di proiettarsi verso nuovi obiettivi, a cui le parti non avrebbero potuto ambire separatamente. Secondo la teoria *resource-based*¹⁵ per ottenere un vantaggio competitivo le imprese devono individuare le fonti delle risorse di valore, ottenerle e organizzarle in modo unico e difficilmente imitabile, in modo da creare un valore superiore alla spesa sostenuta per acquisirle e tutelarle dalle imitazioni. Per aumentare le probabilità di successo di un'operazione l'impresa Acquirente dovrà sviluppare delle aspettative realistiche circa le sinergie ottenibili dall'accordo, interrogandosi quindi sul perché effettuare proprio questa acquisizione e in questo momento, sulla modalità migliore, su quali saranno gli impatti sul bilancio e infine sviluppando un piano alternativo nel caso in cui questo non riesca ad andare a buon fine; infatti il processo stesso di un'acquisizione può essere un elemento determinante per l'ottenimento di performance positive. Il riconoscimento del valore creato in un'acquisizione è un'analisi che dovrebbe essere fatta solamente al termine dell'intero processo, durante l'attuazione di tutte le fasi del processo però la performance dell'impresa verrà influenzata da altri eventi e scelte strategiche che renderanno difficile individuare il reale contributo dell'acquisizione. Si è visto che nella maggior parte dei casi il fallimento di un'operazione di M&A è attribuibile alla cattiva integrazione tra l'impresa acquirente e quella acquisita, nelle imprese esiste infatti un livello di identificazione tra i dipendenti e l'azienda fondamentale per il raggiungimento dell'economicità, quando l'identificazione è alta è più probabile che si verifichino delle reazioni negative nella fase post-acquisizione. Il contributo delle componenti sociali e personali sulle cause di insuccesso è sicuramente rilevante, innanzitutto i manager dell'impresa acquirente cercheranno di accrescere il proprio potere

¹⁵ “La *resource based view (RBV)* evidenzia, infatti che un'impresa può ottenere vantaggi competitivi usando risorse e capacità interne. Ciò è particolarmente vero quando le risorse e competenze su cui si fonda il vantaggio competitivo risultano difficilmente sostituibili o imitabili. Tali risorse risultano, pertanto, uniche, specifiche e rappresentano una base per realizzare un duraturo vantaggio competitivo strategico”. (Caiazza,2011).

attraverso queste operazioni e rischieranno di sovrastimare le proprie capacità analitiche e di valutazione. L'elemento che condiziona principalmente il successo delle operazioni è la distribuzione delle risorse manageriali nelle varie fasi del processo, spesso i manager sono allocati maggiormente nella fase di trattativa a discapito di quella preliminare in cui viene valutata l'appetibilità strategica e la compatibilità organizzativa, ciò può portare all'ottenimento di minori sinergie e con tempistiche più lunghe. Inoltre è inevitabile che la valutazione di successo di un'operazione si basi su indicatori economico-finanziari e operativi come il *return on asset (ROA)*, il *return on invested capital (ROIC)* oppure legati alle performance di mercato attraverso il calcolo del *cumulative abnormal return (CAR)*, che rappresenta una misura dei risultati dell'impresa in uno specifico arco temporale. La misura di questi indicatori non permette però di avere una rappresentazione chiara e soddisfacente del risultato, infatti sono spesso soggetti alla discrezionalità dei manager che possono interpretare il risultato in base ai propri interessi e obiettivi, si possono quindi utilizzare due ulteriori variabili: il *premium savings* e la sostenibilità strategica. Il *premium savings* esprime una valutazione sul rapporto tra il prezzo pagato e il valore dell'impresa Target, infatti il costo necessario per concludere un'operazione di M&A può influenzarne il successo anche in ragione del fatto che molte risorse finanziarie verranno sottratte a altri possibili investimenti, quindi i manager dell'impresa Acquirente dovranno identificare il prezzo da pagare al fine di minimizzare le possibili perdite future. Un ulteriore fattore di fondamentale importanza è il tempo: va considerata la sostenibilità strategica di un'acquisizione e compresa la possibilità dell'impresa di perdurare nel tempo continuando a generare risultati positivi grazie al completamento dell'operazione. Il processo di acquisizione deve essere considerato come bidirezionale, le parti coinvolte devono dimostrare la propria flessibilità e propensione alla collaborazione, infatti l'impresa Acquirente e quella Target devono essere disposte a cambiare le strutture organizzative per migliorare l'integrazione post-acquisizione. La determinazione del successo di un'acquisizione dovrebbe quindi seguire una logica che tiene conto dei molteplici portatori di interessi, *stakeholder*, e non semplicemente puntare al soddisfacimento di quelli degli azionisti.

3 Le sinergie e le motivazioni che guidano un'acquisizione

Le motivazioni che portano le imprese a effettuare operazioni di amministrazione straordinaria possono essere numerose e sono generalmente tutte connesse alla costruzione o alla difesa del vantaggio competitivo, esso infatti permette di rimanere in condizioni di economicità. È appropriato distinguere tra fusioni e acquisizioni, le prime nascono dall'esigenza di gestire in modo integrato i fattori produttivi in precedenza di proprietà di altre imprese, invece le seconde rispondono alla necessità di migliorare la propria posizione competitiva allargando le combinazioni produttive tramite un aumento delle quote di mercato e delle dimensioni. I fattori che più frequentemente portano a intraprendere questi processi sono l'aumento di quote di mercato, l'ingresso in nuovi segmenti affini al proprio *core business*, la necessità di internazionalizzare la propria attività attraverso l'acquisizione di un concorrente straniero, la riduzione dei costi mediante lo sfruttamento di economie di scala e incrementi di produttività, l'opportunità di acquisire un know-how specifico o una nuova tecnologia oppure il bisogno di diversificare le proprie attività entrando in settori nuovi. Alcune acquisizioni sono motivate invece dalla convinzione da parte del management dell'Acquirente di poter gestire meglio le risorse della Target, essi credono di poter aumentare il valore dell'impresa acquisita che, per via di una mancanza di competenze manageriali, ha limitato le proprie capacità di competere in un mercato più ampio e si è preclusa alcune possibilità di crescita. Inoltre alcune aziende possono essere spinte ad acquisire direttamente il loro canale di distribuzione per raggiungere il consumatore finale in modo più redditizio e hanno così la possibilità di escludere da quel canale i propri concorrenti. Questo elenco non risulta esaustivo ed è comunque difficile determinare empiricamente quale sia la motivazione predominante. Per spiegare la natura delle motivazioni alla base dei processi di acquisizione ci serviremo di due concetti essenziali: quello di massa critica e quello di sinergie.

Si deduce che le frequenti trasformazioni nella maggior parte dei sistemi competitivi rendano indispensabile un aumento delle dimensioni delle imprese, esso viene abitualmente raggiunto mediante un'acquisizione, questa relazione che associa acquisizioni e dimensioni d'impresa non è diretta ma passa per il concetto di massa critica. Ansoff definisce la massa critica come "il livello di *budget* appena sufficiente a permettere ad un'OSA (le imprese e gli istituti senza scopo di lucro, entrambi definiti *organizzazioni al servizio dell'ambiente*) di coprire i costi delle

sue transazioni commerciali con l'ambiente"¹. Questo concetto è quindi strettamente legato al settore in cui opera l'impresa e per le aziende che operano in diversi business ci saranno differenti livelli di massa critica, ciascuno per ogni specifico settore, non esiste quindi un'unica definizione di massa critica ma è necessario individuare numerosi parametri per definirla, tutti basati però sulla quota di mercato e sul livello di risorse necessario. Si può inoltre scomporre la massa critica in due componenti elementari: la massa critica iniziale e la massa critica di supporto. La massa critica iniziale è quel livello di investimenti essenziale per l'ingresso in una nuova attività, esso è collegato alle barriere d'ingresso nel settore, sin dal principio l'impresa deve avere una quota di mercato minima, detta quota di mercato critica, che evita all'azienda di essere relegata in una posizione marginale e quindi essere obbligata a uscire dal business. Il livello di investimenti e il grado di penetrazione nel mercato necessari per mantenere una posizione conveniente nel sistema competitivo definiscono la massa critica di supporto. Quest'ultima comprende una componente relativa alla ricerca e sviluppo che permette all'azienda di rimanere aggiornata rispetto al tasso d'innovazione del settore; una componente di marketing che invece rappresenta il livello di spesa minimo di cui l'impresa ha bisogno per generare determinati volumi di fatturato e infine la componente operativa, ovvero il livello di produzione che permette di mantenere costi e prezzi al livello di pareggio (*break-even point*). Il concetto di massa critica è correlato quindi al livello di risorse necessarie per mantenere una posizione di sicurezza nel settore, esso dipende sia dal ruolo e dall'impegno degli altri attori del sistema competitivo che dal raggio d'azione dell'impresa, ovvero dai confini che essa ha definito nel proprio settore di attività. Si può quindi concludere che le acquisizioni motivate dal bisogno di aumentare le proprie dimensioni sono da effettuarsi se nel settore d'interesse esiste un livello di massa critica ed esso non è ancora stato raggiunto, oppure se sono previste delle variazioni di questo livello.

Le sinergie sono spesso utilizzate per spiegare le politiche di M&A e sono considerate una variabile non marginale nella determinazione del prezzo di acquisizione, ovvero concorrono alla spiegazione della differenza tra il valore dell'impresa indipendente e il suo valore nella combinazione con l'Acquirente, il cosiddetto premio di acquisizione. "Sinergia è un vocabolo di origine greca, composto da *syn* (insieme) e *ergon* (lavoro). Utilizzato prevalentemente nelle scienze fisiche, si riferisce a una reazione tale per cui due sostanze o fattori combinati producono un effetto maggiore di quello che risulterebbe dalla somma dei due effetti

¹ Rock M.L., *Fusioni e acquisizioni: aspetti strategici, finanziari e organizzativi*, Milano, McGraw-Hill, 1990, p.26.

indipendenti”². Le sinergie sono presenti quando la condivisione di risorse, finanziarie, operative e umane, tra i componenti di un sistema produttivo consente una riduzione del livello di risorse da impiegare, mantenendo inalterata la qualità e la quantità del risultato oppure, in alternativa, consente un miglioramento del livello qualitativo e quantitativo della produzione a parità di risorse impiegate. Le sinergie non derivano solamente dall’interdipendenza tra gli asset tangibili ma anche dalla presenza di relazioni intangibili legate alla combinazione e al trasferimento del patrimonio conoscitivo tra le aziende integrate, il vantaggio sarà ottenuto quando la combinazione delle conoscenze consente di sviluppare un nuovo apprendimento. La teoria della creazione di valore sostiene che un processo di acquisizione può essere considerato economicamente conveniente se da esso scaturisce un beneficio economico, cioè due imprese unite hanno un valore superiore rispetto a quello che le stesse avrebbero se fossero rimaste indipendenti:

$$V_{\alpha+\beta} > V_{\alpha} + V_{\beta}$$

dove:

$V_{\alpha+\beta}$: è il valore delle due società a seguito della loro integrazione.

V_{α} : è il valore della società α .

V_{β} : è il valore della società β .

Le sinergie in un’acquisizione economicamente efficace permettono all’impresa combinata di avere un valore netto dell’acquisizione (*NAV, net acquisition value*) positivo:

$$NAV = [V_{\alpha+\beta} - (V_{\alpha} + V_{\beta})] - (P + E)$$

dove:

P : è il premio pagato alla società acquisita, ovvero la società β .

E : sono le spese necessarie a completare il processo di acquisizione.

Il raggiungimento delle sinergie non è però immediato e automatico, esso richiede un’intensa attività di coordinamento e l’utilizzo di risorse finanziarie e manageriali; in fase di valutazione si deve evitare che una sovrastima delle sinergie e una sottovalutazione dei costi necessari per ottenerle porti a pagare premi di acquisizione non vantaggiosi. Ci sono circostanze in cui il valore di due imprese sotto un processo decisionale unico può effettivamente essere inferiore alla somma dei loro valori quando operavano indipendentemente, la causa può essere la crescita della complessità organizzativa, la perdita di iniziativa, d’indipendenza e di velocità nel

² Zanetti L., *La valutazione delle acquisizioni. Sinergie, rischio e prezzi*, Milano, Egea, 2000.

processo decisionale. Questi effetti possono essere ignorati quando i guadagni derivanti dall'operazione di fusione delle due imprese sono molto elevati, in caso contrario questi costi possono portare alla creazione di una sinergia netta negativa. Considerata la centralità della valutazione delle sinergie è appropriato considerare che le ipotesi sinergiche siano effettivamente concrete e quali siano le tempistiche e le azioni necessarie per realizzarle; si dovrà analizzare l'impresa Target individuando i fattori che la rendono inefficiente e che possono essere rimossi, le potenzialità di mercato e le capacità produttive che invece possono essere sfruttate a pieno.

3.1 Le tipologie di sinergie

Le sinergie vengono tipicamente divise in due categorie: le sinergie operative e quelle finanziarie.

3.1.1 Sinergie operative

Le sinergie operative possono essere basate sui differenziali dei flussi di cassa dovuti a un aumento dei guadagni o da un abbassamento dei costi. In un'impresa però i flussi di cassa vengono generati di anno in anno e quindi si devono considerare i loro valori attuali, è evidente quindi che le sinergie non dipendono esclusivamente dai flussi di cassa ma anche dal loro tasso di attualizzazione e quindi dalla rischiosità dell'operazione. Le sinergie che portano a un incremento dei ricavi possono provenire da varie fonti come il potere contrattuale, la combinazione di due imprese può portare a un maggiore potere sul prezzo tipicamente quando le due aziende operano nello stesso business. Ciò dipenderà dalle dimensioni delle organizzazioni fuse, dal grado di concorrenza nel settore e nei mercati geografici rilevanti, infatti se la combinazione porta a una struttura di mercato più oligopolistica, questo può essere possibile ma d'altra parte se l'accordo genera un'eccessiva concentrazione del settore potrebbe non ottenere l'approvazione normativa. Tuttavia le evidenze empiriche sulla fonte dei guadagni derivanti dalle fusioni orizzontali hanno rilevato che i guadagni associati a tali operazioni possono essere attribuiti principalmente a miglioramenti dell'efficienza e non a un aumento del potere di mercato. Un'altra fonte potenziale di aumento dei ricavi può essere la combinazione di punti di forza, ad esempio un'azienda può avere elevate capacità nell'ambito di ricerca e sviluppo o della produzione, mentre l'altra nella distribuzione e nel marketing, l'integrazione di queste due imprese porta quindi all'unione di capacità complementari che rendono l'impresa più funzionale. Nei mercati maturi, come quello giapponese ed europeo, la crescita aziendale è

rallentata e quindi le grandi aziende sono costrette a investire somme molto elevate per aumentare la quota di mercato o a volte semplicemente per mantenere quella che hanno, un'ulteriore potenziale fonte di guadagni può essere quindi quella di spostarsi in nuovi mercati in più rapida crescita e in mercati emergenti, così le imprese che possiedono già una rete di distribuzione consolidata e un marchio affermato possono usare i loro punti di forza e aumentare le vendite dei prodotti. Le sinergie derivanti da un aumento dei ricavi sono le più difficili da raggiungere per via degli errori di stima delle dissinergie che possono risultare dagli eccessivi sforzi dedicati all'operazione, dalla rimozione delle attenzioni dalle attività centrali, dalla chiusura di contratti con fornitori o clienti importanti o dalla minor funzionalità dell'impresa Target all'interno dell'azienda fusa a causa di conflitti dovuti all'integrazione.

Le sinergie operative invece basate sulla riduzione dei costi possono essere il risultato della creazione di economie di scala, ovvero una diminuzione dei costi per unità prodotta che deriva da un aumento della dimensione o della scala operativa di un'azienda. Esse possono essere distinte in economie di scala reali, che scaturiscono da una riduzione delle risorse necessarie per ogni unità di prodotto e quelle finanziarie, ottenute pagando meno i fattori produttivi grazie alla maggior entità delle transazioni. Le aziende manifatturiere, specialmente quelle *capital intensive* in cui sono necessari elevati investimenti iniziali per i macchinari e le attrezzature, hanno tipicamente costi unitari molto elevati a causa di un forte impatto dei costi fissi, all'aumentare quindi del livello di produzione il costo medio scenderà. Quindi l'acquisizione orizzontale di un competitor, che porta all'aumento della produzione, è conveniente quando genera un abbassamento dei costi unitari, questo fenomeno continua fino a un certo valore di output, poi i costi unitari possono aumentare a causa delle diseconomie di scala. Esse derivano dall'aumento complessivo dei costi e da problemi associati al coordinamento di un'operazione su larga scala. La Figura 3.1 mostra che il livello di produzione ottimale è quello in cui i costi per unità sono minimi, oltre tale livello essi ricominceranno a salire.

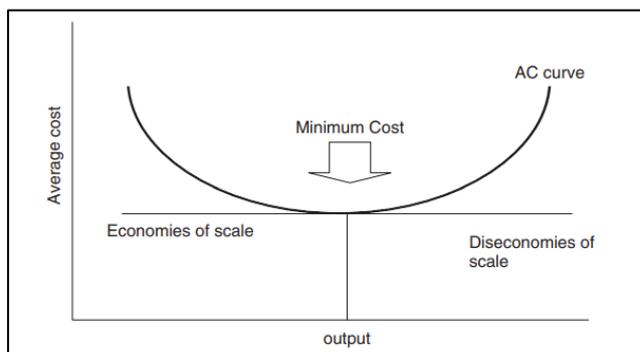


Figura 3.1: Curva di costo medio e livello ottimale della produzione. Fonte: Gaughan P., Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, (2015) fig.4.1 p141.

Altre fonti di guadagno derivano da una maggiore specializzazione dei lavoratori e del management e dall'uso più efficiente delle attrezzature, che non sarebbe altrimenti possibile a livelli di produzione più bassi. Un ulteriore concetto strettamente connesso, e talvolta confuso con le economie di scala, sono le economie di scopo, esse rappresentano la capacità di un'impresa di utilizzare lo stesso insieme di input per fornire una gamma più ampia di prodotti e servizi, le economie di scopo generano quindi una riduzione dei costi per l'impresa e un miglioramento della sua efficienza. Quando la combinazione di due imprese produce un maggiore potere d'acquisto e un maggiore potere contrattuale nei confronti dei fornitori si possono verificare significative riduzioni dei costi, ciò, inoltre, attirerà con meno probabilità l'attenzione dei regolatori rispetto alle combinazioni che invece hanno effetti diretti sui consumatori. Bhattacharyya e Nain³ hanno riscontrato che le acquisizioni orizzontali hanno ridotto l'effettiva redditività dei fornitori, soprattutto quando essi appartenevano a un settore più concentrato e che i loro prezzi di vendita sono scesi negli anni successivi alla fusione.

3.1.2 Sinergie finanziarie

Le sinergie finanziarie si riferiscono all'impatto di una fusione o di un'acquisizione sui costi del capitale per l'impresa acquirente o per entrambi i partner della fusione. La combinazione di due imprese può ridurre la volatilità dei loro flussi di cassa, se essi non sono perfettamente correlati, e quindi i finanziatori possono considerare l'azienda meno rischiosa. Questo effetto può essere spiegato in termini di *debt coinsurance*, una delle imprese potrebbe trovarsi in condizioni tali da essere costretta al fallimento e i suoi creditori subirebbero una perdita, non è infatti possibile prevedere in anticipo se e quale delle due imprese fallirà. Se invece le due aziende fossero combinate in precedenza rispetto alle condizioni che hanno costretto l'impresa al fallimento, i flussi di cassa in entrata dell'impresa solvente potrebbero attenuare le perdite per i creditori. Il problema di questo effetto è che i creditori ottengono un vantaggio detenendo il debito in un'azienda meno rischiosa e quindi questi benefici saranno creati a spese degli azionisti. Si considera infatti che i rendimenti totali dell'impresa dopo l'operazione siano costanti (r_t), se la maggior parte di questi sono concessi ai detentori di debito (r_d) allora saranno ridotti quelli spettanti agli azionisti (r_a):

$$r_t = r_d + r_a$$

Ipotizzando invece che entrambe le società coinvolte nella transazione abbiano portato in precedenza il loro livello di leva finanziaria (Debito/Equity) al punto di massimizzazione del

³ Bhattacharyya S., Nain A., *Horizontal Acquisitions and Buying Power: A Product Market Analysis*, Journal of Financial Economics, v. 99, 97–115, 2011.

valore, ovvero quello in cui si ottiene il massimo vantaggio dalla deducibilità. A seguito dell'operazione, per via delle modalità di pagamento, la combinazione delle due imprese si potrebbe trovare a un livello inferiore di debito rispetto a quello ottimale e quindi avrà la possibilità di sfruttare un nuovo indebitamento e di beneficiare di sinergie finanziarie. Le perdite degli azionisti possono quindi essere compensate dall'emissione di nuovo debito dopo la fusione, essi possono infatti ottenere un beneficio dovuto alla deducibilità dalle imposte degli interessi sul debito⁴. Inoltre i mercati finanziari forniscono a una società più grande, poiché considerata meno rischiosa, dei vantaggi che la portano ad avere un costo del capitale inferiore. Un'ulteriore motivazione di queste operazioni, che non ricade però tra le principali, è legata all'ottenimento di benefici fiscali, infatti in alcuni paesi (come l'Italia) è consentito dedurre le perdite dell'impresa che viene incorporata da quella incorporante, in modo da ridurre il carico fiscale; l'impresa acquirente beneficia quindi dei crediti d'imposta presenti nei bilanci dell'acquisita in conseguenza delle perdite d'esercizio. Le sinergie finanziarie possono essere sfruttate in un altro modo: una società con grandi risorse economiche ed elevate disponibilità di cassa acquisisce un'altra impresa con numerosi progetti ad alto rendimento che però non è in grado di finanziare, così questo accordo risulterà vantaggioso per entrambe le parti; questa tipologia di operazioni è probabile che si manifesti soprattutto quando sono le grandi imprese, oppure quelle quotate, ad acquisire quelle più piccole. I manager di piccole aziende si trovano spesso nelle condizioni di rifiutare opportunità di investimento redditizie poiché devono raccogliere nuovo capitale per finanziarle, infatti l'accesso al mercato dei capitali può essere difficile, ciò porta al conseguente vincolo di razionamento del capitale. Un'altra ragione sostenuta da Myers e Majluf⁵ è che, poiché ci si trova in una condizione di asimmetria informativa dove i manager hanno maggiori informazioni rispetto ai finanziatori sui progetti futuri, gli investitori attribuiranno al progetto un costo superiore e quindi i manager rinunceranno ad intraprenderlo. Può quindi essere opportuno per un'azienda con eccesso di

⁴ La riduzione delle imposte societarie, che prende il nome di scudo fiscale del debito (*tax shield*), è data da: $tax\ shield = t_c \times (R_D \times D)$, dove t_c è l'aliquota di imposta societaria, R_D è il tasso d'interesse sul debito e D è la somma presa a prestito, quindi $R_D \times D$ rappresentano gli interessi sul debito. Hiller D., *Corporate Finance*, 2018, cap.15.

⁵ "Le imprese le cui opportunità di investimento superano i flussi di cassa operativi, e che hanno esaurito la loro capacità di emettere debito a basso rischio, possono rinunciare a buoni investimenti piuttosto che emettere titoli rischiosi per finanziarli. Ciò viene fatto nell'interesse degli azionisti esistenti. Tuttavia, gli azionisti stanno meglio ex ante, in media, quando l'azienda ha un margine finanziario sufficiente per intraprendere buone opportunità di investimento quando si presentano. La perdita di valore ex ante aumenta con la dimensione dell'emissione azionaria richiesta, quindi, aumentando l'investimento richiesto o riducendo lo slack disponibile per questo investimento aumenta anche la perdita ex ante". Myers S.C., Majluf N., *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information That Investors Do Not Have*, Journal of Financial Economics, v.13, pp.187-221, 1984.

liquidità e nessuna opportunità di investimento rilevare un'altra impresa con progetti interessanti ma poco capitale per finanziarli. Il valore addizionale dato dalla combinazione di queste due aziende sarà il valore attuale dei progetti che non sarebbero partiti se le imprese fossero rimaste separate.

3.1.3 Un'ulteriore classificazione

Phanish Puranam e Bart Vanneste⁶ pongono invece la loro attenzione esclusivamente alle sinergie operative, esse derivano da decisioni congiunte sui processi delle due imprese, cioè decisioni sulle attività primarie e di supporto delle loro catene del valore. La catena del valore rappresenta l'insieme delle attività che devono essere eseguite per produrre un prodotto e portarlo al cliente o fornire un servizio, queste attività possono essere distinte tra primarie, come la logistica in entrata e in uscita, la produzione, il marketing e le vendite, il servizio, la cui attività dipende direttamente dal livello di produzione e attività secondarie, come l'infrastruttura aziendale, la gestione delle risorse umane, lo sviluppo tecnologico, l'approvvigionamento⁷. Alla base di ogni attività della catena del valore ci sono le risorse che permettono l'esecuzione dell'attività, queste possono essere pensate come i classici fattori di produzione, classificati come terra, lavoro e capitale, ma, vista la loro centralità nel raggiungimento del vantaggio competitivo aziendale, è utile definirle come "tutti i beni, le competenze, i processi organizzativi, le caratteristiche aziendali, le informazioni e la conoscenza controllati da una società, che permettono all'azienda di concepire e implementare strategie che migliorano la sua efficienza ed efficacia"⁸ (Barney, 1991). Le sinergie operative tra le imprese, in definitiva, devono essere riconducibili ai legami tra le catene del valore delle imprese e le rispettive risorse. Puranam e Vanneste hanno sviluppato un approccio per collegare le attività della catena del valore noto come "*l'algebra delle catene del valore*". Come nella matematica ci sono quattro operatori di base, essi sono ottenuti incrociando due dimensioni: la somiglianza delle risorse combinate relative alle attività della catena del valore e la misura in cui queste risorse devono essere modificate per creare valore, essi sono il Consolidamento (*Consolidation*), la Combinazione (*Combination*), la Connessione (*Connection*) e la Personalizzazione (*Customization*).

⁶ Puranam P., & Vanneste B., *Corporate strategy: Tools for analysis and decision-making*, Cambridge, Cambridge University Press, 2016, cap.2.

⁷ Grant R.M., *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, V edizione, Bologna, Il Mulino, 2016.

⁸ Barney J.B., *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*, Journal of Management, v.17, pp.99-120, 1991.

	Implica risorse simili	Implica risorse diverse
È richiesta un'elevata modifica delle risorse	Consolidation	Customization
È richiesta una bassa modifica delle risorse	Combination	Connection

Tabella 3.1: I quattro operatori di base delle sinergie. Fonte: Puranam P., Vanneste B., Corporate strategy: Tools for analysis and decision-making, 2016, p.35.

Analizzando la prima dimensione, quella della somiglianza tra le risorse combinate, è opportuno fare una distinzione tra economie di scala ed economie di scopo, le prime indicano che produrre una quantità maggiore dello stesso prodotto porta a un costo medio più basso, mentre le seconde esistono quando produrre diversi prodotti insieme, con le stesse risorse, porta a un costo medio inferiore rispetto a produrli separatamente. In generale si può dire che collegare risorse simili porta alle economie di scala, invece combinare risorse diverse riconduce alle economie di scopo. Tipicamente per due imprese le risorse sottostanti le stesse attività della catena del valore sono più simili di quelle sottostanti le diverse attività della catena del valore. La seconda dimensione stabilisce invece la presenza di un diverso grado di modifiche da attuare alle risorse, in alcuni casi può non essere richiesta alcuna modifica in altri invece le modifiche necessarie possono essere significative, l'entità di tali cambiamenti permette di prevedere i contrasti che ridurranno il valore creato dalle sinergie.

Consolidamento (*Consolidation*)

Questo è l'operatore più intuitivo, esso implica la creazione di valore attraverso l'organizzazione e l'efficientamento di risorse simili sottostanti attività omogenee della catena del valore, eliminando quelle superflue e ridondanti, quindi comporta un elevato grado di modifica. Questo operatore di sinergia interessa soprattutto i costi e il capitale investito. Alcuni esempi di azioni di Consolidamento sono la riduzione dell'organico attraverso la fusione di alcuni dipartimenti, dove quindi lo stesso lavoro verrà svolto da un numero inferiore di persone; la formazione di centri di servizi condivisi come quello di finanza, risorse umane, legale e di contabilità oppure la condivisione di risorse intangibili a livello aziendale, come marchi e competenze, che possono richiedere l'utilizzo di minor capitale umano e minori investimenti rispetto a che se fossero duplicate a livello di business unit; la chiusura di alcuni stabilimenti, ciò permette l'aumento di produttività percentuale di quelli che rimangono in funzione.

Combinazione (*Combination*)

Questo operatore sinergico permette la creazione di valore mediante l'unione di risorse simili. Per esempio l'acquisizione di un concorrente può avere un impatto sui costi, poiché aumentando il potere contrattuale nei confronti dei fornitori tramite la combinazione delle due funzioni acquisti si possono ottenere sconti sui volumi; oppure avere un effetto sulle entrate permettendo l'aumento dei prezzi per i clienti. I regolatori solitamente mostrano diffidenza nei confronti di questa tipologia di guadagni che derivano dal potere di mercato, poiché essi sono associati a perdite sia per i fornitori che per i clienti. L'entità delle modifiche necessarie alle risorse in questo caso è modesta. Ciò che accomuna il Consolidamento e la Combinazione è che le attività della catena del valore a cui sono stati applicati questi operatori scompaiono poiché esse vengono fuse, la differenza invece è che per il Consolidamento l'attività risulterà più piccola rispetto alla dimensione combinata delle attività precedentemente indipendenti e per la Combinazione risulterà uguale.

Connessione (*connection*)

Questo operatore permette la creazione di valore semplicemente unendo i risultati di attività diverse della catena del valore, con un basso grado di modifica. Per esempio, i clienti possono apprezzare il fatto di poter acquistare congiuntamente un insieme di prodotti o servizi diversi, così da poter risparmiare sui costi di transazione di acquistare i beni separatamente, quindi la divisione dedicata alle vendite e quella del marketing di due diversi prodotti possono collaborare in modo da vendere insieme o in modo incrociato i propri prodotti. Un altro esempio consiste nell'utilizzo dello stesso marchio per business diversi in modo da incrementare i guadagni.

Personalizzazione (*Customization*)

Questo operatore implica la creazione di valore attraverso la co-specializzazione di risorse differenti al fine di creare un maggiore valore comune, due aziende si alleano per fornire un prodotto, una tecnologia, un servizio complementare personalizzato che risponde perfettamente alle esigenze di entrambe le imprese. L'idea principale è che la customizzazione delle risorse porti a un miglioramento del valore della produzione o del consumo, il prodotto finale quindi funzionerà meglio o la sua produzione sarà meno costosa, generando così sinergie di guadagno o di costo. La personalizzazione implica quindi investimenti caratteristici dell'accoppiamento delle due attività e di conseguenza un elevato grado di trasformazione delle risorse. Alcuni esempi di personalizzazione possono essere la creazione di un pacchetto personalizzato di

prodotti o servizi volti a soddisfare le esigenze di particolari clienti, il trasferimento di beni intangibili come le best practice, la conoscenza o la proprietà intellettuale da un'azienda all'altra oppure la costruzione di un magazzino vicino allo stabilimento produttivo per minimizzare i tempi di consegna.

Tale classificazione delle sinergie offre diversi vantaggi: in primo luogo fornisce un approccio strutturato per identificare le varie opportunità di sinergia analizzando la catena del valore, dati due business si può analizzare sistematicamente la fattibilità di ogni tipologia di sinergia, in secondo luogo invece è utile per differenziare le sinergie secondo diversi aspetti come la difficoltà di prevedere il loro valore, la facilità di realizzarle, gli sforzi di gestione richiesti e infine rende più facile spiegare le fonti di valore agli investitori, ai manager e ai clienti. La *Tabella 3.2* offre un quadro riepilogativo delle caratteristiche delle quattro tipologie di operatori. All'interno di una stessa transazione le sinergie possono essere ottenute mediante le diverse tecniche di Consolidamento, Combinazione, Connessione e Personalizzazione, a seconda della funzione operativa a cui vengono applicate. Generalmente il costo diretto delle sinergie ottenute mediante il Consolidamento e la Personalizzazione sarà più elevato a causa della maggiore necessità di modifica delle risorse, allo stesso tempo le prime sono probabilmente le più facili da prevedere poiché stimare la ridondanza di alcune risorse è più semplice rispetto a stimare gli effetti del maggiore potere contrattuale.

	<i>Consolidation</i>	<i>Combination</i>	<i>Connection</i>	<i>Customization</i>
Tipologia di risorse	Risorse simili	Risorse simili	Risorse diverse	Risorse diverse
Grado di modifica necessario	Alto	Basso	Basso	Alto
Bisogno di collaborazione tra il personale delle diverse catene del valore	Inizialmente alto, poi ridotto	Moderato e costante nel tempo	Basso e costante nel tempo	Moderato e costante nel tempo
Driver principali	Modifica le attività della catena del valore attraverso un migliore utilizzo delle risorse o della	Aumenta il potere contrattuale mettendo in comune le	Unisce gli output delle attività della catena del valore non modificate per	Modifica le attività della catena del valore specializzandole l'una con l'altra per aumentare il

	capacità in eccesso	attività senza modificarle	aumentarne il valore	loro valore combinato
Aspetti interessati	Costi e asset	Costi e guadagni	Guadagni	Costi, guadagni e asset

Tabella 3.2: Riepilogo delle caratteristiche dei quattro operatori. Fonte (rielaborazione): Puranam P., Vanneste B., Corporate strategy: Tools for analysis and decision-making, 2016, p.45-46.

3.2 Le determinanti delle sinergie

Le sinergie che si possono ottenere mediante operazioni di crescita esterna hanno numerose e complesse determinanti, queste fonti di aumento del valore economico possono essere raggruppate in quattro categorie: incrementi di efficienza e quindi riduzione dei costi totali; potere di mercato e imposizione di prezzi superiori rispetto ai concorrenti; crescita del volume delle vendite; riduzione della variabilità dei risultati e quindi della rischiosità dell'attività. Queste variabili incidono sul valore dell'impresa, formulato come la capitalizzazione illimitata del reddito⁹:

$$W = \frac{R}{i} = \frac{(P \times Q - C)}{i}$$

dove:

W: valore dell'impresa.

R: reddito netto (ricavi-costi).

i: tasso di capitalizzazione.

P: prezzo di vendita unitario dei prodotti.

Q: unità prodotte e vendute.

C: costi totali dell'impresa.

I fattori di efficienza, di potere di mercato e di crescita incidono prevalentemente sul reddito mentre la riduzione della rischiosità contribuisce all'abbassamento del tasso di capitalizzazione *i*. È bene ricordare però che i diversi fattori che portano alla creazione di sinergie sono spesso interdipendenti tra di loro e influenzano contemporaneamente la redditività dell'azienda e la sua variabilità. Inoltre è difficile valutare l'impatto delle strategie di crescita sul grado di rischio complessivo, infatti fattori diversi possono agire in direzioni opposte: un aumento della

⁹ Zanetti L., *La valutazione delle acquisizioni. Sinergie, rischio e prezzi*, Milano, Egea, 2000, cap.2.

dimensione dell'impresa può portare a coprire una maggiore quota di mercato e quindi ridurre la variabilità dei risultati ma allo stesso tempo si creerà un aumento della leva operativa¹⁰, essa esprime il grado di rischio dell'impresa, per alti valori della leva una riduzione delle vendite porterebbe a elevate perdite. È importante quindi individuare e comprendere i fattori che sottostanno alla creazione di valore poiché solo alcuni di essi porteranno effettivamente alla realizzazione delle sinergie.

Il primo fattore è l'efficienza: le imprese puntano a raggiungere le dimensioni ottimali per poter utilizzare in maniera efficiente le risorse e ottenere risparmi sui costi, quest'ultimi sono solitamente raggruppati nelle economie di scala o nelle economie di raggio d'azione. Le prime dipendono dalle relazioni tra i costi e i volumi di produzione e dal fatto che alcuni processi produttivi richiedano il raggiungimento di un livello minimo di attività affinché siano economicamente vantaggiosi, questo concetto può essere così rappresentato:

$$\frac{C(x \cdot q)}{q} < \frac{x \cdot C(q)}{q}$$

dove:

q : è il livello produttivo.

$C(q)$: funzione del costo di produzione.

Quindi ci si troverà in presenza di economie di scala quando aumentando di $x > 1$ volte il livello di produzione si otterrà un costo medio inferiore rispetto a quello ottenuto moltiplicando per x volte la produzione dello stesso impianto. In generale le economie di dimensione sono diverse a seconda del tipo di risorse necessarie nel processo produttivo, esse saranno maggiori nei settori con impianti produttivi estesi e con una struttura dei costi rigida¹¹. La loro diversa importanza però non è fissa e immutabile nel tempo, i cambiamenti tecnologici, delle preferenze dei consumatori e delle regolamentazioni possono influenzarne la rilevanza. Le seconde invece, note anche come economie di scopo, sono l'estensione delle economie di scala alle aziende multi-prodotto e si riferiscono alla subadditività dei costi, infatti ci sono risorse comuni a processi produttivi diversi che non necessitano di essere duplicate. Ci si troverà in presenza di economie di scopo quando:

¹⁰ *Leva operativa*: $LO = \frac{\text{margine di contribuzione}}{\text{reddito operativo(EBIT)}} = \frac{\text{ricavi}-\text{costi variabili}}{\text{ricavi}-\text{costi variabili}-\text{costi fissi}}$

¹¹ La rigidità della struttura dei costi è data dal livello dei costi fissi, maggiori saranno questi ultimi e maggiore sarà il grado di rigidità.

$$C(x_1, x_2) < C(x_1, 0) + C(0, x_2)$$

dove:

$C(x_1, 0)$: è la funzione di costo di produzione del bene 1 da solo.

$C(0, x_2)$: è la funzione di costo di produzione del bene 2 da solo.

$C(x_1, x_2)$: è la funzione di costo di produzione dei due beni congiuntamente.

Ovvero produrre i due beni congiuntamente ha un costo inferiore rispetto che la somma dei costi di produrre i due beni separatamente. Queste economie derivano dall'utilizzo congiunto di input e risorse che non raggiungono la saturazione completa, quindi sono "in eccesso", le risorse possono essere sia tangibili come impianti e materiali che intangibili come marchi e brevetti (il cosiddetto fenomeno della *brand extension*) ma anche umane, il personale può infatti contribuire con il know-how tecnologico e le proprie esperienze.

Un'altra determinante dei processi di fusione tra le imprese è l'aumento del potere di mercato¹², ovvero la possibilità per le imprese che operano in un mercato più concentrato di aumentare i prezzi, a un livello superiore a quello della piena concorrenza. L'aumento della quota di mercato si ottiene dalle acquisizioni orizzontali in senso stretto in cui l'impresa acquirente opera nello stesso settore e realizza gli stessi prodotti dell'acquisita. La capacità di imporre prezzi superiori rispetto ai concorrenti non dipende solamente dalla quota di mercato ma anche dal grado di collusione del settore¹³ e dalle barriere all'ingresso, per concludere che un'operazione generi valore è bene quindi analizzare la struttura competitiva del settore e dei mercati delle due imprese. Il ruolo delle barriere all'entrata è stato evidenziato nella *teoria dei mercati contendibili*¹⁴, che dimostra che raggiungere e mantenere le posizioni dominanti è strettamente collegato alla possibilità di erigere delle barriere all'ingresso che preservino i livelli di redditività del settore. La possibilità di incrementare il potere di mercato non è però legata solamente alle acquisizioni orizzontali, infatti anche quelle verticali e conglomerali condizionano il livello delle barriere all'ingresso e posso avere proprio l'obiettivo di precludere ai concorrenti l'accesso al mercato. Mediane le operazioni conglomerali si mettono in pratica

¹² Il potere di mercato può essere misurato con l'indice di Lerner: $LI = \frac{p-MC}{p}$ dove p è il prezzo del bene e MC è il costo marginale. All'aumentare del mark-up ($p-MC$) aumenterà il potere di mercato dell'impresa, infatti in un mercato in concorrenza perfetta esso sarebbe pari a zero, questo indice però ha una difficile applicazione nella realtà.

¹³ La collusione è presente quando i concorrenti fissano di comune accordo i prezzi di vendita, le quantità da produrre e quando si suddividono i clienti e i mercati da servire.

¹⁴ Teoria descritta da William Baumol, Robert Willig e John Panzar.

accordi per acquisti reciproci, accordi di vendita vincolante e di sovvenzione interna di alcune funzioni che danno luogo a forme diverse di potere di mercato. La rapida evoluzione tecnologica e i continui cambiamenti dell'ambiente economico hanno però ridotto notevolmente l'importanza del potere di mercato negli ultimi anni.

L'occasione di appropriarsi di risorse specifiche, che non sarebbero disponibili diversamente, è spesso la motivazione principale delle operazioni di crescita esterna, le risorse sono di varia natura, da quella materiale a quella intangibile e nella maggior parte dei casi non sono ottenibili tramite lo sviluppo interno in un arco di tempo sostenibile. Molte volte si tratta di know-how, brevetti, conoscenze ed esperienze che non possono essere acquisite autonomamente; i cosiddetti “*invisible asset*”, come la posizione dell'impresa, le caratteristiche del suo management, le relazioni che essa ha con il mercato e l'ambiente, possono essere sfruttati in diversi contesti e spesso l'unico modo di acquisirli è un'operazione di M&A. Si notano comunque numerose somiglianze con le motivazioni di efficienza sopraccitate, le economie di scopo si riferiscono però principalmente all'impiego di risorse sottoutilizzate dell'impresa acquirente invece qui è proprio quest'ultima a cercare nell'impresa Target delle risorse di cui essa è carente. Secondo una visione *resource-based*¹⁵ il valore atteso delle sinergie ottenute mediante un processo di acquisizione dipende da tre fattori: dall'entità delle risorse possedute dall'impresa acquisita rispetto a quelle disponibili sul mercato e quelle possedute dall'Acquirente, infatti le risorse, affinché venga creato valore, devono essere rare e difficilmente imitabili; dai modi e dalle occasioni in cui possono essere utilizzate tali risorse, infatti più sono versatili e maggiore sarà la creazione di valore potenziale; infine l'utilizzo di queste risorse deve essere concretizzato nelle opportunità di utilizzo e ciò comporta delle difficoltà di implementazione che condizionano negativamente la possibilità di realizzare le sinergie.

Valore atteso delle sinergie

= f(rarità delle risorse, modi di utilizzo, difficoltà di implementazione)

“I conflitti di interesse conseguenti alla separazione tra proprietà e controllo dell'impresa sono all'origine della teoria dell'impresa manageriale, nella quale l'obiettivo della massimizzazione del profitto è sostituito da quello della massimizzazione della crescita, nella convinzione che quest'ultimo sia più adeguato a spiegare il comportamento dei manager nelle grandi società di

¹⁵ Vedi nota 15, pagina 26.

capitale”¹⁶ (Rondi,2007), secondo questa teoria le crescita dimensionale dell’impresa può essere considerata la motivazione principale delle operazioni di acquisizione. I manager saranno orientati a effettuare tali operazioni anche quando non risultano particolarmente convenienti per l’impresa, infatti quando esiste una separazione tra proprietà e controllo si creeranno inevitabilmente dei problemi di agenzia¹⁷, i manager massimizzeranno la loro funzione di utilità a discapito degli interessi degli azionisti. I dirigenti mirano a ottenere il prestigio, la fama, la posizione sociale e un reddito più elevato. Se i manager hanno una funzione di utilità volta a massimizzare un valore diverso da quello degli azionisti, e se non sono messe in pratica azioni per ridurre i costi di agenzia, le acquisizioni avranno come principale motivazione la crescita e quindi non risulteranno fonte di valore economico.

Infine affinché le acquisizioni vengano portate a termine è essenziale che ci sia un punto d’incontro tra il prezzo di domanda e quello di offerta e quindi vanno analizzate anche le motivazioni che portano l’impresa Target a vendere, questo ovviamente quando si tratta di operazioni amichevoli. Molte volte la proposta di vendere viene proprio dall’acquisita che si trova in uno stato di crisi e ritiene che un diverso assetto proprietario e una diversa gestione possano permettere la continuazione dell’attività, in questa situazione l’acquirente si trova spesso a pagare un prezzo vantaggioso ma dovrà probabilmente attuare numerose ristrutturazioni per ripristinare le condizioni di efficienza economica. Un’ulteriore motivazione, molto caratteristica del mercato italiano, ricco di imprese a controllo familiare, è legata alla soluzione del problema di successione, infatti il proprietario potrebbe escludere, per motivi personali, la successione familiare e decidere di vendere l’impresa o in alternativa procedere alla quotazione delle azioni in Borsa. In alcuni casi ci si può trovare in presenza di divergenze tra il valore dell’impresa e quello percepito, esse possono essere ridotte mediante la cessione di alcune attività portando l’impresa a recuperare efficienza.

¹⁶ Ravazzi P., Rondi L., *L’Impresa. Organizzazione, Strategie e Tecniche Contabili*, Bologna, Il Mulino,2007, cap.1 Analisi economica dell’impresa.

¹⁷ “I problemi di agenzia si riferiscono ai costi inerenti i contratti tra gli azionisti (principali) e i manager (agenti) o altri agenti: essi riguardano principalmente il costo della stesura dei contratti, il costo del controllo del rispetto dei contratti, i costi di incentivazione affinché gli agenti perseguano gli obiettivi dei principali e le perdite residue che si verificano comunque tra gli obiettivi degli agenti e del principali”. Zanetti,2011.

3.3 La valutazione delle sinergie

Le imprese che sono disposte a pagare milioni, se non miliardi, di dollari per ottenere le sinergie dalle operazioni di M&A devono essere in grado di stimare il loro valore correttamente e di comunicare al mercato il progetto strategico sottostante. Si può infatti affermare che un'acquisizione crea valore per l'impresa acquirente quando il valore attuale delle sinergie ottenute dall'integrazione risulta maggiore del premio pagato per acquisire la Target. Le imprese devono quindi procedere stimando, il più precisamente e in modo imparziale, quanto valore creerà la sinergia in quell'acquisizione prima di decidere quanto pagare per essa, anche se ciò richiederà di fare delle ipotesi su un futuro incerto. Per effettuare la valutazione delle sinergie è opportuno porsi due domande:

1. Quale forma assumerà la sinergia? Ridurrà i costi e aumenterà i margini di profitto oppure aumenterà la crescita futura o la sua durata? La sinergia, per avere un effetto sul valore, deve influenzare uno dei fattori del processo di valutazione: l'aumento dei flussi di cassa delle attività, per via di una riduzione dei costi o un incremento delle vendite; tassi di crescita attesi più elevati grazie all'aumento del potere di mercato oppure un periodo di crescita più lungo, derivante dai maggiori vantaggi competitivi o un ridotto costo dell'indebitamento.
2. Quando la sinergia inizierà a influenzare i flussi di cassa? Affinché si manifestino le sinergie è necessario un periodo di integrazione e più lungo sarà tale periodo minore sarà il valore delle sinergie, poiché esso è dato dal valore attuale dei flussi di cassa generati.

A questo punto si procede con la stima del valore delle sinergie: in primo luogo, si valutano le aziende coinvolte in modo indipendente, scontando i flussi di cassa attesi per ciascuna azienda al proprio costo medio ponderato del capitale, successivamente si stima il valore dell'impresa combinata, senza le sinergie, sommando i valori ottenuti in precedenza per ciascuna impresa e in fine vengono inseriti nel valore dell'impresa fusa gli effetti della sinergia presenti nei flussi di cassa attesi e nei tassi di crescita. La differenza tra il valore dell'azienda combinata con la sinergia e il valore dell'azienda combinata senza fornirà il valore della sinergia. È importante a questo punto tenere il valore delle sinergie separato dal valore del controllo, che rappresenta l'altra motivazione delle acquisizioni. Il valore del controllo è il valore incrementale che il management acquirente pensa di poter creare tramite una gestione più efficiente dell'azienda Target. Il valore del controllo, a differenza di quello delle sinergie che dipende dalle due

imprese e dalla loro combinazione, risiede interamente nell'impresa target e non richiede un'analisi o una valutazione dell'Acquirente; questo valore dovrebbe essere stimato valutando la Target due volte, prima sulla base della gestione corrente e poi con i cambiamenti che si intendono apportare. Separando il valore del controllo da quello delle sinergie innanzitutto ci si assicura che non avvengano duplicazioni, ciò permette anche di formulare strategie d'offerta differenziate. L'impresa infatti può essere disposta a pagare la quasi totalità del valore del controllo, sostenendo che la Target avrebbe potuto ottenere gli stessi risultati indipendentemente dall'Acquirente, ma pagare solo una parte del valore di sinergia, poiché esso è condiviso e nasce dalla loro specifica combinazione.

Si deve quindi analizzare in quale modo le sinergie impattano sui flussi di cassa per poterli successivamente attualizzare. Tra le sinergie operative si trovano i risparmi che avvengono una tantum sui costi, essi aumenteranno il flusso di cassa nel periodo interessato e quindi il valore dell'azienda aumenterà del valore attuale dei risparmi; i risparmi di costo continuativi invece avranno un maggior impatto sul valore influenzando i margini operativi e il reddito nel lungo periodo. Le sinergie di costo, per loro natura, tendono ad essere limitate, infatti solo una quantità di costi può essere tagliata. Sono invece di più complicata valutazione le sinergie di crescita, esse possono manifestarsi in diversi modi, ad esempio: l'impresa combinata è in grado di generare rendimenti più elevati sui suoi investimenti rispetto a quelli delle aziende indipendenti aumentando così il tasso di crescita oppure la nuova impresa si può trovare in una posizione competitiva migliore, rispetto ai competitor, di quanto lo fossero le singole imprese, essa manterrà quindi rendimenti in eccesso e la crescita per un periodo di tempo più esteso. La Tabella 3.3 riassume gli effetti delle sinergia e del controllo nella valutazione di un'azienda target in un processo di acquisizione.

Linee guida per la valutazione	
Sinergie	<p>Valutare l'impresa combinata incorporando le sinergie.</p> <p>Questo può includere:</p> <ol style="list-style-type: none"> Un tasso di crescita dei ricavi più alto: <i>sinergia di crescita</i>. Margini più elevati: <i>economie di scala</i>. Tasse più basse, grazie ai benefici fiscali: <i>sinergia fiscale</i>. Costo del debito ridotto: <i>sinergia di finanziamento</i>. Aumento della leva finanziaria: <i>debt capacity</i>. <p>Sottrarre quindi il valore della Target (con il premio di controllo) e il valore dell'Acquirente (pre-acquisizione): questo sarà il valore della sinergia.</p>

Premio per il controllo	<p>Valutare l'azienda come se fosse gestita in maniera ottimale.</p> <p>La politica degli investimenti, dei finanziamenti e dei dividendi sarà modificata:</p> <ol style="list-style-type: none"> Politica di investimento: rendimenti più alti sui progetti e dismissione dei progetti inefficienti. Politica di finanziamento: passare a una migliore struttura di finanziamento e quindi a una struttura ottimale del capitale. Politica dei dividendi: restituzione del denaro non utilizzato.
Valutare l'azienda com'è al momento	<p>Valutare l'impresa così com'è, con gli input esistenti per gli investimenti, i finanziamenti e la sua politica dei dividendi</p>

Tabella 3.3: Valutare un'acquisizione. Fonte: traduzione, Damodaran A, *The Value of Synergy*, 2005, Figura 1 p.8.

Nella valutazione delle sinergie da parte degli analisti possono essere commessi diversi errori, spesso le aziende acquirenti si trovano a pagare agli azionisti della Target un premio per delle caratteristiche che non dipendono da loro. Ad esempio un'impresa acquirente potrebbe avere un costo del debito molto più basso di quello della Target, se gli analisti, nel momento in cui calcolano il costo del capitale di quest'ultima, utilizzano il costo del debito dell'Acquirente, sostenendo che l'acquisizione sarà finanziata con nuovo debito al costo inferiore, allora si otterrà un costo del capitale minore e quindi un valore più alto per l'impresa target. Quindi il pagamento di questo valore superiore risulterebbe un trasferimento di ricchezza dagli azionisti dell'azienda acquirente agli azionisti dell'azienda target, senza che essi abbiano giocato alcun ruolo. Generalmente le imprese acquirenti sono disposte a concedere sia il valore delle sinergie che quello del controllo agli azionisti della Target, sebbene un'equa condivisione delle sinergie dovrebbe lasciare agli azionisti acquirenti almeno una parte del loro valore incrementale. Il valore delle sinergie viene calcolato come l'attualizzazione dei flussi di cassa incrementali, è richiesto quindi l'utilizzo di un tasso di sconto, è bene ricordare che va utilizzato il costo del capitale dell'azienda combinata e non quello di una delle singole imprese e che esso deve tenere conto del rischio dell'operazione.

3.3.1 La valutazione delle core competence come fonte di sinergie

Chirjevskis e Joffe¹⁸ propongono un approccio per valutare se le core competence di un'impresa possono essere fonte di sinergie, essi definiscono le competenze di base come la capacità di creare di valore per un'organizzazione, di trasformare le risorse aziendali in vantaggio

18 Chirjevskis A., Joffe L., *How to Create Competence-based Synergy in M&A?*, The Icfai Journal of Mergers & Acquisitions, v. IV, pp.43-61, 2007.

competitivo, esse sono quindi fondamentali per la performance e la competitività di un'impresa. Il modello sviluppato dagli autori per la valutazione delle core competence in processi di M&A consiste in tre fasi: innanzitutto tutte le risorse, di entrambe le società, vengono analizzate tramite il framework VRIO¹⁹ e quindi si individuano le core competence. Successivamente viene definita la tipologia di acquisizione e disegnata la futura struttura organizzativa, associando tutte le competenze chiave alle fasi della catena del valore. La terza ed ultima fase consiste nell'analisi delle competenze di entrambe le aziende, Acquirente e Target, in termini di compatibilità, complementarità e trasferibilità attraverso il metodo ARCTIC. L'utilizzo del modello ARTIC (Advantage, Relatedness, Complexity, Time, Implementation plan, Culture compliance) è molto simile a quello dell'analisi VRIO, i primi tre elementi riguardano la potenziale efficacia della competenza nella nuova organizzazione, gli altri tre elementi invece si focalizzano sul processo di implementazione.

- *Advantage* (vantaggio): è il valore che l'uso della competenza chiave può portare all'impresa e la rarità di questo valore, la competenza deve essere ulteriormente sviluppata affinché venga promossa la complementarità e fornisca le sinergie attese. Se invece la competenza non soddisfa alcun bisogno importante nel nuovo mercato, allora non ci sono motivi che spiegano la creazione di sinergie tramite questa competenza.
- *Relatedness* (correlazione): la competenza per portare valore deve essere fortemente correlata con l'ambiente, sia con il mercato esterno che con i business interni all'azienda. Se la competenza è caratteristica dell'impresa e crea vantaggi interni ma non è collegata esternamente alla domanda di mercato e non comporta nuove proposte di valore per il cliente, allora non sarà trasferibile e non genererà sinergie.
- *Complexity* (complessità): ogni competenza ha un grado di complessità, che ostacola il suo trasferimento, sia nei confronti dei concorrenti che dei partner. Se una competenza è basata su una tecnologia speciale, un know-how troppo sofisticato o è altamente vulnerabile allora il suo utilizzo risulterà più difficile. Esse devono poter essere assorbite in un ragionevole arco di tempo per portare alla creazione di sinergie.

¹⁹ L'analisi VRIO fu ideata da Barney nel 1996 e stabilisce se le risorse generano un vantaggio competitivo sostenibile nel tempo e quindi essere considerate un punto di forza. Il nome VRIO è un acronimo costituito dalle prime lettere degli elementi che vanno analizzati in ciascuna risorsa:

- (V) Valore: la risorsa deve essere preziosa in termini di neutralizzazione delle minacce e sfruttamento delle opportunità dell'ambiente.
- (R) Rarità: la risorsa raramente è presente tra i concorrenti, esistenti e potenziali.
- (I) Inimitabilità: la risorsa è molto costosa o addirittura impossibile da imitare.
- (O) Organizzazione: la risorsa è utilizzata dall'azienda oppure l'azienda è organizzata in modo tale da permetterne un uso efficiente.

- *Time* (tempo): la scala temporale è un fattore estremamente importante nelle acquisizioni, se una competenza preziosa richiede delle tempistiche troppo lunghe per essere trasferita allora rischia di diventare inutile.
- *Implementation plan* (piano d'implementazione): affinché la competenza generi delle sinergie all'interno della nuova organizzazione è necessario che il management sviluppi un piano d'implementazione dettagliato e in cui tutti credono.
- *Culture compliance* (Conformità culturale): le culture sono di primaria importanza nelle acquisizioni, questo fattore analizza in che modo le core competence si adattano alla cultura dell'altra azienda.

Nel modello ARCTIC vengono utilizzati sei fattori di successo ma ciò non significa che nel caso in cui manchi qualcuno di questi fattori l'acquisizione porti definitivamente al fallimento. Gli autori sottolineano che, in una situazione in cui manchino più fattori, la probabilità di un trasferimento di core competence di successo sarebbe notevolmente ridotta. Questa metodologia non è in ogni caso progettata per prevedere se l'operazione avrà successo o fallirà, poiché alcune acquisizioni portano valore con mezzi assolutamente diversi da quelli qui descritti. Ci sono diverse limitazioni all'utilizzo del modello, innanzitutto, come molti modelli di valutazione strategica, è soggettivo, infatti non è basato su cifre esatte, in secondo luogo, non analizza tutti i fattori che influenzano il trasferimento delle competenze di base ma gli autori hanno cercato di raggruppare i criteri fondamentali in categorie più ampie infine questo modello studia le competenze al momento dell'operazione e valuta il loro potenziale secondo il punto di vista dell'analista in quell'istante.

3.3.2 Le acquisizioni e le sinergie come opzioni reali

Le opzioni danno la facoltà di effettuare un'operazione predefinita a condizioni prestabilite, un'opzione verrà quindi esercitata solo se, prima della sua scadenza, il valore dei flussi di cassa che possono scaturire da questa sono maggiori del prezzo di esercizio. Le opzioni vengono dette reali quando permettono ad un'impresa di investire in una determinata operazione entro una certa data, futura, a condizioni prestabilite, ovvero a un prezzo prefissato. Le scelte aziendali sono quindi assimilabili a opzioni, l'impresa si troverà a scegliere se sfruttare o meno le opportunità utilizzando le proprie conoscenze e competenze. La decisione di intraprendere un processo di acquisizione può essere vista come un'opzione, che, se esercitata, permette l'accesso a ulteriori opzioni: le sinergie, infatti per essere realizzate necessitano di un intervento successivo all'acquisizione, è proprio tale intervento ad essere classificato come l'esercizio di un'opzione. È quindi fondamentale analizzare se l'operazione consenta l'accesso a nuove

opzioni reali, poiché in un mondo in cui i mercati sono globalizzati e le tecnologie in rapida evoluzione le imprese devono mantenere una costante attenzione alle potenzialità di sviluppo e saperle sfruttare opportunamente. Le opzioni incorporate nei processi di M&A possono essere di varia natura, ad esempio il diritto di accelerare la crescita combinando più business insieme, di terminare progetti o di chiudere alcune divisioni. Quindi creare semplicemente una proiezione dei futuri flussi di cassa senza considerare le diverse opzioni che possono essere esercitate successivamente all'acquisizione fornisce una visione limitata e non viene catturato il reale impatto delle potenziali sinergie. Il modello originale di Black-Scholes²⁰ per la determinazione dei prezzi delle opzioni può essere utilizzato per valutare le opzioni reali. Per un'opzione call:

$$C = S \cdot N(d_1) - E e^{-rt} \cdot N(d_2)$$

dove:

C: il valore della call.

S: il prezzo corrente dell'attività rischiosa sottostante.

E: prezzo di esercizio dell'opzione (strike price).

r: tasso d'interesse risk-free.

t: tempo residuo alla scadenza (expiration date).

N(d₁), *N(d₂)*: funzione di ripartizione normale standardizzata.

σ: volatilità del prezzo dell'azione.

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \frac{\sigma \cdot \sqrt{t}}{2}}{\sigma \cdot \sqrt{t}} \quad e \quad d_2 = d_1 - \sigma \cdot \sqrt{t}$$

²⁰Berk J., DeMarzo P., *Corporate finance*, 2014, cap.22.

Gaughan P., *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 2015, cap.15.

Zanetti L., *La valutazione delle acquisizioni. Sinergie, rischio e prezzi*, 2000, cap. 5.

Questa formula dovrà essere trasposta in ambito reale, modificando i parametri nel seguente modo (Tabella 3.4):

OPZIONI FINANZIARIE		OPZIONI REALI	
Prezzo dell'azione sottostante	S	Valore attuale dei flussi di cassa futuri	
Prezzo d'esercizio	E	Investimento iniziale da sostenere per la realizzazione del progetto	
Data di scadenza dell'opzione	T	Periodo entro il quale il progetto è realizzabile	
Volatilità dell'azione	σ	Volatilità dei flussi di cassa	
Tasso d'interesse risk-free	r	Tasso d'interesse risk-free	

Tabella 3.4: Collegamento tra la valutazione delle opzioni finanziarie e quelle reali.

Quindi il valore delle opzioni reali sarà correlato negativamente con l'entità dell'investimento necessario per il progetto e positivamente con il valore attuale dei flussi di cassa, il tasso d'interesse risk-free e la variabilità del progetto. La correlazione con il rischio è opposta a quella normalmente presente nelle valutazioni tradizionali del valore, proprio perché le opzioni fanno riferimento alla flessibilità, all'aumentare dell'incertezza e della rischiosità il valore di poter scegliere se investire o meno aumenta.

4 Metodologie di valutazione e pagamento

Valutare un'azienda significa stimare, in un preciso momento, il valore dei diritti che spettano ai titolari del capitale azionario, ovvero il capitale economico, è quindi necessaria una specifica attività di stima per calcolare questo valore poiché i dati del bilancio aziendale non sono sempre sufficienti. Il processo di valutazione non prevede un'applicazione meccanica e oggettiva di regole e formule ma necessita dello studio approfondito dell'ambiente macroeconomico dell'impresa e delle caratteristiche dei settori in cui opera. È importante che il valore ottenuto dalla valutazione non sia influenzato dalle caratteristiche delle parti coinvolte in un'eventuale negoziazione. Riguardo il tema del valore si distinguono due visioni: quella di valore di mercato e quella di valore *stand alone*. Il primo è un'espressione della quotazione in Borsa, oppure di transazioni recenti quando l'impresa è privata, questa variabile è in parte slegata dal controllo del management ed è influenzata dalla struttura e dall'andamento dei mercati finanziari, questa concezione è più legata al mercato statunitense, dove le imprese quotate sono molto numerose e i mercati hanno un'efficienza più elevata. Il valore *stand alone* invece viene definito come “quel valore che potrebbe essere attribuito a un'impresa nelle sue attuali condizioni di gestione, senza cioè considerare gli effetti degli interventi dei potenziali acquirenti né la valutazione di eventuali benefici privati”¹, esso deve rispettare specifici criteri: essere slegato da fenomeni occasionali che condizionano l'andamento della domanda e dell'offerta, derivare da una stima chiara, razionale, obiettiva e condivisibile. È difficile trovare una metodologia che rispetti tutte le caratteristiche sopracitate, infatti ne vengono spesso utilizzate diverse per poi unire e comparare i risultati. Ottenere valori diversi è perfettamente normale, poiché a seconda del diverso utilizzo di beni e risorse dell'impresa saranno generate valutazioni differenti. I metodi vengono tipicamente suddivisi in due tipologie fondamentali: metodi diretti e metodi indiretti. I primi si basano sui valori espressi dal mercato azionario in considerazione dei prezzi negoziati nei mercati per titoli di imprese comparabili, questi metodi non risolvono del tutto il problema della soggettività, infatti anche la scelta del campione di imprese da comparare comporta un giudizio soggettivo. Essi individuano il prezzo negoziabile di un'impresa e infatti vengono prevalentemente utilizzati per la valutazione delle acquisizioni. I secondi invece hanno l'obiettivo di valutare l'impresa in funzione dei flussi di cassa attesi o della consistenza patrimoniale del capitale d'impresa, vengono quindi utilizzate formule obiettive che rendono

¹ Zanetti L., *La valutazione delle acquisizioni. Sinergie, rischio e prezzi*, Milano, Egea, 2000, p.75.

questi metodi particolarmente affidabili, a patto che le stime dei flussi e del grado di rischio siano però estremamente accurate. Queste metodologie dovrebbero, in via teorica, soddisfare alcuni requisiti: la razionalità, ovvero la corrispondenza con uno schema teorico concettualmente valido; l'oggettività, i dati su cui si basano devono essere certi e non dipendere da chi ha effettuato la stima; la generalità, ovvero la valutazione deve essere slegata da coloro che sono interessati a determinare il valore dell'impresa e quindi distinguersi dal prezzo di un'eventuale acquisizione, poiché quest'ultimo dipende dal potere contrattuale delle parti e dall'aspettativa di ottenere sinergie. Le varie metodologie di stima possono essere quindi ricondotte a quattro approcci fondamentali, in base alla tipologia di legame che c'è tra il valore dell'impresa e la variabile determinante (Figura 4.1).

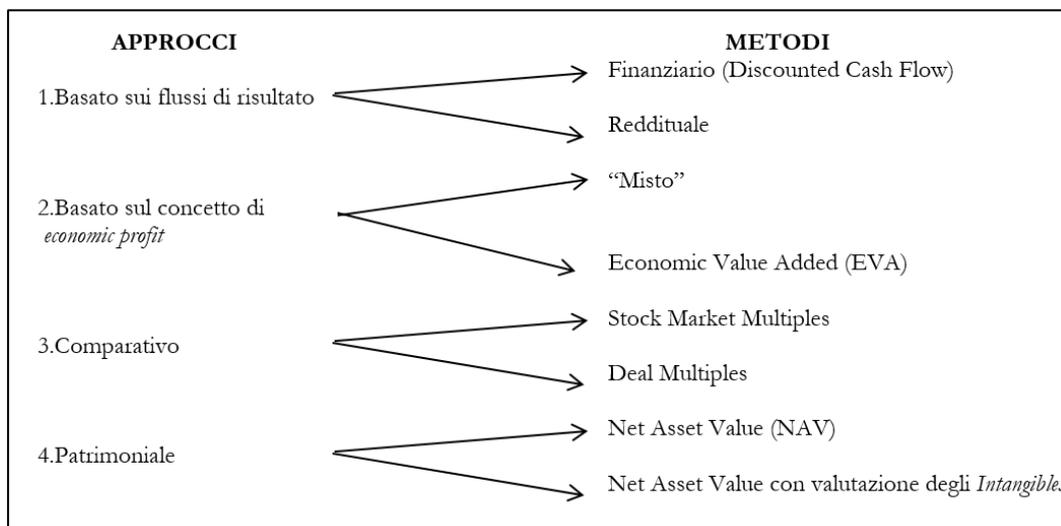


Figura 4.1: Panoramica dei principali approcci di valutazione. Fonte: Massari M., Zanetti L., *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, 2008, fig.1.2, p.5.

Verranno quindi analizzati più nel dettaglio il metodo finanziario basato sul flusso di cassa, ovvero il Discounted Cash Flow, e i metodi comparativi dei multipli, essi sono i più utilizzati nell'ambito finanziario. Inoltre tutti i metodi di valutazione si possono ricondurre alla valutazione di flussi di cassa, altrimenti non sarebbero formalmente corretti.

Il processo di valutazione si suddivide in due parti differenti: l'analisi del mercato di riferimento, e quindi del modello di business utilizzato, e successivamente l'individuazione di parametri quantitativi utili per la valutazione. Vengono quindi individuate le caratteristiche dei prodotti e dei servizi forniti, le modalità di commercializzazione e i processi produttivi, così da poter comprendere la struttura di costi e ricavi dell'impresa. In seguito viene svolto anche uno studio dell'ambiente esterno per definire la posizione nel mercato nei confronti dei competitor e quindi quali siano le aspettative di crescita e redditività, e infine viene individuato il profilo

di rischio. Per svolgere queste analisi viene frequentemente utilizzato il modello delle cinque forze competitive di Michael Porter², esse sono costituite da tre forze di competizione orizzontale e da due forze di competizione verticale, come in Figura 4.2.

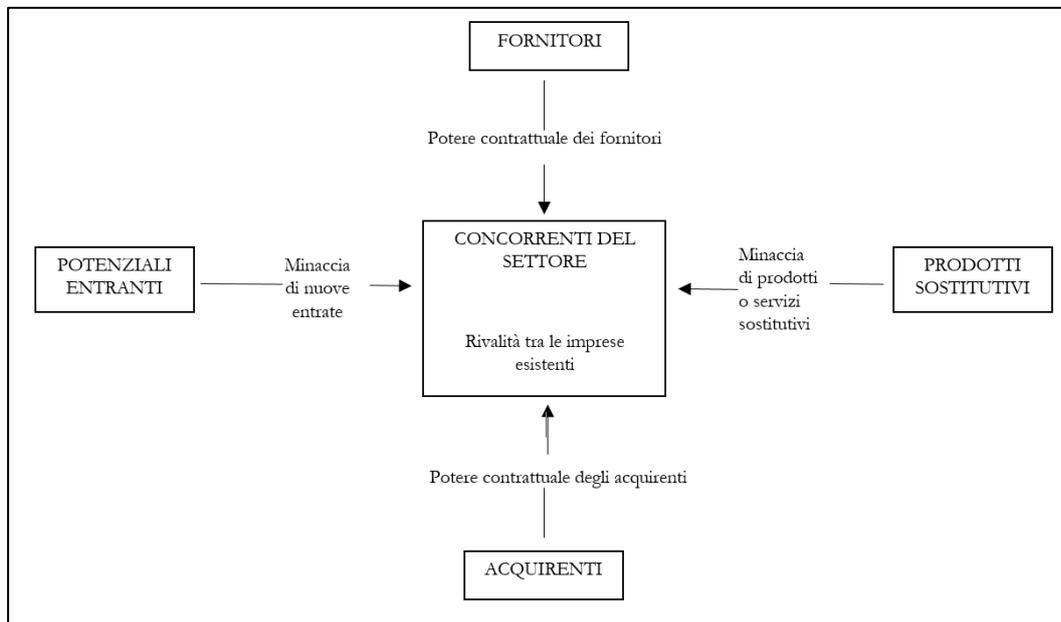


Figura 4.2: Lo schema delle cinque forze competitive di Porter. Grant R.M., *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, 2016, p.91.

4.1 Il metodo finanziario Discounted Cash Flow (DCF)

Questo approccio per la valutazione di un'impresa si basa sull'attualizzazione di tutti i flussi di cassa che l'impresa genererà nel futuro. Secondo i principi base della finanza aziendale il valore di un business, e quindi di un'impresa, si basa su tre fattori: la capacità di generare flussi di cassa, la distribuzione nel tempo di questi flussi e l'incertezza associata alla loro manifestazione; quindi il valore atteso dei flussi viene quindi corretto in funzione del rischio e del tempo. In seguito all'analisi del modello di business e delle potenzialità di un'iniziativa si deve procedere alla riclassificazione dei dati di bilancio, ricostruendo così i risultati economici dell'impresa e individuando anche le attività e le passività non finanziarie collegate alle gestione. Quando le imprese operano in diverse aree caratterizzate da condizioni di incertezza e prospettive di crescita molto differenti, allora è bene valutare separatamente le business unit e successivamente accorpate i risultati. A seguito della riclassificazione si rappresentano tutte le entrate e le uscite monetarie che determineranno la dinamica finanziaria di un dato periodo,

² Grant R.M., *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, 2016, p.90-91.

solitamente l'anno e si individuano quindi i flussi di cassa. I flussi più rilevanti per il processo di valutazione sono il flusso di cassa generato dalla gestione operativa (*FCFO, Free Cash Flow from Operations*)³, Figura 4.3 e i flussi netti disponibili per gli azionisti (*FCFE, Free Cash Flow to Equity*), Figura 4.4, il primo flusso verrà utilizzato in una prospettiva di valutazione asset side, invece il secondo in una prospettiva equity side. Nel caso di un'impresa non indebitata, i due flussi coincideranno e quindi gli approcci saranno equivalenti, Figura 4.5.

Determinazione di FCFO

- + Margine operativo lordo (EBITDA)
- ± Variazione del capitale circolante commerciale (CCC)
- ± Variazione fondo TFR
- ± Disinvestimenti/Investimenti operativi
- Imposte specifiche sul risultato operativo
- = **FCFO (Flusso monetario della gestione operativa al netto delle imposte)**

Figura 4.3: Determinazione FCFO. Fonte: Massari M., Zanetti L., Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario, 2008, Tab. 2.6 p.59.

Determinazione di FCFE

- + Margine operativo lordo (EBITDA)
- ± Variazione del capitale circolante commerciale (CCC)
- ± Variazione fondo TFR
- ± Disinvestimenti/Investimenti operativi
- = **Flusso monetario operativo al lordo delle imposte**
- Interessi passivi netti
- Imposte specifiche sul reddito d'esercizio
- ± Variazione del Fondo imposte
- ± Variazione "programmata" dell'indebitamento finanziario netto
- = **FCFE (Flusso monetario netto per gli azionisti)**

Figura 4.4: Determinazione FCFE. Fonte: Massari M., Zanetti L., Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario, 2008, Tab. 2.7 p.59.

³ È bene ricordare che per il calcolo del FCFO le imposte misurano l'onere fiscale sul risultato operativo e quindi sono in assenza di oneri fiscali deducibili.

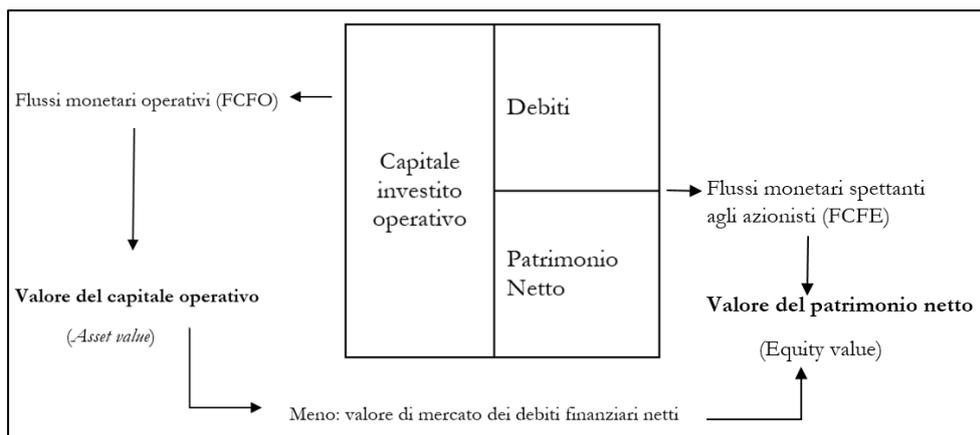


Figura 4.5: Legame tra valutazioni asset side valutazioni e equity side. Fonte: Zanetti L., La valutazione delle acquisizioni. Sinergie, rischio e prezzi, Milano, Egea, 2000, Tavola 3.1 p.90.

Quando si utilizza il DCF per valutare un'impresa si divide il processo in due parti: la prima riguarda la valutazione dei flussi di cassa previsti per un esplicito periodo, il cosiddetto orizzonte di pianificazione aziendale, solitamente di cinque-dieci anni, in cui il management possiede un discreto livello di accuratezza per formulare una previsione. La seconda parte invece prevede la valutazione del *terminal value*, a seconda delle caratteristiche dell'impresa esso può essere considerato il valore aziendale in condizioni di equilibrio oppure il valore di liquidazione, questo quando l'impresa opera in regime di concessine con bassa probabilità di rinnovo. Il valore dell'impresa può quindi essere calcolato come:

$V = \text{valore derivato da un periodo di previsione specifica}$
 $+ \text{valore dei rimanenti flussi di cassa}$

$$V = \frac{FCF_1}{(1+r)} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCF_5}{(1+r)^5} + \frac{\frac{FCF_6}{(r-g)}}{(1+r)^5}$$

dove:

V : valore dell'impresa.

FCF_i : flussi di cassa nell' i -esimo periodo.

r : tasso di attualizzazione.

g : tasso di crescita.

In questo caso dopo il quinto anno i flussi di cassa futuri sono calcolati come una rendita perpetua crescente a un tasso costante g , solitamente il flusso di cassa al sesto anno viene ottenuto moltiplicando FCF_5 per $(1+g)$. Quando si misura il *terminal value* come una rendita crescente di durata illimitata, il valore dell'impresa risulterà notevolmente sensibile al tasso di

crescita prescelto⁴, quindi è bene che esso venga scelto con molta attenzione per evitare pagamenti eccessivi. Un altro modo per arrivare al *terminal value* è quello di applicare un multiplo di uscita (*exit multiple*), ci si deve però assicurare che sia il multiplo che ci si aspetta di applicare durante il periodo di uscita e non il multiplo della fase iniziale, infatti quest'ultimo potrebbe essere influenzato dalle aspettative di crescita. La proiezione dei flussi dell'impresa è spesso ricavata dai bilanci previsionali che sono costruiti sulla base delle cosiddette *assumption* di valutazione, la loro correttezza e coerenza è molto importante per determinare la trasparenza di una valutazione. Esistono tre categorie di *assumption*: quelle riguardanti il contesto economico generale, come il tasso di crescita del PIL, i tassi di cambio, di interesse e di inflazione oppure il cambiamento dei consumi; poi ci sono quelle relative al settore dell'azienda, come il tasso di sviluppo del mercato, le iniziative dei concorrenti e le decisioni normative; infine quelle di carattere più specifico, come il tasso di crescita degli investimenti, il rapporto di indebitamento, l'andamento del capitale circolante commerciale oppure ancora le sinergie e le economie ottenute a seguito di un'acquisizione. Sorge un problema quando le *assumption* più specifiche sono poco coerenti con quelle riguardanti l'economia in generale poiché le proiezioni assumeranno un'impronta soggettiva.

Un passo successivo consiste nella scelta del tasso di attualizzazione per calcolare il valore attuale dei flussi di cassa, essa richiederà la valutazione della rischiosità della Target e della volatilità dei suoi cash flow, infatti come per le altre forme di investimento di capitale, un'acquisizione risulta un'azione rischiosa. È importante concentrarsi sui flussi di cassa dell'impresa target in quanto riflettono il valore dell'investimento che sta per essere intrapreso dall'acquirente, l'attualizzazione, e quindi il tasso di sconto, permette infatti di includere i giudizi sul rischio di un'acquisizione all'interno del processo di acquisizione. Più rischioso è l'investimento allora più alto sarà il tasso di sconto da utilizzare e quindi più basso sarà il valore attuale delle proiezioni dei flussi di cassa.

Quando si opera nella prospettiva *equity side* viene utilizzato come tasso di sconto il costo del capitale per l'impresa target, indicato come K_e , esso esprime i rendimenti-opportunità di

⁴ Assumendo ad esempio un FCF alla fine dell'ultimo periodo di previsione specifica pari a 10 milioni di EUR, utilizzando un tasso di attualizzazione del 10% e una crescita del 5% si avrà un *terminal value*:

$$TV = €10.000.000 \cdot (1,05)/(0,10 - 0,05) = €210.000.000$$

Se invece viene scelta una crescita del 6%:

$$TV = €10.000.000 \cdot (1,06)/(0,10 - 0,06) = €265.000.000$$

Quindi l'aumento della crescita di un punto percentuale porta a un aumento del *terminal value* del 26%, questo valore è ancora da riportare al tempo 0.

investimenti alternativi in capitale azionario di altre imprese. Viene stimato mediante l'utilizzo del *Capital Asset Pricing Model*:

$$K_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

dove:

K_e : è il costo del capitale proprio.

r_f : tasso risk free.

$(r_m - r_f)$: il premio per il rischio del mercato, dove r_m è il tasso di rendimento del mercato azionario.

β^5 : coefficiente dell'impresa, misura il rischio sistematico.

Quando si calcola il valore di un'impresa da acquisire che ha già un costo del capitale proprio, si dovrà utilizzare per la valutazione un costo del capitale diverso da quello passato e da quello che caratterizza attualmente l'impresa, si dovrà utilizzare invece un costo del capitale prospettico che tenga conto del grado di rischio dell'azienda combinata. L'Acquirente può anche decidere di utilizzare il proprio costo del capitale, ma se i flussi di cassa della Target hanno una volatilità o un rischio maggiore, allora questo tasso potrebbe non catturare tutta la rischiosità e non attribuire ai flussi attualizzati un valore esatto; il problema diventa pressoché irrilevante se le due società operano invece nello stesso settore e hanno un profilo di rischio molto simile.

Invece per una valutazione *asset side* viene utilizzato il costo medio ponderato del capitale di debito e di rischio, il *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), esso riflette infatti i rendimenti-opportunità di tutti i finanziatori dell'azienda. Esso viene così calcolato:

$$WACC = K_e \cdot \frac{E}{D + E} + K_d \cdot \frac{D}{D + E} \cdot (1 - t)$$

⁵ “Il modello della Capital asset pricing theory viene sviluppato a partire dalla nozione di rischio sistematico o non diversificabile. Secondo tal teoria, il rischio sistematico rappresenta la sensibilità dei titoli rispetto alla dinamica del mercato e può essere misurato dalla: $\beta_{imp} = \frac{Cov(r_m, r_{imp})}{Var(r_m)}$ ”

In questo caso, il premio per il rischio dell'impresa può essere determinato attraverso la: $s = \beta_{imp}(r_m - r)$.

Dove: r è il tasso risk free, r_m è il rendimento atteso del mercato e β_{imp} misura del rischio sistematico della specifica impresa, rappresentato dalla volatilità (storica) dei suoi rendimenti rispetto ai rendimenti del mercato.

In altre parole, il valore di β_{imp} rappresenta un moltiplicatore necessario per poter esprimere il rischio caratteristico della singola impresa in un premio per il rischio (tasso di interesse) che possa consentire di definire il rendimento richiesto dal mercato per l'impresa a fronte di un rendimento risk free (r) e di un rendimento del portafoglio di mercato (r_m). Zanetti L., *La valutazione delle acquisizioni. Sinergie, rischio e prezzi*, 2000, p.82.

dove:

K_e : è il costo del capitale proprio, calcolato sopra.

E : patrimonio netto (Equity).

D : debiti finanziari.

K_d : costo del debito (al lordo dell'effetto fiscale).

t : aliquota d'imposta.

$K_d(1-t)$: costo del debito al netto dello scudo fiscale.

L'approccio *asset side* viene applicato maggiormente nella valutazione di partecipazioni azionarie di maggioranza, poiché definisce il valore dell'impresa considerandola complessivamente, mentre l'approccio *equity side* si utilizza principalmente per le partecipazioni minoritarie e si concentra sul flusso netto per gli azionisti.

4.2 I metodi comparativi

I metodi comparativi consentono di determinare il valore di un'impresa sulla base dei prezzi negoziati per quote di capitale di imprese comparabili, lo scopo è quello di trovare multipli basati sugli effettivi prezzi dei titoli delle società confrontabili, per poter individuare una relazione tra il prezzo di mercato del capitale e le variabili economiche aziendali. Il prezzo probabile di negoziazione verrà ottenuto moltiplicando i multipli trovati per le rispettive variabili economiche. Questi metodi si fondano su due ipotesi: il valore dell'impresa è direttamente proporzionale alle variazioni del parametro di performance scelto e c'è corrispondenza tra i tassi di crescita e il grado di rischio delle due imprese; quando queste due ipotesi sono verificate allora il valore trovato con i metodi dei multipli risulta più oggettivo rispetto a quello trovato con il DCF. Il problema, però, è proprio l'identificazione delle aziende paragonabili a quella oggetto di valutazione, infatti anche imprese che appartengono allo stesso settore possono essere diverse per dimensione, grado di integrazione verticale, tipologia di mercati serviti. Se, per esempio, l'azienda da valutare è un'impresa in difficoltà, allora potrebbe non valere lo stesso multiplo di altre imprese sane dello stesso settore, queste difficoltà saranno già evidenziate da una base di guadagni più bassa, ma anche i multipli dovranno essere inferiori poiché potrebbe manifestarsi una minore crescita dei ricavi futuri, infatti i multipli sono delle misure previsionali.

I multipli che derivano dal mercato di Borsa, *stock market multiples*, esprimono una misurazione attendibile dei valori *stand alone*, invece quelli derivanti dal mercato di controllo,

deal multiples, forniscono indicazioni sui probabili prezzi di mercato. Quando è necessario valutare i prezzi di mercato gli analisti spesso rettificano il valore ottenuto con i multipli di Borsa tramite coefficienti che esprimono il premio di acquisizione, infatti il prezzo negoziato per un'acquisizione solitamente risulta superiore al prezzo espresso dal mercato poiché comprende una quota dei benefici attesi dall'acquirente, vedi Figura 4.6.

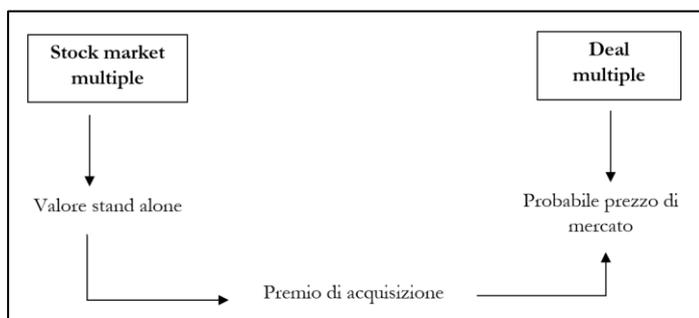


Figura 4.6: Stock market e deal multiple. Massari M., Zanetti L., Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario, 2008, Fig.9.1 p.236.

I multipli possono poi essere divisi in economico-finanziari e di business, i primi individuano relazioni tra il prezzo del capitale e quantità economiche rilevanti, come l'utile netto, il cash flow, l'EBITDA; i secondi invece rapportano il prezzo di mercato con specifici elementi caratteristici del modello di business del settore. Nella valutazione delle imprese, non finanziarie, vengono utilizzati principalmente i multipli elencati nella Tabella 4.1. Si possono distinguere quelli basati sull'intero valore dell'impresa (EV, Enterprise Value), esso è ricavato sommando la capitalizzazione di Borsa (Equity) e l'indebitamento netto; poi ci sono quelli che riguardano solo il valore di capitale del mercato (P).

Multipli basati sul valore dell'impresa	Multipli basati sul valore dell'Equity
<p>EV/EBIT</p> $\frac{\text{Enterprise value}}{\text{Risultato operativo}} \\ (\text{Earning before interest and taxes})$	<p>P/E</p> $\frac{\text{Capitalizzazione di borsa}}{\text{Utile netto}} \\ (\text{Earning})$
<p>EV/EBITDA</p> $\frac{\text{Enterprise value}}{\text{Margine operativo lordo}} \\ (\text{Earning before interest, taxes depreciation and amortization})$	<p>P/CE</p> $\frac{\text{Capitalizzazione di borsa}}{\text{Utile netto} + \text{ammortamenti} + \text{accantonamenti}}$
<p>EV/Sales</p> $\frac{\text{Enterprise value}}{\text{Ricavi delle vendite}}$	<p>P/BV</p> $\frac{\text{Capitalizzazione di borsa}}{\text{Patrimonio netto}} \\ (\text{Book Value})$

Tabella 4.1: Principali multipli. Fonte: (rielaborazione) Massari M., Zanetti L., Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario, 2008, Tab. 9.2 p 238.

I multipli ottenuti dal rapporto di EV, o P, sul patrimonio netto (BV) e sulle vendite sono definiti multipli indiretti, poiché queste quantità non indicano la capacità di creare valore di un'impresa. Quindi quando ci sono rilevanti differenze tra la redditività delle imprese comparabili e quella dell'impresa oggetto di valutazione è più opportuno utilizzare i multipli diretti, che hanno al denominatore una quantità rappresentante il risultato economico dell'azienda, oppure rettificare i valori dei multipli indiretti in funzione delle diverse redditività. Nel caso invece le differenze tra le imprese riguardino il tasso di crescita, nemmeno i multipli diretti risulteranno significativi.

Il metodo dei multipli di Borsa

Il metodo dei multipli di Borsa arriva a determinare il valore del capitale di un'impresa basandosi sui prezzi negoziati nei mercati organizzati per quote di capitale di imprese paragonabili, il suo scopo è quindi quello di creare un rapporto tra gli effettivi prezzi di quotazione dei titoli delle società comparabili con le variabili economiche. Questo metodo ha diversi vantaggi: è di facile applicazione, sono presenti numerosi dati finanziari per le imprese quotate, i prezzi di mercato sono altamente rappresentativi poiché contengono il risultato di negoziazioni svolte da un elevato numero di operatori. Esso presenta tuttavia delle difficoltà: spesso i prezzi di mercato sono caratterizzati da elevata variabilità temporale, è quindi difficile scegliere una singola quotazione o una media come indicativa del valore dell'impresa; per uno specifico titolo possono esserci volumi di domanda e di offerta non sufficienti a esprimere un valore consolidato; alcuni mercati, come quello italiano, non sono rappresentati da un numero di titoli e operatori abbastanza elevato da poter attribuire alla dinamica dei prezzi un significato economico. L'applicazione di questo metodo è composta dalle seguenti fasi: individuazione del gruppo di società confrontabili, applicando le dovute verifiche per accertare la significatività e la comparabilità delle imprese; identificazione dei multipli da calcolare e del periodo di riferimento da considerare; calcolo dei multipli per le imprese selezionate, intervenendo con opportune rettifiche per evitare incompatibilità dovute a oneri e proventi straordinari; calcolo dei multipli medi, i cosiddetti multipli di settore, e infine la valutazione finale.

Il metodo dei multipli delle transazioni comparabili

Il metodo dei multipli delle transazioni comparabili si fonda sugli stessi principi del metodo analizzato nel paragrafo precedente, ma si differenzia per la natura dei prezzi utilizzati per la costruzione dei multipli, infatti i prezzi sono rilevati nell'ambito di negoziazioni private per quote di controllo del capitale azionario di imprese comparabili. Una delle difficoltà di applicazione di questo metodo è la modesta pubblicità del mercato del controllo, infatti reperire le informazioni sui prezzi e sui bilanci di imprese non quotate risulta più difficile e dispendioso.

Inoltre il numero di transazioni della tipologia analizzata è abbastanza esiguo, quindi spesso è necessario ampliare l'arco temporale di ricerca, rischiando così di includere valori influenzati dalle diverse condizioni economiche. Questo fattore di distorsione può essere però corretto tramite l'utilizzo di un coefficiente correttivo che esprima il cambiamento del regime dei prezzi avvenuto nelle negoziazioni di imprese quotate in Borsa. Il valore calcolato tramite il metodo del *deal multiple* dipende anche dal contesto in cui è avvenuta una determinata negoziazione, il prezzo infatti dipende da: fattori di mercato come la competizione presente tra i differenti offerenti e i valori d'acquisizione da essi stimati; fattori relativi alla transazione come la percentuale di capitale acquisita, le caratteristiche dell'acquirente, le modalità di pagamento.

4.3 I metodi di pagamento

Nei processi di fusione e di acquisizione le modalità e gli strumenti impiegati per il pagamento della transazione sono elementi decisivi per determinare il successo della trattativa e dell'impresa dopo la conclusione dell'operazione. È possibile strutturare la transazione in modo che sia vantaggiosa sia per l'Acquirente che per il Venditore, infatti l'aumento di valore ottenuto da un'operazione amichevole e negoziata è il principale motivo per cui esse sono preferibili ai *takeover* ostili. La possibilità di effettuare i pagamenti in diverse forme crea una notevole flessibilità e permette a entrambe le parti di raggiungere accordi finanziari favorevoli. Questa flessibilità offre un importante contributo nelle trattative in cui ci si trova davanti a un'ampia disparità tra il prezzo offerto e quello richiesto, in questi casi il pagamento può essere composto da un prezzo di acquisizione in parte fisso e in parte legato alla futura redditività dell'impresa acquisita. Questo sistema di pagamento prende il nome di *earn-out*, esso offre la possibilità all'impresa che vende di dimostrare concretamente il proprio valore e riduce, allo stesso tempo, il rischio di ottenere risultati inferiori alle aspettative per l'Acquirente, giustificando quindi il sovrapprezzo pagato. L'Acquirente nel momento in cui decide il corrispettivo dell'offerta deve considerare il contesto finanziario e di mercato in cui opera, come il livello dei tassi d'interesse e gli andamenti della Borsa; gli aspetti di tipo fiscale come il regime di tassazione e la deducibilità e infine le questioni legate all'approvazione dell'operazione da parte degli azionisti. Le forme di pagamento più utilizzate sono il pagamento in contanti e lo scambio di azioni. L'emissione di titoli da offrire agli azionisti della Target è piuttosto frequente, in numerose operazioni però i titoli emessi a seguito di un'acquisizione vengono liquidati sul mercato a un prezzo decisamente inferiore a quello stabilito all'emissione.

4.3.1 Pagamento in contanti (cash offer)

L'acquisto in contanti di un'altra azienda può essere valutato come una decisione di capital budgeting⁶, invece di acquistare un nuovo impianto o un nuovo macchinario, l'impresa acquirente può decidere di acquisire direttamente un'azienda già avviata. Tale forma di pagamento è la più trasparente, poiché il valore è determinato immediatamente e la transazione viene portata a termine in tempi più brevi, infatti negli altri casi è richiesta la registrazione presso le commissioni per lo scambio dei titoli (ad esempio la SEC negli Stati Uniti e l'ESMA in Europa). Il pagamento in contanti è ampiamente diffuso per via dell'elevata flessibilità fiscale per l'Acquirente, infatti a seguito dell'acquisizione l'Acquirente può ritrovarsi con un carico fiscale ridotto e quindi un maggior flusso di cassa. Il beneficio fiscale è determinato principalmente dalla rivalutazione delle attività, ciò porta ad aumentare gli ammortamenti e quindi a ridurre gli utili tassabili. Si nota che gli effetti di valutazione per le società target sono maggiori quando le offerte avvengono in contanti, i premi sono più elevati e ciò è attribuito agli effetti fiscali, sono infatti gli azionisti a richiederli per fronteggiare i costi delle acquisizioni. Invece per gli acquirenti i ritorni a seguito di una cash offer sono sostanzialmente nulli, sia per l'acquisizione di imprese quotate che pubbliche.

4.3.2 Scambio di azioni

L'emissione di azioni ordinarie come forma di pagamento di un'acquisizione può apparire semplice e lineare, ma essa prevede la considerazione di elementi come la determinazione del valore della società acquirente, sia dal punto di vista dell'Acquirente che del Venditore, le performance di mercato e finanziarie future e le conseguenze fiscali sul lungo periodo. Un vantaggio del pagamento in azioni è quello di evitare all'acquirente l'uscita di un'ingente somma di denaro oppure un pesante indebitamento, ciò può essere sostituito dall'emissione di titoli che il ricevente potrà facilmente liquidare, inoltre i venditori decidono di ricorrere a questo sistema principalmente quando si accorgono che le loro azioni sono sopravvalutate sul mercato. Questa tipologia di pagamento viene prediletta quando il venditore vuole rimanere azionista

⁶ “Il *capital budgeting*, che indicava originariamente il processo di formazione di un preventivo di raccolta e di gestione dei fondi per il finanziamento degli investimenti, con lo sviluppo della scienza del management è diventato parte del processo di pianificazione e controllo fino a costituirne il sottoinsieme relativo alla spesa in conto capitale. La programmazione elabora progetti pluriennali, il budget è il bilancio di previsione, l'elenco di spese e di entrate che sviluppa analiticamente i progetti nei dettagli contabili e finanziari su base annuale. Il piano di spesa degli investimenti è chiamato *budget* degli investimenti (*capital budget*) e, nelle amministrazioni pubbliche italiane, “bilancio di previsione delle spese in conto capitale”. Punto centrale del *capital budgeting* è il costo del capitale, che è determinato dal tipo di finanziamento disponibile e che, a sua volta, determina quali progetti siano da accettare e quali da respingere”. *Enciclopedia online di Banca, Borsa e Finanza* (www.bankpedia.org).

della società, infatti così viene costituita un'impresa non caratterizzata da elevato indebitamento e problemi di liquidità. Inoltre lo scambio di azioni non è soggetto a imposizione fiscale, il Venditore infatti dovrà pagare le tasse sui titoli ottenuti solamente al momento della loro vendita. Uno però dei principali svantaggi per l'impresa acquirente nell'utilizzo di questa tipologia di pagamento è la diluizione degli utili per azione per gli azionisti, infatti durante la determinazione del prezzo si terrà conto di questo elemento. A differenza delle operazioni in contanti, dove il Venditore può rimanere estraneo alla performance della società venduta, nelle operazioni regolate tramite azioni il Venditore sarà soggetto al rischio di impresa: infatti se ci sarà un incremento del valore delle azioni della società egli ne trarrà dei benefici, ma allo stesso tempo potrà subire delle perdite in caso di discesa del prezzo delle azioni. Nelle operazioni regolate in contanti gli azionisti dell'impresa target realizzano immediatamente i loro guadagni, mentre gli azionisti della società acquirente si assumono il rischio che i guadagni sinergici compensino solamente i premi pagati e gli altri costi, invece quando avviene uno scambio di azioni, gli azionisti di entrambe le società condividono il rischio che l'operazione sia di successo.

Per questa tipologia di pagamenti va determinato il rapporto di scambio (*exchange ratio*), esso calcola quante azioni deve emettere l'impresa acquirente per ogni azione posseduta da un investitore nell'impresa target, in modo da fornirgli lo stesso valore relativo.

Per arrivare al rapporto di scambio viene effettuata una valutazione dell'impresa target, sia dall'Acquirente che dal Venditore, da questo processo viene determinato il prezzo massimo che l'Acquirente è disposto a pagare e quello minimo che la Target è disposta ad accettare. All'interno di questo intervallo viene quindi concordato il prezzo effettivo dell'accordo, esso dipenderà dalle altre opportunità di investimento di ciascuna parte e dalle relative capacità di contrattazione. Il suo valore può essere calcolato come:

$$\text{Exchange ratio} = \frac{\text{prezzo di offerta per le azioni della Target}^7}{\text{prezzo delle azioni dell'Acquirente}}$$

Ci sono due tipologie di rapporto di cambio, quello fisso e quello variabile. Il rapporto di cambio fisso garantisce che il numero di nuove azioni emesse dall'Acquirente rimanga costante. Quindi il valore di queste azioni è quello prestabilito alla firma dei contratti, il valore della Target rimarrà lo stesso anche se il prezzo delle azioni dell'impresa acquirente dovesse cambiare significativamente. Invece in presenza di un *exchange ratio* variabile il numero delle nuove

⁷ Questo prezzo include quindi il premio che l'Acquirente vuole dare alla Target.

azioni emesse dall'Acquirente varierà in funzione del prezzo di mercato delle sue azioni. Quindi se a seguito della firma del contratto il prezzo delle azioni dovesse diminuire il numero di azioni emesse sarà superiore e viceversa se il prezzo dovesse aumentare. Quindi nel primo caso è il numero di azioni emesse a rimanere fisso e nel secondo invece il valore complessivo della transazione, vedi Figura 4.7 e Figura 4.8. L'incertezza causata dall'emissione di un numero fisso di azioni può essere ridotta attraverso un *collar agreement*, tale accordo stabilisce solitamente che se il prezzo delle azioni sale o scende rispetto a un determinato valore soglia, si procederà con un aggiustamento del rapporto di scambio.

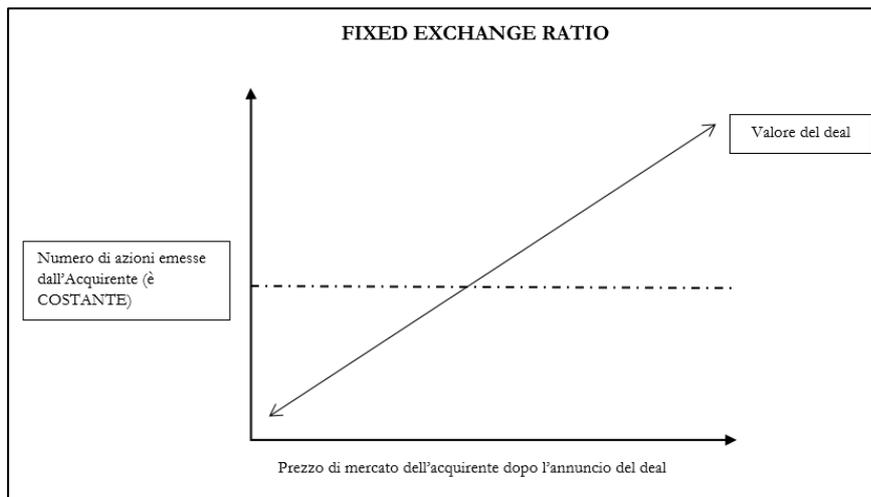


Figura 4.7: Fixed exchange ratio. Fonte: Spagna F., Mergers and acquisitions: Profili strategici, finanziari e valutativi, 2021, p.67.

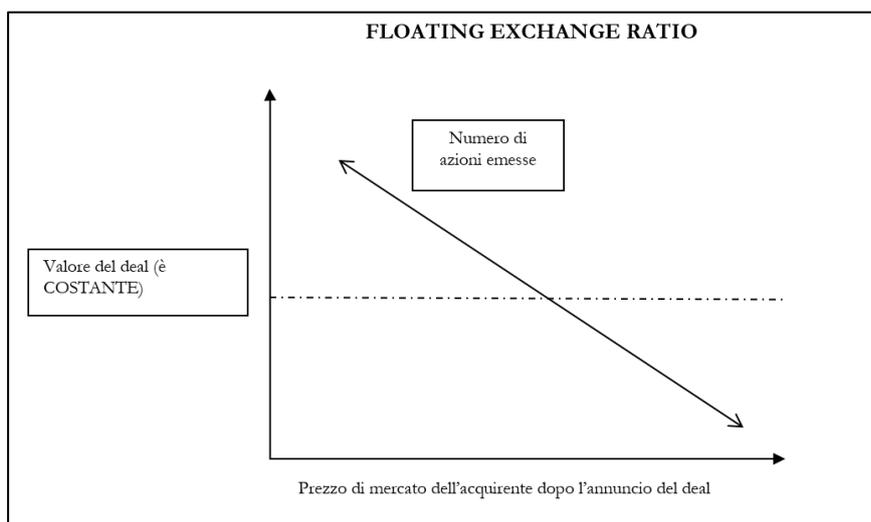


Figura 4.8: Floating exchange ratio. Fonte: Spagna F., Mergers and acquisitions: Profili strategici, finanziari e valutativi, 2021, p.68.

5 Il settore del Food and Beverage

Il settore di alimenti e bevande è uno dei maggiori contribuenti dell'economia europea, è il principale settore manifatturiero, insieme a quello dell'automotive, in termini di fatturato, valore aggiunto e occupazione. Nel 2018 il fatturato europeo in questo settore fu di 1.100 miliardi di EUR, corrispondenti a un valore aggiunto di 222 miliardi di EUR, rappresentanti il 2% del valore aggiunto totale generato in Europa e il 11% di quello dei settori manifatturieri. Inoltre in questo settore, nel 2018, furono spesi 41 miliardi di EUR per effettuare investimenti, rappresentando così il settore europeo con la Capital Expenditure (CAPEX) più elevata, ovvero il settore che effettua maggiori investimenti in attività immobilizzate di natura operativa.

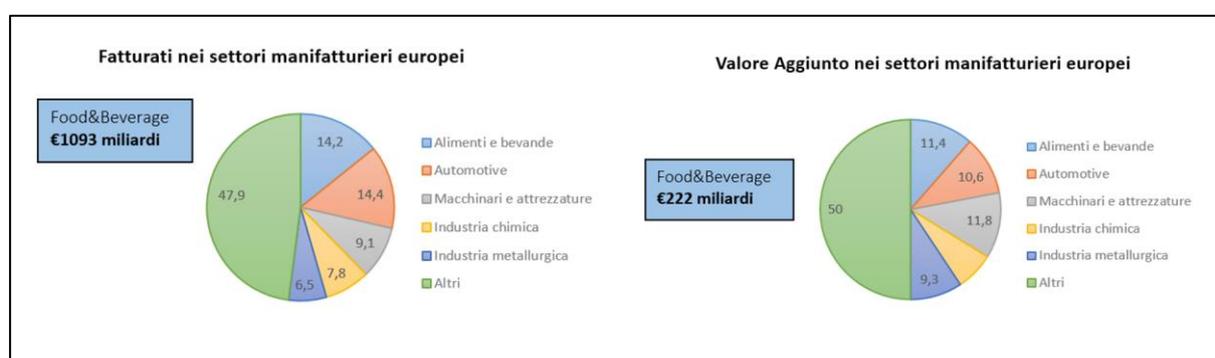


Figura 5.1: Fatturato e Valore Aggiunto in percentuale dei settori manifatturieri europei. Fonte: (Rielaborazione propria) Food and Drink Europe, Report 2021.

Per quanto riguarda l'occupazione dell'Unione Europea, quasi 5 milioni di persone lavorano in questo settore, di cui 2,8 milioni nelle piccole medie imprese. Infatti nell'Unione Europea il 99,2% delle imprese produttrici di alimenti e bevande è una PMI, cioè una società con meno di 250 dipendenti e un fatturato inferiore a 50 milioni di EUR, esse contribuiscono al fatturato europeo del settore per il 42,7%.

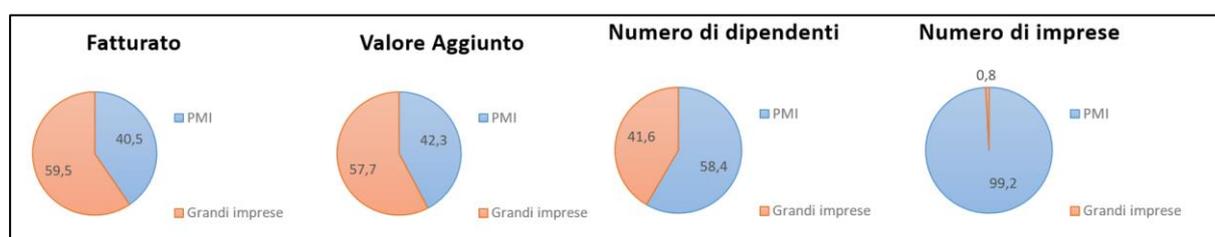


Figura 5.2: Fatturato, Valore Aggiunto, Numero di dipendenti e imprese in percentuale per grandi imprese e piccole-medie imprese. Fonte: (Rielaborazione propria) Food and Drink Europe, Report 2021.

Inoltre il settore degli alimenti e delle bevande rappresenta un'importante fonte di consumo, circa il 21 % delle spese domestiche¹ delle famiglie europee avviene in questo settore, di cui il 14% in negozi e supermercati e il 7% in bar e ristoranti. L'Unione Europea è al primo posto tra gli esportatori di alimenti e bevande nel mondo, 236 miliardi di EUR vengono esportati all'interno dell'Europa e 145 miliardi di EUR fuori, principalmente negli Stati Uniti, in Cina, in Giappone e in Russia. Le esportazioni extra-europee sono cresciute nell'ultimo decennio del 5% annuo in media, rispetto al 3% per quelle interne. I prodotti che vengono maggiormente esportati sono le bevande, specialmente il vino e la birra, la carne, i prodotti lattiero caseari, frutta e verdura lavorata. Inoltre l'Unione Europea si trova al terzo posto tra gli importatori, con 78 miliardi di EUR, importando soprattutto da Russia, Australia, Brasile e Stati Uniti.

5.1 Le principali determinanti del settore nei processi di M&A

Analizzando lo studio di Adams, Love e Capps² e quello di Muehlfeld e Weitzel³ sono state evidenziate alcune variabili che aumentano la probabilità che si verifichi un'acquisizione o una fusione nel settore alimentare. Innanzitutto il settore alimentare è molto vasto e variegato, esso può essere diviso in quattro componenti: la produzione, la vendita all'ingrosso, la vendita al dettaglio e infine il servizio di ristorazione, ciò porta a credere che esistano numerose e diverse determinanti dei processi di M&A.

Le acquisizioni in questo settore sono motivate dalla creazione di sinergie, al fine di fornire potenziali risparmi sui costi e opportunità di crescita attraverso la creazione di nuovi prodotti e marchi. Spesso le imprese decidono di combinare linee di prodotti complementari per rispondere alla crescita di domanda dei consumatori, che ricercano continuamente diverse alternative e offerte dal punto di vista nutrizionale. Il costante dinamismo delle preferenze e delle abitudini dei consumatori richiede una modifica dei processi produttivi e delle operazioni della supply chain, portando quindi alla necessità di un maggiore investimento e un aumento dei costi. Le operazioni di M&A possono permettere alle imprese del settore di raggiungere con maggiore rapidità la scala economica necessaria a perseguire l'efficienza operativa. Le imprese, inoltre, possono sfruttare le acquisizioni per perseguire la crescita in diversi mercati ancora

¹ La spesa domestica è l'ammontare delle spese di consumo effettuate dalle famiglie per soddisfare i loro bisogni quotidiani, come cibo, alloggio, energia, beni durevoli, abbigliamento, spese sanitarie, trasporti, tempo libero e servizi vari. È tipicamente intorno al 60% del prodotto interno lordo.

² Adams W., Love H.A., Capps O., *Structural Analysis of Mergers and Acquisitions in the Food Industry*, Journal of Food Distribution Research, 1997.

³ Muehlfeld K., Weitzel U., Witteloostuijn A., *Mergers and acquisitions in the global food processing industry in 1986-2006*, Food Policy, v.36, pp. 466-479, 2011.

poco serviti o in cui possiedono una quota ridotta, utilizzando la loro conoscenza ed esperienza, ponendo però l'attenzione sulla concorrenza e le caratteristiche del mercato di destinazione. Il settore alimentare si concentra su beni di consumo, la cui competizione è basata sia su aspetti relativi al prezzo che non. La competizione sul prezzo si fonda sull'offerta al consumatore del prezzo più basso possibile, mentre la competizione sul valore permette di offrire innovazione e differenziazione dei prodotti. L'industria alimentare è caratterizzata da un'elevata leva finanziaria e da un'alta intensità di manodopera, infatti il costo del lavoro rappresenta il 34,5% dei costi delle imprese. Negli Stati Uniti il sotto-settore della distribuzione all'ingrosso risulta essere molto concentrato, infatti le cinque imprese più grandi contano l'82% delle vendite.

La combinazione di queste caratteristiche con un ambiente ormai globalizzato, in continua crescita economica, dove è presente un costante sviluppo tecnologico e un cambiamento delle abitudini dei consumatori ha portato a un'espansione del numero e del valore delle operazioni di M&A in tutti i sotto-settori dell'alimentare a partire dagli anni Ottanta. Come si vede nella Figura 5.3, dove le operazioni sono divise per settore, quello del food and beverage si posiziona al quarto posto per numero di operazioni, la maggior parte di queste, evidenziano Muehlfeld et al., sono avvenute nel sotto-settore della produzione.

Rank	Industry	Number	Value (bil. USD)	Value (bil. EUR)
1	Metals & Mining	48963	3060.03	2434.32
2	Professional Services	46900	1094.98	914.86
3	Other Financials	35446	1388.22	1146.45
4	Food and Beverage	34577	2326.47	1966.13
5	Software	34362	1049.16	898.27
6	Building/Construction & Engineering	33208	758.01	629.42
7	Oil & Gas	32903	4891.34	4044.55
8	Banks	27932	5072.24	4298.55
9	Transportation & Infrastructure	27577	1995.43	1652.94
10	Machinery	26093	891.06	752.26

Figura 5.3: Numero di fusioni e acquisizioni dal 1985 al 2016. Fonte: Statistiche di Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances, IMAA.

Quindi le numerose e differenti determinanti di un processo di M&A possono essere divise in quattro categorie:

- **Aumento dell'efficienza:** infatti le fusioni permettono alle imprese di trarre vantaggi dalle economie di scala, questo quando le imprese esistenti operano al di sotto del livello di capacità ottimale. In questo settore infatti sono necessari numerosi asset

immobilizzati e un'elevata specializzazione del lavoratore, che sono proprio fattori chiave per permettere la creazione di economie di scala. Inoltre un guadagno sull'efficienza può essere ottenuto nelle operazioni verticali grazie una riduzione dei costi di transazione e dei comportamenti opportunistici. È stato notato infine che quando, a ridosso dell'annuncio di un'operazione, le imprese comunicano di voler eseguire una ristrutturazione del proprio assetto organizzativo allora ci sarà una maggior probabilità che essa si concluda, ciò dimostra l'importanza della predisposizione a processi più efficienti.

- **Motivazioni manageriali:** il management può puntare a massimizzare i ricavi oppure la crescita dell'impresa, quest'ultima viene infatti ottenuta più rapidamente acquisendo nuove società. Inoltre i manager possono ritenere che la strada della crescita esterna sia più facile ed economica. È così che la massimizzazione degli interessi dei dirigenti diventa un fattore determinante per le acquisizioni, infatti detenere il controllo di un'impresa più grande permette loro di migliorare la reputazione e il livello del salario.
- **Motivazioni monopolistiche:** Adams et al. citano che “se un numero sufficiente di imprese in un settore si fonde, l'impresa risultante affronterà una minore competizione e acquisirà ulteriore potere di mercato”. Ciò avviene soprattutto nella operazioni di tipo orizzontale dove le imprese non solo possono ottenere un aumento della quota di mercato ma, unendo la collusione, tacita o esplicita, con la riduzione dei costi, erigere delle barriere all'ingresso per le nuove entranti. Inoltre è stato osservato che l'effetto dei cambiamenti sulle normative Antitrust è significativo in tutti i sotto-settori, un aumento delle restrizioni riduce significativamente l'attività di M&A. Per quanto riguarda il sotto-settore della ristorazione si è notato che l'effetto delle globalizzazione non è significativo, infatti i mercati esteri in questo settore sono poco comparabili
- **Guadagni speculativi:** secondo la “bargain theory” le acquisizioni hanno più probabilità di avvenire quando i potenziali acquirenti considerano il prezzo un affare, quindi quando questo prezzo è inferiore al valore reale degli asset. Lo studio di Adams e Capps rivela però che l'attività di M&A nel settore della produzione e della vendita di prodotti alimentari non è influenzato in maniera significativa dal rapporto tra il prezzo delle azioni e il valore contabile. Portano infine alla luce che l'aspettativa di crescita economica è una variabile significativa, essa portando a un aumento dei capitali disponibili sul mercato genererà di conseguenza una crescita degli investimenti e quindi dell'attività di M&A. Spesso l'intensificazione dell'attività a livello di settore genera un aumento delle operazioni guidate dall'imitazione delle strategie dei competitor più che

da motivazioni reali ed economiche, facendo di conseguenza crescere la probabilità di fallimento. Quando invece le imprese possono contare su un'ampia esperienza e recenti operazioni di M&A allora è più probabile che si vada incontro a transazioni di successo.

6 Il caso Danone-WhiteWave

6.1 L'Acquirente: Danone

Danone è un'impresa alimentare leader a livello globale, il suo business si estende principalmente a quattro linee di prodotto: prodotti lattiero-caseari e sostituti di origine vegetale, alimenti per la nutrizione durante l'infanzia, alimenti per la nutrizione medica e infine l'acqua in bottiglia. L'obiettivo di Danone è quello di unire il gusto alla salute, proponendo prodotti innovativi e di alta qualità adatti a ogni esigenza nutrizionale e abitudine alimentare del consumatore.

Danone nasce nel 1919 a Barcellona, dove Isaac Carasso, per fronteggiare la malnutrizione e i disturbi intestinali che affliggevano la popolazione spagnola nel primo dopoguerra, lanciò lo yogurt. Egli portò in Spagna un prodotto già noto nei Balcani, nato a seguito delle ricerche del biologo ucraino, e premio Nobel, Ilya Metchnikoff, egli propose l'aggiunta di una flora batterica al latte, che lo rendeva particolarmente benefico per le infezioni intestinali. Isaac Carasso iniziò a vendere nelle farmacie lo yogurt "Danone" con lo scopo di migliorare la salute. Lo studio della fermentazione da parte di Isaac Carasso e del figlio Daniel, sotto la guida dell'Istituto francese Pasteur, caratterizzò la storia della Danone. Nel 1929 venne fondata in Francia la Société Parisienne du Yoghourt Danone e nel negozio di Parigi si cominciò a vendere lo yogurt come un dessert salutare e che facilitava la digestione. Nel 1967 Daniel Carasso stipulò un accordo con la Fromageries Gervais, da cui nacque la Gervais-Danone. Successivamente nel 1972 egli conobbe Antoine Riboud, allora presidente della Boussois-Souchon-Neuvesel, al CeDEP (Centre for Development, Environment and Policy) e vide nelle sue doti imprenditoriali un'imperdibile opportunità e infine nel 1973 Daniel Carasso, spinto dal desiderio di veder crescere la Danone, annunciò la fusione delle due società. La BSN-Gervais Danone, portando a termine diverse acquisizioni, diventò la terza azienda alimentare in Europa e nel 1994 abbreviò il proprio nome in Danone e creò quindi il celebre logo del bambino che guarda una stella (Figura 6.1).



Figura 6.1: Logo Danone. Fonte: Sito web Danone.

Nel 2014 le cariche di Presidente e Amministratore Delegato del gruppo vengono divise, Frank Riboud, succeduto al padre nel 1996, rimase Presidente del gruppo ed Emmanuel Faber venne invece nominato CEO. Nel 2017 venne portata a termine l'acquisizione con WhiteWave che portò Danone a essere leader nel settore dei prodotti lattiero caseari anche in Nord America. Le attività delle due imprese furono unite in una Public Benefit Corporation¹, ancora oggi Danone è una delle più grandi B-Corp al mondo. Sempre nello stesso anno Danone lanciò un nuovo slogan "One Planet. One Health", queste parole riflettono la visione dell'azienda sull'interconnessione tra la salute della persona e dell'ambiente e il suo obiettivo di proporre abitudini alimentari e di consumo più sane e sostenibili. Infine nel 2017 il Consiglio di Amministrazione di Danone votò per riunificare la carica di Presidente e CEO in Emmanuel Faber, passando a Frank Riboud la carica di Presidente Onorario.

Danone possiede un vasto portafoglio di marchi internazionali come Actimel, Activia, Danette, Danonino, Oikos e Prostokvashino nel business dei prodotti lattiero-caseari freschi, Aqua, Bonafond, Evian, Mizone e Volvic per l'acqua in bottiglia, Aptamil, Blédina, Cow&Gate e Nutricia per la nutrizione medica e dalla prima infanzia.

Danone è quotata dal 1 novembre 1997 sull'Euronext Paris e sul mercato "over-the-counter" OTCQC U.S. tramite il programma *American Depositary Receipt* (ADR) di livello 1. Attualmente Danone è sotto la guida del presidente Gilles Schnepp, dei co-CEO Véronique Penchienati-Bosetta e Shane Grant e del direttore finanziario Juergen Esser. Nel 2016, anno precedente all'acquisizione di WhiteWave, Danone contò 100mila dipendenti e generò un

¹ "Una Public Benefit Corporation è una società creata per generare un bene sociale e pubblico, e per operare in modo responsabile e sostenibile. Entità e società private a scopo di lucro possono anche essere considerate Public Benefit Corporation, note anche come PBCs, Benefit Corporations, o B-Corps. A differenza delle tradizionali C-Corporations, il cui interesse primario è la massimizzazione del valore per gli azionisti, le B-Corporation bilanciano gli interessi pecuniari delle parti interessate, gli interessi di coloro che sono coinvolti e influenzati dalla società (come dipendenti e clienti), così come l'avanzamento del loro obiettivo di beneficio pubblico. Lo scopo della società e il beneficio pubblico atteso devono essere di solito dichiarati nei documenti di formazione della società. Inoltre, le B-corp sono tenute a sottoporsi a revisioni e valutazioni, e a riferire i loro progressi nella realizzazione del loro scopo". Legal Information Institute, Cornell Law School.

fatturato di 21,95 miliardi di EUR in oltre 130 paesi, il 39% fu ottenuto in Europa, il 20% in Nord America e il 41% in Asia Pacifica, America Latina, Medio Oriente e Africa. Le quattro linee di business concorsero in maniera differente alla formazione del fatturato: il 49% (10,74 miliardi di EUR) attribuito ai prodotti lattiero-caseari, il 23% (5,02 miliardi di EUR) alla nutrizione infantile, il 21% (4,57 miliardi di EUR) al mercato dell'acqua e infine il 7% (1,59 miliardi di EUR) alla nutrizione medica avanzata. La Danone a fine 2016 aveva un utile netto del gruppo di 1,72 miliardi di EUR, un EPS di 2,79 EUR, un margine operativo ricorrente del 13,8% e un EBITDA di 3,7 miliardi di EUR. A fine 2016 la capitalizzazione di mercato di Danone fu di 39,485 miliardi di EUR.

6.2 La Target: WhiteWave Foods Company

WhiteWave Foods Company è un'impresa leader nel settore di bevande e alimenti confezionati, essa produce e commercializza prodotti di origine vegetale, creme per il caffè, prodotti biologici non OGM e lattiero-caseari di elevata qualità. La missione di WhiteWave è allineata con quella di Danone: fornire bevande e alimenti innovativi, più sani e a minor impatto ambientale, seguendo così l'attuale tendenza dei consumatori, infatti il 77% dei consumatori statunitensi e del Regno Unito dichiara di voler acquistare alimenti meno lavorati e avere maggiori informazioni sulla loro origine. WhiteWave collabora anche con numerose organizzazioni no-profit, attraverso il programma *Value in Action* i dipendenti del Nord America vengono incoraggiati a fare volontariato e collaborare con le organizzazioni per combattere la fame e promuovere la sostenibilità.

Nell'anno 1977, in Colorado, Steve Demos, tornato da un viaggio di tre anni in India e a seguito della decisione di iniziare una dieta vegetariana, avviò la WhiteWave, un'azienda per la produzione di tofu. Steve Demos si dedicava personalmente alla produzione del tofu e lo vendeva ai negozi di alimenti naturali locali; quando decise di cercare dei finanziamenti trovò non poche difficoltà, infatti a quel tempo gli alimenti a base di soia non erano ancora apprezzati dai consumatori. Negli anni Novanta si sviluppò una crescente tendenza verso l'alimentazione sana e Steve Demos iniziò a vendere il latte di soia, a marchio Silk, in cartoni simili a quelli del latte vaccino e nel banco frigo dei latticini. Quest'intuizione risultò vincente fin da subito e il marchio Silk conquistò il primo posto per la bevanda di origine vegetale con più rapida crescita del settore. Nel 1998 la Food&Drug Administration diede ai produttori di soia l'autorizzazione di promuovere i loro prodotti come benefici per la salute e capaci di ridurre le malattie cardiache, questo annuncio permise a WhiteWave, e a tutto il mercato dei prodotti a base di

soia, di svilupparsi rapidamente. Nel 1999 WhiteWave, a causa della necessità di ulteriori risorse per il confezionamento e la distribuzione dei propri prodotti, cedette alla Dean Foods Company una quota di minoranza (36%) con l'opzione di cedere anche le azioni rimanenti nel 2002. Nel 2000 WhiteWave si affermò come il produttore di alimenti a base di soia in più rapida crescita e generò un fatturato di 80 milioni di USD, dieci volte superiore rispetto a quello dei cinque anni precedenti. Il 7 agosto 2012 la Dean Foods fece richiesta alla U.S. Securities and Exchange Commission per un'offerta pubblica iniziale (IPO) della sussidiaria WhiteWave. Essa venne così scorporata dalla Dean Foods e si quotò sul mercato di New York, New York Stock Exchange (NYSE). WhiteWave continuò la sua espansione con numerose acquisizioni: So Delicious Dairy Free nel 2014, Earthbound Farm e Sequel Naturals, proprietaria del marchio Vega, nel 2015 ed infine Wallaby Yogurt nel 2016. Il 7 luglio 2016 venne annunciata l'acquisizione di WhiteWave da parte di Danone, che si verificò poi il 12 aprile 2017. WhiteWave nel 2016 generò un fatturato 3,983 miliardi di EUR² in crescita dell'8,6% rispetto al 2015, con l'86% delle vendite in Nord America e il 14% in Europa. In Nord America il segmento dei prodotti di origine vegetale sviluppò vendite per 1 miliardo di EUR (25%), quello delle creme per il caffè 1,137 miliardi di EUR (28,5%), i prodotti caseari biologici 770,8 milioni di EUR (19,5%) e gli alimenti freschi 514,8 milioni di EUR (13%); in Europa invece era sviluppato solo il segmento dei prodotti di origine vegetale, 548,6 milioni di EUR (14%). WhiteWave gode di un ampio portafoglio di marchi tra cui Alpro, Dunkin Donuts, Horizon, International Delight, Magicow Silk, Provamel, So Delicious, Vega e Wallaby Organic. Alla fine del 2016 WhiteWave contava 5800 dipendenti, un utile netto di 20,5 milioni di EUR, un EBITDA di 512,8 milioni di EUR e un indebitamento netto di 1,98 miliardi di EUR.

6.3 I dettagli dell'acquisizione

Il 7 luglio 2016 Danone annunciò l'accordo con WhiteWave per l'acquisizione del 100% delle sue azioni. Danone si impegnò a pagare 56,25 USD per ogni azione, questo prezzo rappresenta un premio del 23,8% rispetto al prezzo medio di chiusura delle azioni WhiteWave nei 30 giorni antecedenti l'annuncio (45,43 USD) (vedi Tabella 6.1). L'acquisizione fu completata il 12 aprile 2017 e le azioni di WhiteWave furono rimosse dalla Borsa di New York.

² Il tasso di cambio Euro-Dollaro Statunitense utilizzato è quello del 31 dicembre 2016, dove 1 USD corrisponde a 0,94868 EUR.

	Prezzo delle azioni WhiteWave	Premio
1 giorno prima dell'annuncio	47,43 USD	18,59%
1 settimana prima dell'annuncio	46,94 USD	19,83%
4 settimane prima dell'annuncio	45,96 USD	22,39%
Prezzo medio 30 giorni prima dell'annuncio	45,43 USD	23,8%

Tabella 6.1: Andamento del premio un giorno, una settimana e quattro settimane prima dell'annuncio effettivo. Fonte: Refinitiv Eikon.

Il prezzo effettivo pagato da Danone per la transazione fu di 12,1 miliardi di USD (11,5 miliardi di EUR) composto nel seguente modo:

- 10,4 miliardi di USD (9,7 miliardi di EUR) per l'acquisto delle azioni di WhiteWave, comprese le azioni emesse attraverso l'esercizio di stock-option;
- 1,7 miliardi di USD (1,61 miliardi di EUR) per rimborsare il debito finanziario di WhiteWave soggetto ad una clausola di rimborso anticipato nel momento in cui avviene un cambio di controllo.

Considerando che, alla fine del 2016, l'Enterprise Value di WhiteWave, calcolato come la somma della capitalizzazione di mercato (9,348 miliardi di EUR) e dell'indebitamento netto (1,98 miliardi di EUR), era di 11,3 miliardi di EUR e il suo EBITDA di 512,8 milioni di EUR, allora si può dire che il multiplo EV/EBITDA fosse di 22x.

La transazione avvenne in contanti, un cosiddetto "cash deal", e fu finanziata interamente con debito, mediante due emissioni obbligazionarie per un totale di 6,2 miliardi di EUR e 5,5 miliardi di USD.

Il 25 ottobre 2016 Danone annunciò la prima emissione obbligazionaria di 6,2 miliardi di EUR per finanziare parte dell'acquisizione e per ridurre l'importo del prestito ponte che era stato concesso a luglio 2016 a Danone per coprire eventuali rischi. L'emissione di obbligazioni

avvenne all'interno del programma Euro Medium Term Note (EMTN) di Danone. L'emissione regolamentata il 6 novembre 2016 sul mercato Euronext Paris era composta da cinque tranches, strutturate come in Tabella 6.2.

Scadenza	Dimensione	Cedola
2 anni	1,35 miliardi di EUR	Cedola trimestrale variabile Euribor 3 mesi+ 15 bps
4 anni	1 miliardo di EUR	Tasso mid-swap+28 bps (Cedola fissa annuale 0,167%)
6 anni	1 miliardo di EUR	Tasso mid-swap+40 bps (Cedola fissa annuale 0,424%)
8 anni	1,25 miliardi di EUR	Tasso mid-swap+50 bps (Cedola fissa annuale 0,709%)
12 anni	1,6 miliardi di EUR	Tasso mid-swap+65 bps (Cedola fissa annuale 1,208%)

Tabella 6.2: Struttura dell'emissione obbligazionaria del 25 ottobre 2016.

Il 26 ottobre 2016 Danone annunciò la seconda emissione obbligazionaria di 5,5 miliardi di USD riservata agli investitori istituzionali e qualificati, questo rappresentò l'ultimo passaggio del finanziamento dell'acquisizione Danone-WhiteWave. L'emissione avvenne il 2 novembre 2016 ed fu strutturata in 4 tranches, come in Tabella 6.3.

Scadenza	Dimensione	Cedola
3 anni	1,2 miliardi di USD	Cedola fissa semestrale 1,691%
5anni	800 milioni di USD	Cedola fissa semestrale 2,077%
7 anni	1,5 miliardi di USD	Cedola fissa semestrale 2,589%
10 anni	2 miliardi di USD	Cedola fissa semestrale 2,947%

Tabella 6.3: Struttura dell'emissione obbligazionaria del 26 ottobre 2016.

L'operazione di acquisizione di WhiteWave da parte di Danone fu approvata all'unanimità da entrambi i consigli di amministrazione e richiese l'approvazione delle autorità responsabili per la concorrenza: European Commission e U.S. Department of Justice. La Commissione Europea, per evitare un'eccessiva concentrazione nel mercato del latte per l'infanzia in Belgio, impose il trasferimento di una parte del business di Danone riguardante il latte per bambini, in particolare

stabili che Bambix e Olvarit fossero ceduti a Inex. Le autorità statunitensi stabilirono invece la vendita della filiale Stonyfield al gruppo francese Lactalis per 830 milioni di EUR, essa portava a Danone un fatturato di 350 milioni di EUR.

6.4 Le sinergie attese

Danone decise di intraprendere il processo di acquisizione di WhiteWave per portare avanti il suo progetto intitolato “Alimentazione”, esso proponeva un regime alimentare più sano ed equilibrato e un’attenzione particolare alle specifiche esigenze dei bambini e dei soggetti intolleranti, tutto ciò supportato da agricoltura e processi di produzione sostenibili e a emissioni ridotte. WhiteWave era infatti notevolmente allineato con la missione di Danone, forniva al consumatore un’esperienza di livello superiore e prodotti sani attraverso i suoi marchi, già profondamente radicati nella comunità nordamericana. Inoltre essi lavoravano nella stessa direzione verso la sostenibilità, riguardo alla politica sulle emissioni di carbonio, sul cambiamento climatico e sull’origine nota degli ingredienti, quest’ultimo è infatti un elemento di scelta sempre più importante per i consumatori. Quindi Danone e WhiteWave, come organizzazioni orientate verso lo stesso obiettivo, possono combinare le loro attività in una Public Benefit Corporation, con sede negli Stati Uniti. Si può definire a tutti gli effetti questa acquisizione come di tipo orizzontale, infatti le due imprese operano nello stesso settore, principalmente servendo mercati differenti. Danone dall’unione con WhiteWave si aspetta di creare ulteriori guadagni aumentando la quota di mercato negli Stati Uniti, sfruttando quindi i canali logistici e di distribuzione di WhiteWave, che è un leader nel mercato statunitense, per vendere i propri prodotti. Inoltre Danone si propone di creare nuove linee di prodotto, combinando le proprie idee e abilità nella ricerca e sviluppo con quelle di WhiteWave, per poter raggiungere una più vasta gamma di consumatori e mercati. Danone punterà molto sulle proteine di origine vegetale, portando sul mercato americano il marchio Alpro, leader assoluto nel mercato europeo, e sviluppando le potenzialità del brand Vega di WhiteWave, esso infatti è in rapida crescita nonostante sia distribuito solo per il 5% attraverso i canali convenzionali. I prodotti vegetali possono essere considerati più salutari per l’uomo e anche per l’ambiente, infatti richiedono un impiego ridotto di terreno e acqua e producono il 60% in meno di emissioni di anidride carbonica. Un ulteriore settore da sviluppare sarà quello delle *coffee creamer*, infatti il 60% dei consumatori di caffè negli Stati Uniti utilizza questi prodotti, le crescite maggiori negli ultimi anni si sono verificate nei prodotti di origine vegetale e biologica, questo crea

quindi una base aggiuntiva per generare valore. Danone notò che WhiteWave produceva e vendeva categorie di prodotti a elevata crescita (Figura 6.2), tutto ciò è ulteriormente supportato da tendenze di consumo durature, infatti il 77% dei consumatori statunitensi dichiara di voler seguire un'alimentazione più sana ricorrendo ad alternative vegetali, alimenti biologici, freschi e poco lavorati. Si è riscontrato negli Stati Uniti un netto aumento della domanda di prodotti alimentari biologici, la loro produzione è infatti aumentata del 240% tra il 2002 e il 2011, si prevede ancora un tasso di crescita annuale composto del 14% tra il 2013 e il 2018.³

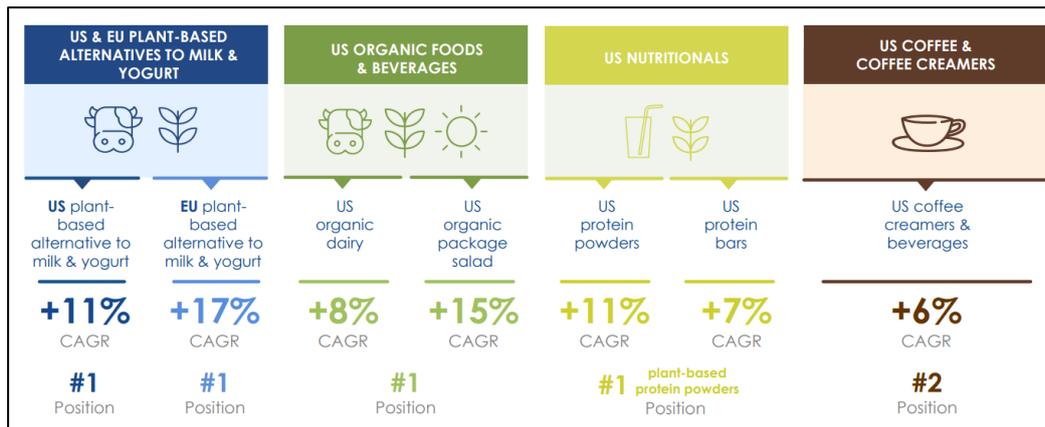


Figura 6.2: Categorie in crescita in cui opera WhiteWave. Fonte: Presentazione *Danone to acquire WhiteWave*, 7 luglio 2016, p.23.

La tipologia di sinergie così create può essere ricondotta all'operatore di Combinazione (*Combination*), secondo la classificazione di Puranam e Vanneste, infatti le due imprese uniscono risorse simili e creano guadagni dall'aumento di quote di mercato e di potere nei confronti dei fornitori e dei clienti. Uno degli obiettivi di Danone è quello di raddoppiare le sue vendite negli Stati Uniti, portandole da circa 3 miliardi di EUR a più di 6 miliardi di EUR (Figura 6.3), entrando così tra le prime quindici aziende nel settore degli alimenti e delle bevande statunitense, occupando la posizione numero uno tra le imprese di prodotti lattiero-caseari freschi⁴, con una gamma di prodotti alternativi estremamente completa. Spesso ci si trova di fronte a una correlazione negativa tra la crescita sostenuta e la volatilità dei risultati, ma in questo caso la crescita è prevista in un mercato estremamente stabile come quello degli Stati Uniti e quindi la volatilità sarà ridotta.

³ <https://www.stout.com/en/insights/industry-update/food-industry-recent-ma-highlights>

⁴ Il settore dei prodotti lattiero caseari freschi include la produzione e la commercializzazione di burro, margarina, latte, creme, dessert e yogurt.



Figura 6.3: Distribuzione geografica del fatturato di Danone e WhiteWave. Fonte: (Rielaborazione)Presentazione Danone to acquire WhiteWave, 7 luglio 2016, p.29.

Danone si propone di effettuare una nuova ripartizione delle sue unità di business e dei mercati geografici a partire dal secondo trimestre del 2017, ha deciso di adattare l'organizzazione dell'azienda per diventare più agile nel gestire tendenze e mercati in rapida evoluzione e portare il processo decisionale più vicino ai mercati locali e ai consumatori. La divisione *Essential dairy and plant-based Noram* (EDP Noram) che include tutti i prodotti lattiero-caseari freschi di Danone e tutte le attività di WhiteWave in Nord America, la divisione *Essential dairy and plant-based International* (EDP International) include i prodotti lattiero-caseari freschi di Danone e le attività di WhiteWave in Europa, America Latina, Cina e gli stati del CIS, la divisione *Specialized Nutrition* include prodotti per l'infanzia e la nutrizione medica ed infine la divisione *Waters* che rimane sostanzialmente invariata rispetto al passato. I mercati inoltre vengono divisi in due regioni: Europa e Nord America (Stati Uniti e Canada) a formare un'unica area e il resto del mondo.

La combinazione e la riorganizzazione delle due imprese, secondo l'acquirente Danone, creerà sinergie significative, che sono notevolmente realizzabili. Il management di Danone si aspetta sinergie per 285 milioni di EUR a livello di EBIT, esse corrispondono all'8% del fatturato netto e circa all'80% dell'EBIT di WhiteWave del 2015. Di cui 215 milioni di EUR, ovvero il 75%, provengono dalle cosiddette sinergie di costo. Esse nascono dalle efficienze create mediante le economie di scala, dall'ottimizzazione del processo di produzione e distribuzione e dalla riduzione dei costi fissi ridondanti. Circa l'85% di queste sinergie verrà generato negli Stati Uniti. Il restante 25% delle sinergie, 70 milioni di EUR, sarà attribuibile all'aumento dei ricavi grazie allo sviluppo delle piattaforme e dei processi esistenti, alla combinazione delle capacità delle unità di ricerca e sviluppo e delle tecnologie a supporto dell'innovazione.



Figura 6.4: Sinergie operative attese dalla combinazione di Danone e WhiteWave. Fonte: (Rielaborazione) Presentazione Danone to acquire WhiteWave, 7 luglio 2016, p.33.

Può quindi essere combinata l'elevata crescita redditizia e le significative sinergie portando a una notevole creazione di valore e un miglioramento del modello di business dell'impresa. Danone per misurare la sua performance utilizza un particolare indicatore, il *like-for-like changes*, non definito tra gli International Financial Reporting Standards (IFRS), esso riflette la performance organica delle vendite o del margine operativo ricorrente escludendo quei fattori che potrebbero distorcere i risultati, quali variazioni dell'area di consolidamento, cambiamenti dei principi contabili o variazioni dei tassi di cambio. A seguito dell'integrazione di WhiteWave, Danone decide di utilizzare un indicatore aggiuntivo, *like-for-like New Danone*, esso integra la performance di WhiteWave a partire dalla data di acquisizione e viene utilizzato a partire dal secondo trimestre del 2017 e fino alla fine del 2018, esso durante questo periodo sostituirà l'utilizzo del *like-for-like changes*. Danone si aspetta quindi un aumento delle vendite *like-for-like* tra lo 0,5% e l'1%, la crescita graduale del margine EBIT a partire dal secondo anno e infine un aumento degli utili per azione (EPS) sin dal primo anno, fino a raggiungere un +10% una volta ottenute le sinergie.

6.5 Commento sui risultati dell'acquisizione

In questo capitolo si proveranno a trarre le conclusioni sull'andamento dell'acquisizione di WhiteWave da parte di Danone, multinazionale francese quotata che conta oltre 100mila dipendenti e circa 25 miliardi di EUR di giro d'affari. Molto probabilmente le dimensioni delle parti non permetteranno di raggiungere una conclusione univoca e di affermare con certezza se l'acquisizione della Target sia stata positiva o negativa per l'andamento del business della società. In primis poiché non sono disponibili dei report dettagliati dell'acquisizione da parte

di Danone e quindi ci si deve affidare all'analisi del nuovo bilancio consolidato del gruppo, esso è, però, influenzato non solo dall'acquisizione presa in esame ma anche da altre operazioni di M&A e soprattutto dall'andamento del business ordinario di Danone e del suo mercato. Successivamente all'acquisizione di WhiteWave le operazioni straordinarie più rilevanti per Danone furono: la cessione del marchio statunitense Stonyfield nel 2017, la riduzione della quota di proprietà del marchio giapponese Yakult dal 21% al 6% nel 2018 seguita dalla completa cessione nel 2020 e infine la vendita del 100% delle azioni di Earthbound Farm nel 2019. Come si vedrà nei paragrafi successivi le sinergie attese dall'acquisizione sono molteplici, alcune di carattere strettamente economico e finanziario mentre altre di carattere più strategico e operativo. Quindi sarà difficile per lo stesso management interno definire se l'acquisizione sia stata di successo o meno, per un osservatore esterno potrebbe essere ulteriormente più complicato. Ultima nota, indubbiamente da non trascurare, è il fatto che tutte le stime di valutazione delle sinergie dell'acquisizione si riferiscano al quadriennio 2017-2020 ma, come noto, il 2020 è stato un *annus horribilis*, sia dal punto di vista della produzione industriale che delle capitalizzazioni di borsa, oltre che ovviamente sotto l'aspetto della salute mondiale, a causa del diffondersi della pandemia di Covid-19.

Si ritiene di procedere come segue per giungere a delle conclusioni di commento sull'acquisizione:

1. Richiamo delle sinergie attese dall'operazione di acquisizione di WhiteWave.
2. Analisi economico finanziaria dei bilanci di WhiteWave e del gruppo Danone per l'anno 2016 e dei bilanci consolidati del nuovo gruppo per gli anni successivi all'acquisizione, dal 2017 al 2020.
3. Conclusioni derivanti dal bilancio consolidato.
4. Analisi delle relazioni sulla gestione e dei documenti presenti sul sito internet del gruppo Danone per trovare alcuni indicatori più specifici, ove possibile, al fine di valutare le Business Unit che sono state maggiormente coinvolte nel processo di integrazione post-acquisizione.
5. Conclusioni finali.

1. Richiamo delle sinergie attese

Al fine di commentare se l'acquisizione di WhiteWave sia stata un'operazione proficua per il gruppo Danone nei paragrafi seguenti si andrà a esaminare se gli obiettivi economici esposti dalla società⁵ sono stati raggiunti.

Gli obiettivi presentati nel 2016 erano i seguenti:

- Ottenimento di importanti sinergie operative, valutate in 285 milioni di EUR di incremento di EBIT a far data dall'anno fiscale 2020.
- Importante creazione di valore, con aumento dell'EPS. Già dal primo anno post-acquisizione viene stimata una crescita del 12% considerando un tasso di cambio fisso, fino a raggiungere un +10% all'ottenimento delle sinergie.
- Riduzione della posizione finanziaria netta a un valore massimo di 3 volte l'EBITDA del gruppo entro il 2020.
- Un aumento delle vendite *like-for-like* tra lo 0,5% e l'1%.
- Importante crescita delle vendite nel mercato nord americano passando da 2,85 miliardi di EUR a 6,3 miliardi di EUR.
- Miglioramento della posizione nel mercato delle coffee creamer e dei prodotti a base vegetale, puntando maggiormente sullo sviluppo del marchio Alpro.

⁵ Obiettivi definiti nel comunicato stampa del 7 luglio 2016

2. Analisi economico finanziaria del bilancio consolidato

Conto economico consolidato di Danone, anni 2016-2020

(in milioni di EUR)

	2016	2017	2018	2019	2020
Totale ricavi	22.035	25.041	24.711	25.298	23.620
Fatturato netto	21.944	24.812	24.651	25.287	23.620
Altri ricavi	91	229	60	11	-
Costo del venduto	-6.499	-8.123	-8.137	-8.025	-6.998
Costi ricerca e sviluppo	-333	-342	-337	-351	-323
Altri ricavi e proventi	-11.338	-11.856	-12.642	-12.818	-12.277
EBITDA	3.865	4.720	3.595	4.104	4.022
Totale ammortamenti e svalutazioni	-785	-830	-863	-871	-1.220
Voci straordinarie	-164	-165	-	-	-
EBIT	2.916	3.725	2.732	3.233	2.802
Proventi/oneri finanziari	-293	-437	-558	-588	-514
Altri proventi/oneri finanziari non operativi	7	4	219	222	200
Utile Lordo	2.630	3.292	2.393	2.867	2.488
Imposte sul reddito	-804	-842	-716	-793	-762
Utile al netto delle imposte	1.826	2.450	1.677	2.074	1.726
Utile di pertinenza di terzi	-107	-110	-90	-99	-74
Utile netto da società collegate	1	109	762	-46	304
Utile netto	1.720	2.449	2.349	1.929	1.956
Dividendi da azioni ordinarie	1.115	1.274	1.329	1.440	1.332

Tabella 6.4: Conto economico Danone anni 2016 ,2017, 2018, 2019, 2020. Fonte: (rielaborazione propria) Orbis, Bureau van Dijk.

Conto economico consolidato di WhiteWave, anno 2016

(in migliaia di EUR)

	2016
Totale ricavi	3.982.640
Fatturato netto	3.982.640
Altri ricavi	-
Costo del venduto	-2.472.621
Costi ricerca e sviluppo	-20.112
Altri ricavi e proventi	-977.087
EBITDA	512.820
Totale ammortamenti e svalutazioni	-131.690
Voci straordinarie	-
EBIT	381.130
Proventi/oneri finanziari	-65.632
Altri proventi/oneri finanziari non operativi	-5.105
Utile Lordo	310.393
Imposte sul reddito	-97.154
Utile al netto delle imposte	213.239
Utile di pertinenza di terzi	-
Utile netto da società collegate	-9.696
Utile netto	203.543
Dividendi da azioni ordinarie	-

Tabella 6.5: Conto economico WhiteWave anno 2016. Fonte: (rielaborazione propria) Orbis, Bureau van Dijk.

Come si evince dal conto economico di Danone nel 2016 il fatturato consolidato del gruppo prima dell'acquisizione di WhiteWave ammontava a 21,9 miliardi di EUR e il fatturato della Target nel medesimo anno era invece di 3,98 miliardi di EUR. Al termine del 2017 il fatturato consolidato del gruppo ammontava a 24,8 miliardi di EUR. Quindi nel 2017 il totale dei ricavi è stato del 4,2% inferiore rispetto alla somma dei fatturati delle due società stand-alone, da questa prima analisi parrebbe non ci sia stato nessun incremento di fatturato. Oltretutto l'anno successivo il fatturato è ulteriormente diminuito e nell'ultimo bilancio depositato, dell'anno fiscale 2020, la società ha generato un fatturato di soli 23,62 miliardi di EUR. Solamente nel 2019 il fatturato è stato di 25,2 miliardi di EUR ma in nessuno di questi anni ha mai raggiunto i 26 miliardi di EUR che le due imprese avevano già fatto nell'anno 2016, quando erano ancora separate. Ovviamente questa analisi non è esaustiva poiché viene preso in esame un indicatore troppo esteso, che non tiene conto di altri fattori quali ulteriori operazioni di M&A, cambiamenti dell'area di consolidamento o modifiche nel catalogo prodotti o delle vendite degli stessi.

<i>(in milioni di EUR)</i>	2016	2017	2018	2019	2020
Fatturato Danone	21.944	24.812	24.651	25.287	23.620
Variazione %	/	13,1%	-0,65%	2,6%	-6,6%
Fatturato WhiteWave	3.983				

Tabella 6.6: Fatturato di Danone e la sua variazione percentuale negli anni dal 2016 al 2020. Fatturato di WhiteWave nel 2016. Fonte: (rielaborazione propria) Bilanci Danone.

EBIT

Si approfondisce ora l'analisi prendendo in considerazione l'EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) consolidato del gruppo (Tabella 6.7). Nel 2016 l'EBIT di Danone ammontava a 2.916 milioni di EUR e quello di WhiteWave a 381 milioni di EUR. È bene ricordare che le sinergie attese dalla capogruppo sono state quantificate in 285 milioni di EUR, da ottenere entro il 2020. Nel 2017, anno in cui è stata conclusa l'operazione, l'EBIT consolidato, a crescita zero, sarebbe dovuto essere pari ad almeno 3.300 milioni di EUR, esso invece è stato di 3.725 milioni di EUR, quindi addirittura superiore alle aspettative, ma nel 2018 esso è sceso a soli 2.732 milioni di EUR. Successivamente nel 2019 è risalito a 3.233 milioni di EUR e per poi diminuire nuovamente nel 2020 fino a 2.802 milioni di EUR. Conseguentemente risulta molto complicato

usare l'EBIT del gruppo per verificare se i 285 milioni di EUR di sinergie sono stati raggiunti. Nei paragrafi seguenti verrà preso in esame un perimetro più ristretto e degli indicatori più specifici per analizzare l'efficacia, o meno, dell'acquisizione di WhiteWave.

Un'ulteriore conferma che i 285 milioni di sinergie attese non sono state raggiunte si evince dai comunicati stampa rilasciati dopo l'approvazione di ogni singolo bilancio e a essi allegati. Si cita il comunicato del 16 febbraio 2018: "l'integrazione di WhiteWave sta procedendo bene, sono già state realizzate sinergie per più di 50 milioni di USD, addirittura in anticipo rispetto al piano". Nei comunicati successivi non è più stata citata WhiteWave nei fatti salienti.

(in milioni di EUR)

	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT Danone	2.916	3.725	2.732	3.233	2.802
Variazione %	/	27,7%	-26,7%	18,3%	-13,3%
EBIT WhiteWave	381				

Tabella 6.7: EBIT di Danone e la sua variazione percentuale negli anni dal 2016 al 2020. EBIT di WhiteWave nel 2016. Fonte: (rielaborazione propria) Bilanci Danone.

Recurrig EPS

Il *recurring EPS* (*recurring Earnings per Share*), in italiano l'utile ricorrente per azione, è definito come il rapporto tra il *recurring net income*, ovvero l'utile netto ricorrente, e il numero di azioni. Viene utilizzata questa tipologia di indicatore, rispetto al classico *EPS*, poiché per esaminare l'andamento di un'acquisizione come questa, di tipologia orizzontale, è significativo analizzare se la società genera maggior valore nella sua attività ordinaria e ricorrente, cioè la produzione e la vendita di derivati del latte, prodotti per la nutrizione medica e acqua in bottiglia, e non considerare quindi la plusvalenza o la perdita generata da fatti straordinari quali operazioni di M&A, svalutazioni oppure riorganizzazioni. Negli obiettivi di acquisizione, esposti nel 2016, Danone afferma che punterà ad ottenere un aumento dell'*EPS* già dal primo anno, fino ad arrivare ad un +10% a regime. Effettivamente questo risultato è stato raggiunto al primo anno, realizzando un incremento dell'*EPS* del 12,6%, portandolo a 3,49 EUR per azione. Negli anni successivi, dopo essere rimasto praticamente costante nel 2018, salirà a 3,85 EUR per azione nel 2019 per poi crollare l'anno successivo, probabilmente a causa della pandemia, attestandosi su 3,34 EUR per azione.

	2016	2017	2018	2019	2020
Utile netto ricorrente <i>(in milioni di EUR)</i>	1.911	2.186	2.304	2.502	2.174
Numero di azioni	616.700.618	627.121.266	643.450.446	649.106.039	649.968.644
Recurring EPS (€/azione)	3,10	3,49	3,56	3,85	3,34
Variazione %	/	12,6%	2%	8,2%	-13,3%

Tabella 6.8: Utile netto ricorrente, numero di azioni, recurring EPS e variazione annua dell'EPS per Danone negli anni 2016-2020. Fonte: (rielaborazione propria) Bilanci Danone.

A conferma di quanto sopra detto, nelle slides in cui vengono commentati i fattori che contribuirono alla variazione dell'EPS (Figura 6.5), l'acquisizione di WhiteWave viene citata solamente nel 2017 e 2018. Essa apportò una variazione positiva del 9,1% nel 2017 e dell'1% nel 2018, non venne più citato il suo contributo negli anni successivi. Inoltre Danone per il primo anno, il 2017, si prefissò e riuscì a conseguire l'obiettivo di aumentare del 12% l'EPS, senza considerare gli effetti del tasso di cambio, il cui impatto per il 2017 è stato stimato dalla società del -1,6%.

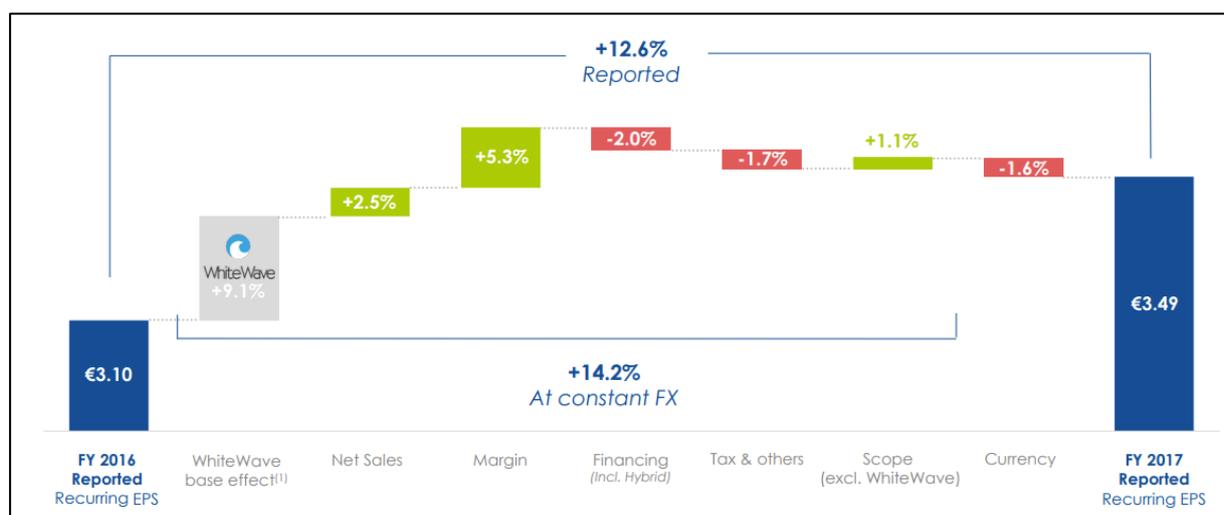


Figura 6.5: Componenti della variazione del recurring EPS di Danone nel 2017. Fonte: Presentazione del 16 febbraio 2018, commento ai risultati finanziari di Danone di fine anno 2017.

L'indebitamento

Prima dell'acquisizione, nel 2016, il debito netto⁶ della società ammontava a 7,3 miliardi di EUR (Tabella 6.9) e quello della Target a circa 2 miliardi di EUR. Nel 2017, in seguito all'acquisizione, esso è salito a 15,2 miliardi di EUR. Danone infatti finanziò l'intera operazione con un'emissione obbligazionaria avvenuta con largo anticipo a ottobre del 2016. La cassa così generata, in attesa di essere impiegata per l'acquisto delle azioni della WhiteWave, è stata principalmente investita in fondi SICAV di diritto francese.

Dal 2018 in poi la società è riuscita a ridurre il debito e a ottenere una posizione finanziaria netta costante tra i -12 e i -13 miliardi di EUR. Si può constatare quindi che l'obiettivo, prefissato nel 2016, di portare il rapporto indebitamento netto su EBITDA a circa 3 è stato parzialmente raggiunto. Si nota però che l'EBITDA dal 2016 al 2020 è cresciuto di 157 milioni di EUR mentre l'indebitamento netto è aumentato di quasi 5 miliardi di EUR, non si può affermare quindi che questo sia stato un risultato eccellente.

(in milioni di EUR)

	2016	2017	2018	2019	2020
Debito finanziario totale	20.941	19.320	17.807	17.353	16.397
Totale disponibilità liquide e attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazione	13.638	4.100	5.038	4.275	4.273
Indebitamento netto	7.303	15.220	12.769	13.078	12.124
EBITDA	3.865	4.720	3.595	4.104	4.022
Net debt/EBITDA	1,89x	3,22x	3,55x	3,19x	3,01x

Tabella 6.9: Debito totale, indebitamento netto, EBITDA e rapporto net debt /EBITDA per Danone negli anni 2016-2020. Fonte: (rielaborazione propria) Bilanci Danone.

Capitalizzazione di mercato

Analizzando la capitalizzazione di mercato del gruppo Danone (Tabella 6.10Tabella 6.6) si vede come gli investitori hanno preso positivamente l'acquisizione di WhiteWave da parte del gruppo tanto che la capitalizzazione è cresciuta del 19% tra il 2016 ed il 2017 passando da 39 a 47 miliardi di EUR. Nel 2017 la Danone ha inoltre registrato una performance del 7% superiore a quella del principale indice di Borsa francese, CAC40. Nel 2019 il prezzo delle

⁶ L'indebitamento netto è calcolato come la somma dei debiti finanziari e dei titoli di debito emessi dalla società meno le disponibilità liquide, i mezzi equivalenti e le attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni.

azioni raggiungerà il suo apice superando i 50 miliardi di EUR di capitalizzazione, per poi crollare a 27 miliardi di EUR nel 2020, in questo caso molto probabilmente le misure restrittive per il contenimento della diffusione del COVID-19 furono le principali responsabili e quindi un fattore completamente estraneo alla nostra analisi.

	2016	2017	2018	2019	2020
Prezzo delle azioni (in EUR)	60,2	69,95	61,51	73,9	53,76
Capitalizzazione di mercato (in milioni di EUR)	39.485	46.916	42.138	50.704	36.913
Variazione %	/	18,2%	-10,2%	20,3%	-27,2%

Tabella 6.10: Capitalizzazione di mercato di Danone e la sua variazione percentuale negli anni 2016-2020. Fonte: (rielaborazione propria) Bilanci Danone.

Crescita degli ultimo otto anni

Per allargare il campo di analisi sono stati esaminati i numeri della società nei quattro anni precedenti e nei quattro anni successivi all'acquisizione (Tabella 6.11), per provare a valutare se l'acquisizione di WhiteWave sia stata un fattore di accelerazione per la crescita del gruppo Danone. Da una prima analisi non sembrerebbe così, infatti i valori del fatturato sono in leggera crescita per un 13% totale in 8 anni, mentre l'EBIT è rimasto praticamente costante e passando da 2.747 milioni di EUR a 2.802 milioni di EUR. L'utile per azione è invece in crescita, da 3,10 EUR per azione a 3,34 EUR per azione, considerando però che l'EBIT ha avuto un aumento molto limitato, la crescita dell'EPS sarà dovuta principalmente all'effetto della differenza nella tassazione dell'imponibile e dalla spesa per interessi, non dalla gestione ordinaria della società. La capitalizzazione di borsa, è il valore con il maggior aumento, fino all'anno 2019, probabilmente ciò può essere spiegato con la tendenza, dell'ultimo decennio, di importante crescita delle valorizzazioni di borsa e dei P/E dovuti principalmente a fattori macro-economici come il *quantitative easing* americano e la grande quantità di denaro liquido disponibile per numerosi investitori più che a fattori derivanti dall'operatività ordinaria o dalla strategia di crescita del gruppo Danone. Si nota come tra il 2019 e il 2020 tutti i valori presi in esame abbiano subito una forte riduzione, ciò è sicuramente attribuibile all'avvento della pandemia di Covid-19, che ha causato, allo stesso tempo, una riduzione delle vendite e un aumento dei costi delle materie prime, degli imballaggi e in generale della produzione e della logistica.

(in milioni di EUR)	2012	2016	2019	2020
---------------------	------	------	------	------

Fatturato	20.869	21.944	25.287	23.620
Variazione %		5,15%	15,2%	7,6% (rispetto al 2016)
EBIT	2.747	2.916	3.233	2.802
Variazione %		6,15%	10,9%	-3,9% (rispetto al 2016)
Recurring EPS	3,01	3,10	3,85	3,34
Variazione %		3%	24,2%	7,7% (rispetto al 2016)
Capitalizzazione di mercato	36.913	39.485	50.704	32.097
Variazione %		7%	28,4%	-36,7% (rispetto al 2016)

Tabella 6.11: Valori di fatturato, EBIT, recurring EPS e capitalizzazione di mercato di Danone, negli anni 2012, 2016, 2020 per fare un'analisi della crescita negli ultimi otto anni. Fonte: (rielaborazione propria) Bilanci Danone.

3. Conclusioni sull'analisi del bilancio consolidato

Si provano ora a trarre le prime conclusioni derivanti dall'analisi del bilancio consolidato del gruppo Danone. Il primo impatto sul giudizio dell'acquisizione non è così positivo. Il fatturato del gruppo, già dal primo anno successivo all'acquisizione è risultato inferiore alla somma dei fatturati delle due società indipendenti. Gli obiettivi di EBIT prefissati, inoltre, non sembrerebbero essere stati ottenuti. L'utile per azione, EPS, invece è migliorato significativamente già dal primo anno, probabilmente, se non fosse stato per il verificarsi della pandemia globale di Covid-19, che l'ha penalizzato in maniera significativa, sarebbe stato raggiunto il traguardo predefinito e quindi si affermerebbe con maggior sicurezza che la scelta di acquisire WhiteWave sia stata quella giusta. Ma nonostante i numeri del gruppo Danone post-acquisizione non siano così incoraggianti, tale operazione ha sicuramente permesso a Danone di continuare a crescere e di mantenere la sua posizione dominante nel mercato.

4. Analisi di indicatori più specifici e delle singole Business Unit

Si andranno adesso ad analizzare alcuni indicatori più specifici e operativi per provare a comprendere ancora meglio le sinergie create tra Danone e WhiteWave. I documenti consultati ed esaminati sono le relazioni di commento al bilancio, come da norma di legge, presenti sul sito ufficiale del gruppo Danone. Si parte con una considerazione molto importante citando testualmente la slide 67 della presentazione in allegato al bilancio dell'anno 2017:

“Sin dal completamento dell’acquisizione di WhiteWave le attività delle due società sono state sovrapposte e si combinano generando sinergie. Analizzare separatamente i dati di WhiteWave e di Danone nella loro forma pre-acquisizione non ha più un significato poiché ciò non riflette la loro reale performance. Per questo motivo Danone ha deciso di creare un nuovo indicatore per monitorare la performance di WhiteWave all’interno del gruppo, questo indicatore è detto “like-for-like New Danone”. Esso sarà usato a partire dal secondo trimestre del 2017 fino alla fine del 2018. Le variazioni del fatturato e del margine operativo ricorrente like-for-like riflettono la performance organica di Danone ed escludono essenzialmente l’impatto di:

- Variazioni dell’area di consolidamento;*
- Cambiamenti nei principi contabili applicabili;*
- Variazioni dei tassi di cambio, il tasso di cambio utilizzato per il calcolo degli indicatori è un tasso annuo previsionale determinato da Danone per l’anno in corso e applicato sia all’anno precedente che a quello in corso.”.*

Viene evidenziato inoltre che il classico indicatore *like-for-like*, utilizzato da Danone fino al 2017, non rifletterebbe accuratamente l’andamento dell’azienda e nemmeno le differenze tra *like-for-like New Danone* e il *like-for-like* normale definirebbero in maniera puntuale il contributo che WhiteWave ha apportato alla performance del gruppo, quindi la stessa società ha deciso di non fornire i valori di questo indicatore fino alla fine del 2018, sostituendolo invece con il “New Danone”.

Fatte queste premesse si passa a esaminare e valutare, per quanto possibile, l’andamento dell’acquisizione.

Danone a partire dal 2017 divide la sua attività ordinaria in tre linee di business principali, per ognuna di esse, nei documenti di commento al bilancio annuale (Registration Document), la società fornisce i valori relativi alle vendite e ai proventi di gestione ricorrente. Le quattro Business Unit (vendite distribuite come in Figura 6.6) sono:

- **Essential Dairy and Plant-Based (EDP):** essa comprende la produzione e la distribuzione di prodotti a base di latte fresco, fermentato e biologico, prodotti e bevande vegetali, a base di soia, mandorla, nocciola, riso, avena o cocco e infine le creme da caffè. Questa divisione rinnova costantemente la propria linea di prodotti in termini di sapore, consistenza, ingredienti, contenuto nutrizionale e imballaggio. Questa capacità

innovativa permette di raggiungere nuovi consumatori e sviluppare nuove opportunità di consumo, adattandosi ai gusti e alle abitudini alimentari locali di ciascun mercato e assicurandosi di coprire tutte le fasce di prezzo. La strategia di questa divisione ruota intorno all'espansione della quota mercato attraverso il mantenimento di elevati standard di qualità e lo sviluppo continuo di nuovi prodotti. Questa Business Unit viene ulteriormente divisa in:

- **EDP International:** ovvero tutte le attività di questa divisione svolte nel mondo a esclusione di quelle negli Stati Uniti e in Canada. La linea di prodotti e bevande a base vegetale è stata introdotta da Danone solo con l'acquisizione di WhiteWave nell'aprile 2017, con essa cercherà di sviluppare e promuovere la categoria di prodotti vegetali in tutto il mondo. I marchi leader di questa divisione sono: Alpro, che comprende l'intera linea a base vegetale offerta in Europa ed esportata in altri 54 paesi del mondo; Danone, Activia e Actimel, marchi di punta nella categoria degli yogurt; Oikos, invece per lo yogurt greco; Danonino, che offre prodotti per bambini; Danette o Danissimo, note per i dessert; Les 2 Vaches, marchio di prodotti biologici.
- **EDP Noram:** è la divisione nordamericana che include cinque categorie di prodotti, ognuna con il proprio portafoglio di marchi: quella dello yogurt, che rappresenta circa il 40% delle vendite, quella dei prodotti a base vegetale, circa il 20% del fatturato. Questi prodotti hanno iniziato ad essere commercializzati negli Stati Uniti solo dopo l'acquisizione di WhiteWave con i marchi Silk, So Delicious e Vega. La categoria delle creme per i caffè, che corrisponde circa al 20% delle vendite, quella Premium Dairy che comprende la vendita a marchio Horizon di latte, formaggio e snack biologici. E infine la categoria Fresh Foods che include la distribuzione a marchio Earthbound di insalate confezionate, frutta e verdura biologica fresca e congelata.
- **Specialized Nutrition:** essa comprende la produzione e commercializzazione di prodotti specifici per neonati, bambini, anziani o persone con malattie che necessitano di una particolare tipologia di nutrizione.
- **Waters:** che include la produzione e la vendita di acqua minerale, oppure arricchita con gusti e vitamine, in bottiglia.

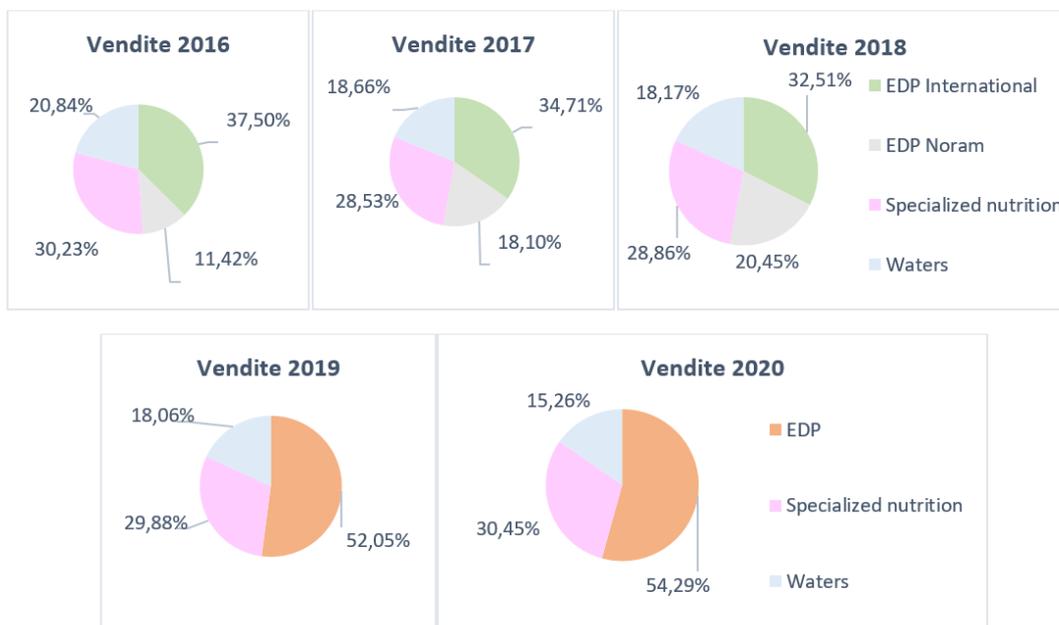


Figura 6.6: Distribuzione delle vendite nelle varie divisioni. Fonte: (rielaborazione propria) Bilanci Danone.

Partendo dall'analisi della performance del gruppo nel mercato nord americano si evidenzia un effetto importante di crescita a seguito dell'acquisizione di WhiteWave. Il fatturato generato dalla divisione EDP Noram raddoppia in due anni passando da 2,5 miliardi di EUR nel 2016 fino a superare i 5 miliardi di EUR alla fine del 2018. Purtroppo negli anni successivi la società Danone ha cambiato il modo di fornire i report sulle sue Business Unit e ciò non permetterà di dichiarare con certezza se è stato raggiunto l'obiettivo, prefissato nel 2016, di arrivare a 6,3 miliardi di EUR di fatturato in Nord America entro il 2020. Probabilmente questo obiettivo non è stato concretizzato poiché il fatturato totale della divisione EDP dal 2018 al 2020 è in leggera diminuzione e quindi è molto improbabile che ci sia stata una crescita di 1,3 miliardi di EUR solamente nel mercato americano, necessaria a raggiungere l'obiettivo. A ulteriore conferma si evidenzia il fatto che le altre due divisioni, Specialized Nutrition e Waters, le quali vendono in tutto il mondo, insieme sono cresciute di soli 900 milioni di EUR fino al 2019, prima dell'impatto della pandemia che ha causato su queste divisioni una perdita di fatturato pari a 1,3 miliardi di EUR. In generale è stato evidenziato che l'aumento delle vendite non è dovuto principalmente a una crescita del volume venduto ma del valore.

VENDITE

(in milioni di EUR)	2016	2017	2018	2019	2020
EDP International	8.229	8.424	8.015		
Variazione %	/	2,37%	-4,86%		
EDP Noram	2.506	4.530	5.041		
Variazione %	/	80,77%	11,28%		
EDP	10.735	12.954	13.056	13.163	12.823
Variazione %	/	20,67%	0,79%	0,82%	-2,58%
Specialized Nutrition	6.634	7.102	7.115	7.556	7.192
Variazione %	/	7,05%	0,18%	6,20%	-4,82%
Waters	4.574	4.621	4.480	4.568	3.605
Variazione %	/	1,03%	-3,05%	1,96%	-21,08%
TOT	21.943	24.677	24.651	25.287	23.620
Variazione %	/	12,46%	-0,11%	2,58%	-6,59%

Tabella 6.12: Valori delle vendite di Danone e variazioni percentuali divise per Business Unit, dal 2016 al 2020. Fonte: (rielaborazione propria) Bilanci Danone.

Danone, per gli anni 2017 e 2018, fornisce un riepilogo dei fattori che hanno influenzato l'andamento delle vendite (Tabella 6.13 e Tabella 6.14).

VENDITE anno 2017

	EDP International	EDP Noram	Specialized nutrition	Waters	TOT
Aumento percentuale effettivo	2,4%	80,8%	7,1%	1,0%	12,5%
Tasso di cambio	-0,1%	-2,4%	-1,8%	-3,4%	-1,6%
Cambiamento area consolidamento	-1,0%	-5,4%	-0,2%	-0,1%	-1,1%
WhiteWave base effect	4,8%	90,6%	-0,2%	-0,2%	12,7%
Like-for-like New Danone	-1,3%	-2,0%	9,3%	4,7%	2,5%

Tabella 6.13: Contributi ai tassi di variazione delle vendite degli anni 2017 e 2018 di Danone. Fonte: (rielaborazione propria) slide 57 presentazione anno 2017.

VENDITE anno 2018

	EDP International	EDP Noram	Specialized nutrition	Waters	TOT
Aumento percentuale effettivo	-4,9%	11,3%	0,5%	-3,2%	-0,7%
Tasso di cambio	-8,4%	-4,5%	-5,0%	-7,7%	-6,6%
Cambiamento area consolidamento	0,1%	-4,5%	-	-0,5%	-0,8%
WhiteWave base effect	1,6%	19,7%	-0,2%	-0,1%	4,0%
Like-for-like New Danone	0,1%	1,5%	5,9%	5,3%	2,9%

Tabella 6.14: Contributi ai tassi di variazione delle vendite degli anni 2017 e 2018 di Danone. Fonte: (rielaborazione propria) slide 54 presentazione anno 2018.

Danone definisce il contributo dell'acquisizione come il *WhiteWave base effect*, si nota che nel 2017 l'impatto sulla divisione EDP Noram fu molto significativo, ovvero portò ad un incremento del 90,6%, dovuto alla combinazione delle attività delle due imprese. Nel 2018 invece l'integrazione con WhiteWave contribuì per una crescita del 19,7%, ciò può essere spiegato dall'ottenimento delle sinergie operative e dall'efficientamento dei processi di produzione e distribuzione. Si evidenzia, inoltre, che il fatturato di entrambi gli anni ha subito un impatto negativo a causa dei tassi di cambio, del -1,6% nel 2017 e del -6,6% nel 2018. Infine, nel 2017, Danone, per via di una decisione dell'Antitrust, dovette vendere il proprio marchio Stonyfield, ciò causò, quindi, una riduzione del 5,4% sulle vendite della divisione EDP Noram. Prendendo infine in considerazione l'indicatore *like-for-like New Danone*, per entrambi gli anni, le divisioni maggiormente in crescita furono quelle di Specialized Nutrition e Waters. Nel 2017 la divisione EDP Noram viene considerata in perdita secondo questo indicatore, infatti come venne già evidenziato nel paragrafo riguardante l'analisi del fatturato, il totale delle vendite del gruppo nel 2017 risulta inferiore alla somma delle vendite delle due imprese stand-alone nel 2016. Nel 2018 la ridotta crescita *like-for-like* della divisione EDP International è invece da attribuire principalmente a un boicottaggio contro la Danone in Marocco, che causò una riduzione delle vendite in questo paese del 30% circa. Analizzando quindi la variazione

*like-for-like*⁷ delle vendite totali di Danone, si nota che l'obiettivo di crescita annua compreso tra lo 0,5% e l'1% è stato raggiunto e notevolmente superato per i primi due anni, solo nel 2020 l'impresa ha registrato un netto calo delle vendite, influenzate sicuramente dalla pandemia globale.

(in milioni di EUR)	2016	2017	2018	2019	2020
Vendite totali	21.944	24.812	24.651	25.287	23.620
Variazione <i>like-for-like</i>	/	2,5%	2,9%	0,71%	-1,5%

Tabella 6.15: Vendite totali di Danone e variazione *like-for-like* negli anni dal 2016 al 2020. Fonte: (rielaborazione propria) Bilanci Danone.

Un'ulteriore importante chiave di lettura può essere data dall'analisi della variazione di marginalità a seguito di questo importante aumento di fatturato, soprattutto della divisione EDP Noram. Il margine operativo ricorrente (*recurring operating margin*) fornito nei bilanci di Danone viene calcolato come il rapporto tra il reddito operativo ricorrente e il fatturato. Il reddito operativo ricorrente (*recurring operating income*) invece è calcolato nel seguente modo:

Fatturato
- Costo del venduto
- Spese di vendita
- Spese generali e amministrative
- Costo di ricerca e sviluppo
- Altre spese
<hr/>
Reddito operativo ricorrente

Figura 6.7: Calcolo del reddito operativo ricorrente.

La divisione americana, nel 2016, riportò una marginalità del 60% superiore a quella della divisione europea, invece a seguito dell'integrazione con WhiteWave la marginalità americana è scesa da 14 punti sul fatturato a 11,7, quindi, come spesso accade, importanti incrementi di fatturato possono andare a discapito del margine. Nonostante questo il gruppo Danone è riuscito a incrementare i margini totali tutti gli anni, dal 2017 al 2019, subì solo una leggera flessione nel 2020 probabilmente a causa della pandemia di Covid-19. Nel 2018 invece il ridotto aumento

⁷ Per l'anno 2017 e 2018 viene utilizzato il *like-for-like* New Danone, invece per quelli successivi si ritorna al *like-for-like* classico.

di marginalità è stato dovuto a una pesante inflazione dei prezzi delle materie prime utilizzate da Danone, specialmente per il latte vaccino e il PET, ovvero la plastica impiegata per gli imballaggi.

MARGINE OPERATIVO RICORRENTE					
	2016	2017	2018	2019	2020
EDP International	8,88%	9,02%	9,06%		
Variazione %	/	1,56%	0,40%		
EDP Noram	14,01%	12,27%	11,70%		
Variazione %	/	-12,37%	-4,64%		
EDP	10,08%	10,16%	10,08%	10,22%	10,16%
Variazione %	/	0,79%	-0,78%	1,37%	-0,55%
Specialized nutrition	21,39%	23,73%	24,76%	25,25%	24,51%
Variazione %	/	10,92%	4,38%	1,97%	-2,92%
Waters	11,39%	11,71%	10,78%	12,98%	6,96%
Variazione %	/	2,78%	-7,91%	20,41%	-46,37%
TOT	13,77%	14,35%	14,45%	15,21%	14,04%
Variazione %	/	4,22%	0,64%	5,29%	-7,67%

Tabella 6.16: Valori delle vendite di Danone e variazioni percentuali, divise per Business Units, dal 2016 al 2020. Fonte: (rielaborazione propria) Bilanci Danone.

Impatto della pandemia di Covid-19 sulle attività e performance di Danone nel 2020

Nel 2020, le vendite del gruppo consolidate sono state di 23,6 miliardi di EUR, in calo del 6,6% rispetto all'anno precedente, ciò è stato causato principalmente dall'impatto negativo dei tassi di cambio, dalla riduzione delle attività nelle diverse categorie, soprattutto Specialized Nutrition e Waters, e in numerosi paesi, in particolare in Cina, che rappresenta il secondo mercato in termini di vendite e il primo in termini di profitti per Danone. Le vendite di latte artificiale effettuate in Cina sono state fortemente penalizzate dalla chiusura dei confini con Hong-Kong e dalle limitazioni di viaggio verso la Cina continentale. Inoltre in Europa, America Latina e Africa le vendite al settore della ristorazione sono crollate rapidamente a causa delle numerose restrizioni e dei lockdown. È da considerare però che è stato accelerato significativamente lo sviluppo dei canali di vendita online. Il margine operativo ricorrente di Danone si è attestato al 14%, in calo circa del 7% rispetto all'anno precedente, ciò include un effetto negativo di 150 milioni di EUR di costi incrementali, sanitari, industriali e logistici, direttamente legati al Covid-19, sostenuti per garantire la sicurezza dei dipendenti e la continuità delle attività.

Analisi della conferenze stampa di fine anno⁸ del 2017 e 2018

Alla fine del 2017 la società affermò che l'integrazione di WhiteWave stava procedendo bene e che erano già stati ottenuti oltre 50 milioni di USD di sinergie, essendo addirittura in anticipo rispetto al piano strategico. Questi 50 milioni di USD di sinergie derivavano principalmente dal trasferimento dell'attività statunitense del gruppo in un solo quartier generale, dalla ridefinizione della forza vendita prendendo il meglio delle due strutture e l'efficientamento dei costi delle funzioni di back office.

Nel 2018 Danone dichiarò che la realizzazione delle sinergie previste per l'acquisizione di WhiteWave continuava ad avanzare, erano già stati raggiunti più di 180 milioni di USD di sinergie cumulative. Essendo l'obiettivo da raggiungere, entro il 2020, di 300 milioni di USD di sinergie, nei primi due anni a seguito dell'acquisizione la società ne aveva già ottenute più della metà. Negli anni successivi avrebbe quindi dovuto ottenere gli ulteriori 120 milioni di USD, ma stranamente, dal 2019 in poi, l'acquisizione di WhiteWave non venne più citata nelle *press release* di commento ai risultati di bilancio di fine anno.

Per quanto riguarda gli aspetti finanziari: nel 2017 l'indebitamento netto è aumentato di 7,9 miliardi di EUR come conseguenza dell'essersi indebitati per l'acquisizione di WhiteWave e di essersi fatti carico del suo debito bancario. Il costo del debito invece è passato da 146 milioni di EUR a 263 milioni di EUR, in percentuale però il costo del debito è sceso, passando dal 1,95% all'1,71%. Danone per evitare che il costo del proprio debito salisse decise inoltre, ad ottobre del 2017, di rimborsare un debito privilegiato dell'Acquisita per 500 milioni di EUR che sarebbe scaduto nel 2022, esso aveva un rendimento per i sottoscrittori del 5,375%.

Nel 2018 invece l'indebitamento netto di Danone ammontava a 12,7 miliardi di EUR, ovvero 2,6 miliardi di EUR in meno rispetto al 31 dicembre 2017. Le ragioni principali di questo miglioramento sono state l'aumento del flusso di cassa operativo, di 2,2 miliardi di EUR, circa il 9% del fatturato, e la cessione del 14,7% delle partecipazioni in Yakult (Giappone) durante il primo semestre del 2018.

⁸ Press release, Full Year Results 2017, 2018.

5. Conclusioni

Come già era stato affermato nelle premesse, ora, dopo aver svolto tutta l'analisi, si conferma la difficoltà di fornire un giudizio univoco sulla bontà dell'acquisizione. È certo che il gruppo Danone nei cinque anni di gestione dal 2016 al 2020 ha continuato a mantenere una posizione dominante nel mercato ed è stata in grado di ottenere discrete sinergie dall'acquisizione di WhiteWave. A partire dal 2017 ha fortificato notevolmente la propria posizione sul mercato statunitense, ha ampliato la propria gamma prodotti, sviluppando particolarmente il segmento dei prodotti a base vegetale e delle creme per il caffè, e infine ha migliorato la redditività dell'azienda. Al fine di raggiungere questi obiettivi l'azienda ha però dovuto aumentare il proprio indebitamento netto, passando da 1,9 volte l'EBITDA nel 2016 a 3 volte l'EBITDA nel 2020. Mantenere il debito entro questi limiti è stato l'unico obiettivo dell'acquisizione di WhiteWave che si può affermare con certezza sia stato completamente raggiunto, gli altri, invece, hanno avuto dei completamenti parziali. Ciò potrebbe portare a commentare negativamente le scelte strategiche del gruppo Danone, ma come spesso può accadere, gli obiettivi fissati dal management nei momenti di definizione e chiusura di un deal sono troppo ottimistici e tendono a sottostimare le reali difficoltà di integrazione delle due imprese.

Sicuramente il fatto che il quinquennio su cui si erano prefissati di raggiungere gli obiettivi terminasse nell'anno di inizio della pandemia non aiuta a formulare un giudizio positivo dell'acquisizione di WhiteWave, essa ha però permesso al gruppo Danone di crescere, aumentare la propria quota di mercato in Nord America e distribuire utile agli azionisti.

7 Conclusioni

Durante lo sviluppo di questa tesi i processi di fusione e acquisizione sono stati analizzati nel dettaglio, soffermandosi sull'importanza delle sinergie, esse infatti sono considerate una variabile non marginale nella determinazione del prezzo di acquisizione, ovvero concorrono alla spiegazione della differenza tra il valore dell'impresa indipendente e il suo valore nella combinazione con l'Acquirente, il cosiddetto premio di acquisizione. Le motivazioni che portano le imprese a effettuare operazioni di amministrazione straordinaria sono generalmente connesse alla costruzione o alla difesa del vantaggio competitivo, esso infatti permette di rimanere in condizioni di economicità.

Queste operazioni sono da ritenersi una delle principali strategie utilizzate per lo sviluppo esterno dell'impresa. Le imprese possono decidere di integrarsi verticalmente, con fornitori o clienti, al fine di aumentare i margini mediante una riduzione dei costi e delle incertezze legate a comportamenti opportunistici, oppure di espandersi orizzontalmente aumentando le vendite, potenziando le quote di mercato, generando economie di scala e incrementando l'offerta di prodotti, oppure infine acquisendo un'impresa in un business diverso con lo scopo principale di diversificare la propria attività. L'esistenza di diverse tipologie di operazioni ha portato alla presenza di un'ampia letteratura e di numerosissimi studi, che mirano ad analizzare ogni diversa sfaccettatura e aspetto di questi processi.

A supporto di queste teorie è stato analizzato il caso di acquisizione dell'impresa WhiteWave da parte della multinazionale francese Danone. È bene però evidenziare come l'elevato numero di sinergie attese, alcune di carattere strettamente economico e finanziario mentre altre di carattere più strategico e operativo, abbia reso difficile, per un osservatore esterno, e addirittura per lo stesso management interno, definire se l'acquisizione sia stata di successo o meno. Il caso è stato studiato mediante un'analisi dei report finanziari pre-acquisizione, dove sono state riportate le sinergie attese dal management, come l'aumento delle vendite, dell'EPS, dell'EBIT e delle quote di mercato negli Stati Uniti. Successivamente sono stati esaminati i bilanci consolidati di Danone, andando a ricercare se le strategie fossero state ottenute, le dimensioni delle parti e l'analisi dei bilanci influenzati non solo dall'acquisizione presa in esame ma anche da altre operazioni di M&A e soprattutto dall'andamento del business ordinario di Danone e del suo mercato, hanno reso l'analisi più complicata e meno oggettiva.

8 Bibliografia e sitografia

LIBRI

Baumol V., Panzar J., Willing R., *Contestable markets and theory of industry structure*, New York, Harcourt Brace Jovanovich, 1982.

Berk J., DeMarzo P., *Corporate finance*, 3 ed. Pearson, 2014, cap.19, 22, 23, 28.

Caiazza R., *Cross-border M&A: determinanti e fattori di successo*, Torino, Giappichelli, 2011.

D'Albora M., Tartaglia E., *M&A Mergers & Acquisitions*, I ed., Rome, Aracne editrice, 2011.

Gaughan P., *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, VI ed., Hoboken, New Jersey, Wiley, 2015, cap.2,4,15.

Grant R.M., *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, V edizione, Bologna, Il Mulino, 2016.

Hiller D., Ross S., Westerfield R., Jaffe J., Jordan B., *Corporate Finance*, III ed., Milano, McGraw-Hill Education. 2018, cap.4,15.

Massari M., Zanetti L., *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, II ed., Milano, McGraw-Hill Education, 2008.

Puranam P., & Vanneste B., *Corporate strategy: Tools for analysis and decision-making*, Cambridge, Cambridge University Press, 2016.

Ravazzi P., Rondi L., *L'Impresa. Organizzazione, Strategie e Tecniche Contabili*, Bologna, Il Mulino, 2007, cap.1.

Rock M.L., *Fusioni e acquisizioni: aspetti strategici, finanziari e organizzativi*, Milano, McGraw-Hill, 1990.

Russo A., *Gestire un'acquisizione: progettazione, controllo e finanziamento*, I ed., Milano, Egea, 2008.

Spagna F., *Mergers and acquisitions: Profili strategici, finanziari e valutativi*, I ed., All Around, 2021.

Testo Unico della Finanza, 2021.

Zanetti L., *La valutazione delle acquisizioni. Sinergie, rischio e prezzi*, Milano, Egea, 2000.

ARTICOLI

Adams W., Love H.A., Capps O., *Structural Analysis of Mergers and Acquisitions in the Food Industry*, Journal of Food Distribution Research, 1997.

Barney J.B., *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*, Journal of Management, v.17, pp.99-120, 1991.

Bhattacharyya S., Nain A., *Horizontal Acquisitions and Buying Power: A Product Market Analysis*, Journal of Financial Economics, v. 99, 97–115, 2011.

Blunck B. W., Bartholdy J., Poulsen T., *What drives private and public merger waves in Europe?*, 2009.

Chirjevskis A., Joffe L., *How to Create Competence-based Synergy in M&A?*, The Icfai Journal of Mergers & Acquisitions, v. IV, pp.43–61, 2007.

Church J., *The Impact of Vertical and Conglomerate Mergers on Competition*, for Competition Directorate Merger Task Force European Commissio, 2004.

Craninckx K., Huyghebaert N., *Can Stock Markets Predict M&A Failure? A Study of European Transactions in the Fifth Takeover Wave*, European Financial Management, Vol. 17, pp. 9-45, 2010.

Damodaran A., *The Value of Synergy*, Working Paper Series, Social Science Research Network, New York, 2005.

European Comission, *Case m.8150 - Danone / the WhiteWave Foods regulation, no 139/2004 merger procedure*, Brussel, 2016.

Fuad M., Gaur A.J., *Merger waves, entry-timing, and cross-border acquisition completion: a frictional lens perspective*, Journal of World Business, 2018.

Martos-Vila M., Rhodes-Kropf M., Harford J., *Financial Buyers vs. Strategic Buyers*, Chicago, 2013.

Muehlfeld K., Weitzel U., Witteloostuijn A., *Mergers and acquisitions in the global food processing industry in 1986-2006*, Food Policy, v.36, pp. 466-479, 2011.

Myers S.C., Majluf N., *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information That Investors Do Not Have*, Journal of Financial Economics, v.13, pp.187-221, 1984.

Notari M., *Gli aumenti di capitale nelle società quotate*, Convegno Le operazioni sul capitale sociale organizzato dalla Fondazione Italiana per il Notariato, Milano, 29 marzo 2008.

Pablo A.L., *Determinants of acquisition integration level: a decision-making perspective*, Academy of Management Journal, v.37, n.4, pp.803-836, 1994.

Palcic D. Reeves E., *Privatization and the economic performance of Irish Sugar/Greencore*, Applied Economics, v. 47, n. 55, pp. 5945–5961, 2015.

Pray B., Pitts S., Kamery R., *Types of vertical acquisitions and returns to acquiring firms*, Allied Academies Internet Conference, Vol.6, pp.28-32, 2004.

Rumelt R.P., *Strategy, structure and economics performance in large industrial corporation*, Harvard Business School Press, 1974.

<https://www.referenceforbusiness.com/>

<https://www.ssrn.com/index.cfm/en/>

<https://www.bankpedia.org/>

<https://www.deanfoods.com/>

<https://www.danone.com/>

<https://www.greencore.com/>

<https://www.bvdinfo.com/>

<https://www.refinitiv.com/en>

https://www.law.cornell.edu/wex/public_benefit_corporation

<https://www.fooddrinkeurope.eu/wp-content/uploads/2021/11/FoodDrinkEurope-Data-Trends-2021-digital.pdf>

<https://www.stout.com/en/insights/industry-update/food-industry-recent-ma-highlights>

<https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/ma-statistics-by-industries/>