Scuola universitaria professionale della Svizzera italiana
Dipartimento economia aziendale, sanità e sociale

SUPSI

# Criticità, conseguenze e impatto delle aggregazioni aziendali sulla gestione operativa, strategica e a livello di Supply Chain Management

Studente/essa
- Rodrigo Antonio Pecoraro

Relatore/trice
- Luca Canetta

Corso di laurea
- Master in Business Administration

Indirizzo di approfondimento
- Innovation Management

Tesi di Master

Luogo e data di consegna
Manno, febbraio 2016

**Tesi di Master**

Criticità, conseguenze e impatto delle aggregazioni aziendali sulla gestione operativa, strategica e a livello di Supply Chain Management

Autore: Rodrigo Antonio Pecoraro

Relatore: Luca Canetta

Tesi di Master

Scuola Universitaria Professionale della Svizzera Italiana

Dipartimento economia aziendale, sanità e sociale

Manno, gennaio 2016

“L’autore è l’unico responsabile di quanto contenuto nel lavoro”

STUDENTSUPSI

## Abstract

L'universo delle fusioni e acquisizioni, muove ogni anno miliardi di capitali, stravolgendo strutture societarie, strategie e tutti gli attori legati ad esse. L'avvento della globalizzazione, la necessità di allargare i propri confini aziendali e la difficoltà a ottenere una crescita organica ha portato molte aziende a ricorrere a linee esterne attraverso operazioni straordinarie come le fusioni e le acquisizioni. Attraverso questo lavoro si sono volute mostrare le criticità concernenti i processi di M&A focalizzandosi sull'impatto che esse hanno sulla gestione operativa, strategica, finanziaria e sulla catena del valore. Inizialmente è stato analizzato il fenomeno a livello globale, sono state estrapolate le caratteristiche principali dei processi di M&A in modo tale da poterli confrontare in seguito al mercato di riferimento, ovvero quello svizzero, con un focus sulle imprese che operano nel Canton Ticino. Sono state ideate e condotte interviste ad aziende ed esperti appartenenti al settore farmaceutico, industriale e finanziario. Dalle interviste è emerso che vi è un trend in rialzo nel ricorso a operazioni di concentrazione aziendale e nei prossimi anni ciò sarà ancora più visibile. Si è riscontrato inoltre che l'impatto operativo, strategico e a livello di value chain/supply chain non può essere ricondotto a un unico modello, poiché ogni operazione di M&A si differenzia da un'altra e le variabili in gioco sono molteplici. I risultati ottenuti ci permettono di ipotizzare che le operazioni di aggregazione frazionate, condotte tra aziende dello stesso settore sono da preferire a tutte le altre tipologie per il maggior numero di sinergie ottenibili.


STUDENTSUPSI

# Indice

Abstract ..... I
Indice ..... II
Indice delle tabelle ..... IV
Indice delle illustrazioni ..... V
**1. Introduzione ..... 1**
1.1 Introduzione al tema di ricerca ..... 1
1.2 Domanda di ricerca ..... 4
1.3 Obiettivi della ricerca ..... 4
1.4 Metodologia ..... 5
**2. Analisi bibliografica ..... 5**
2.1 L'evoluzione delle aggregazioni aziendali ..... 6
2.2 Definizioni e contributi teorici ..... 8
2.3 Legame M&A – Innovazione ..... 9
2.4 Pareri negativi sulle attività di M&A ..... 10
**3 Tipologie di aggregazioni aziendali ..... 11**
3.1 Modalità di aggregazione ..... 12
**4 Le fasi del processo di M&A ..... 13**
4.1 Ricerca ..... 14
4.2 Pianificazione ..... 15
4.2.1 La fase di valutazione – "due diligence" ..... 15
4.3 Negoziazione ..... 16
4.4 Integrazione ..... 17
**5 Visione generale sull'universo delle M&A ..... 17**
5.1 Il fenomeno delle M&A nei principali mercati ..... 17
5.2 M&A in Svizzera ..... 20
**6 M&A dal punto di vista dei due attori coinvolti ..... 24**
6.1 Azienda acquirente ..... 24
6.2 Azienda target ..... 26
**7. Analisi delle interviste ..... 27**
7.1.2 Chiave di lettura ..... 27
7.2 Azienda A ..... 28
7.3 Azienda B ..... 32

STUDENTSUPSI

7.4 Azienda C ..... 36
7.5 Azienda D ..... 40
7.6 La parola ai consulenti in M&A ..... 43
7.7 Dal punto di vista dell'imprenditore ..... 45
**8 Discussione e analisi dei risultati ..... 46**
Fattori critici ..... 46
Impatto sulla gestione aziendale (operativa, strategica e finanziaria) ..... 50
Impatto sulla catena del valore e sulla struttura della supply chain ..... 52
**9 Conclusione ..... 54**
**10 Bibliografia ..... 55**
**11 Allegati ..... 58**
Allegato 1 ..... 59
Allegato 2 ..... 60
Allegato 3 ..... 61

STUDENTSUPSI

## Indice delle tabelle

Tabella 1: i cicli di aggregazione aziendale ..... 7
Tabella 2: principali motivazioni delle attività di M&A ..... 8
Tabella 3: legame M&A – Innovazione ..... 9
Tabella 4: pareri negativi sulle attività di M&A ..... 11
Tabella 5: informazioni generali delle operazioni analizzate ..... 28
Tabella 6: descrizione dell'operazione di M&A – Azienda A ..... 28
Tabella 7: descrizione dell'operazione di M&A – Azienda B ..... 32
Tabella 8: descrizione dell'operazione di M&A – Azienda C ..... 36
Tabella 9: descrizione dell'operazione di M&A – Azienda D ..... 40
Tabella 10: riassunto interviste ai Consulenti in M&A ..... 43
Tabella 11: riassunto dell'intervista all'imprenditore ..... 45

STUDENTSUPSI

# Indice delle illustrazioni

Figure 1: il processo di M&A....14
Figure 2: il trend delle M&A a livello globale....19
Figure 3: il trend delle attività di M&A in Svizzera....20

STUDENTSUPSI

# 1. Introduzione

## 1.1 Introduzione al tema di ricerca

La strategia di un'azienda nel contesto economico attuale non può prescindere da molteplici interdipendenze economiche, sociali e tecnologiche. L'evoluzione dei modelli di business vede nella necessità di uscire dai propri confini aziendali non più un valore aggiunto, bensì, una necessità. Le fusioni e le acquisizioni rientrano nella categoria delle aggregazioni aziendali. Secondo Patrick Kerler (responsabile delle attività di consulenza nel settore Merger & Acquisition di Kpmg in Svizzera) "per un'azienda svizzera crescere significa vendere all'estero; crescere attraverso le acquisizioni è diventato un modo per sviluppare l'azienda e rimane una strategia che sarà utilizzata nel futuro[1]". "Lo strumento delle M&A è sicuramente strategico per una crescita delle aziende del Canton Ticino. Le imprese locali non dovrebbero pertanto temere di utilizzare le operazioni straordinarie per la loro crescita[2]". Alla base di queste operazioni vi è l'idea di poter generare, attraverso l'integrazione di due aziende, risultati migliori rispetto alla somma delle prestazioni delle due realtà divise. Nel corso del lavoro, ricorrerà spesso l'uso del termine M&A, acronimo di "fusioni e acquisizioni". La letteratura le utilizza sempre come un'unica attività. La sensazione tuttavia rivela una prevalenza di acquisizioni e un utilizzo sempre minore delle fusioni[3]. Nel corso del lavoro quando spesso verrà utilizzato il termine M&A ma si farà prevalentemente riferimento a quelle che sono le operazioni di acquisizione. Ogni giorno, nei principali mercati finanziari si organizzano processi di M&A, che portano società separate tra loro a formare un'unica entità. Queste operazioni sono correlate alla ciclicità dell'economia globale e del paese in cui si opera. Inoltre sollevano molto interesse da parte degli investitori e impattano nel medio-lungo periodo. Il grado d'insuccesso è molto elevato e ciò conferma le grandi difficoltà nell'integrare due realtà divise inizialmente. Quasi nessuno sa come identificare gli obiettivi che potrebbero incrementare il valore di una società, quanto pagare per loro, e come integrarli perché sono tutti aspetti previsionali. Dopo un'acquisizione è difficile che l'impatto sia ravvisabile nel breve periodo. L'operazione di M&A impatta sull'azienda a 360 gradi. La capitalizzazione, i bilanci, il valore delle azioni, il capitale umano e l'immagine societaria sono tutti aspetti che risentono dell'operazione. Senza dubbio, Il principio chiave dietro l'acquisto di una società è l'incremento del valore dell'impresa. I metodi attraverso cui attuare una crescita sono molteplici. Il lavoro intende dunque mostrare cosa spinge i manager aziendali a investire attraverso acquisizioni societarie, quali metodi adottano e quali conseguenze possono derivare. Occorre contestualizzare ogni caso di M&A. Una strategia di acquisizione può rivelarsi vincente in un caso piuttosto che in un altro a

[1] Ticino Management(2013). Investimenti diretti, Eccezionale in Finanza. Pag.40
[2] Ticino Management(2013). Investimenti diretti, Eccezionale in Finanza. Pag. 43
[3] Ticino Management (2015). Uniti per competere, "meno merger, più acquisition"

STUDENTSUPSI

dipendenza del settore di riferimento, dell'area geografica, del periodo storico e dei fenomeni aleatori esterni alle aziende e da esse non influenzabili significativamente. Entrano in gioco un insieme di variabili, sociali, culturali, tecniche che vanno valutate con eccezionale attenzione e rigore. Esse possono dettare le sorti delle società interessate per gli anni a venire. Per un CEO, un'operazione di M&A può rappresentare il momento più complesso della sua carriera, perché si tratta di mettere insieme tutti gli aspetti societari e di analizzarli nel complesso. Altro aspetto fondamentale riguarda la necessità da parte del management di valutare la compatibilità della propria struttura aziendale con operazioni di M&A. Talvolta spinti dal desiderio di una crescita difficilmente ottenibile per vie interne si può intraprendere un discorso di M&A, non possedendo tuttavia un insieme di requisiti fondamentali per una buona riuscita dell'operazione. Inoltre va considerato lo stato di salute delle aziende che intraprendono questo tipo di operazioni. Acquisire una società che versa in buone condizioni finanziarie è sicuramente differente dall'acquisizione di una società altamente indebitata, in quanto nella fase di valutazione delle operazioni ci sono da considerare molti più attori coinvolti, e sono necessari ulteriori sforzi per risanare la situazione debitoria e recuperare una buona reputazione nei confronti di clienti e fornitori. Ci troviamo dunque in una sfera, dove la professionalità, la competenza e una buona capacità previsionale fanno la differenza tra un successo e un fallimento. Occorre sottolineare che in questo tipo di operazioni bisogna combinare in maniera ottimale due entità che talvolta hanno obiettivi opposti. Il management deve allineare le attività di M&A con la strategia aziendale, tenendo conto dei grandi cambiamenti che ne derivano su tutti i livelli aziendali. Valutare l'impatto dell'operazione dal punto di vista operativo e finanziario richiede un periodo di tempo che va almeno da uno a tre anni. Questo perché, in seguito ad un'acquisizione, i bilanci aziendali subiscono delle trasformazioni sostanziali motivate dall'aumento degli asset tangibili e intangibili. Questo tipo di operazioni possono avere un'accezione strategica e una più opportunistica. Nel primo caso si fa riferimento ad aziende spinte dal desiderio di incrementare una crescita o dalla necessità di razionalizzare la propria struttura per migliorare la situazione economica. Nel secondo caso il riferimento va a quelle operazioni intraprese unicamente per ridurre i costi aziendali, ridurre l'organico o godere di benefici fiscali. Altro aspetto fondamentale riguarda la necessità da parte del management di valutare la compatibilità della propria struttura aziendale con operazioni di M&A. Talvolta spinti dal desiderio di una crescita difficilmente ottenibile per vie interne si può intraprendere un discorso di M&A, non possedendo tuttavia un insieme di requisiti fondamentali per una buona riuscita dell'operazione. Cosa determini il successo di un'operazione di M&A è difficilmente riassumibile per via delle molteplici variabil e dinamiche non controllabili. Quello che però emerge comunemente è il concetto secondo cui, la sinergia, l'allineamento strategico e operativo si ottengono se le due aziende (acquirente e target) collaborano per perseguire obiettivi comuni. Nell'analizzare le operazioni di M&A si terrà conto del punto di vista di tutti gli attori direttamente e indirettamente coinvolti. Si è ritenuto interessante analizzare le operazioni di M&A per la complessità e l'insieme

STUDENTSUPSI

di aspetti chiamati in causa. Si fa riferimento dunque a quell'insieme di aspetti che entrano in gioco e che con diversi gradi d'importanza convergono nelle operazioni di M&A determinando il risultato finale. Si fa riferimento a:

1. Competenze manageriali e know-how aziendale
2. Organizzazione Aziendale
3. Attività primarie e di supporto (catena del valore)
4. Leadership
5. Capitale Umano
6. Strategia Aziendale
7. Innovazione
8. Aspetto Culturale

Per Competenze Manageriali si intendono le competenze dei management aziendali, ossia coloro che sono preposti alla gestione, al controllo e alle varie fasi dell'intero processo. Ci si riferisce dunque a quelle capacità analitiche, di giudizio e di implementazione che racchiudono le principali qualità che deve avere un buon manager. Si ritiene necessario affermare tuttavia che le competenze cui facciamo riferimento, si rivolgono più a quelle del management dell'azienda acquirente. Essa, infatti, nel caso di acquisizioni maggioritarie detiene una posizione dominante, e indirizza maggiormente le varie fasi. L'azienda target, ha una posizione più passiva nell'intero processo. Il know-how aziendale riveste particolare importanza, soprattutto nella fase di pianificazione e valutazione (due diligence). Le sinergie, infatti, non derivano solo dalle attività cosiddette tangibili, ma possono derivare anche dal coordinamento di attività intangibili, attraverso l'accumulo, la combinazione e il trasferimento del patrimonio culturale e conoscitivo tra le aziende interessate. Per quanto riguarda l'organizzazione aziendale si fa riferimento dunque alla struttura societaria. È evidente che la struttura influenzi il grado di difficoltà nel procedere all'integrazione degli asset, delle risorse e del capitale umano. Per struttura societaria s'intende: una struttura funzionale, in cui l'azienda è suddivisa per aree omogenee di attività; una struttura divisionale, in cui l'azienda viene "frammentata" internamente in base al segmento di business, ad esempio per linea di prodotto/servizio o per area di mercato; struttura a matrice, che è un mix delle due sopraelencate, in quanto si sviluppa su entrambe le dimensioni. Più un'organizzazione è complessa, maggiore è la difficolta nel creare sinergie operative e finanziarie. Nel citare le attività primarie e di supporto si prende in considerazione la catena del valore. Si fa riferimento dunque alle trasformazioni che possono realizzarsi dal punto di vista delle infrastrutture, della logistica interna ed esterna, l'aspetto legato al marketing, alle vendite e ai servizi connessi. Tutte queste attività possono subire delle modifiche che danno poi vita alla nuova realtà. Le competenze che ricadono sotto la parola "Leadership" cui si fa riferimento nel terzo punto riguardano le capacità dei top manager di problem solving, la capacità di assegnare ruoli strategici, di delegare e di

STUDENTSUPSI

comunicare a tutti i collaboratori le scelte, le strategie e gli obiettivi finali che si vogliono raggiungere con l'operazione di acquisizione. Non si può tralasciare l'importanza del capitale umano in questo tipo di operazioni. Nei processi di acquisizione societaria, coloro che risentono maggiormente del cambiamento sono proprio i lavoratori, a qualsiasi livello gerarchico. Nei processi di M&A i lavoratori spesso possono sentirsi disorientati, in quanto vivono nell'incertezza di cosa li attenderà. A questo proposito, è fondamentale la competenza dei top manager nel mostrare con trasparenza a tutti i collaboratori la strada che si sta intraprendendo e quali saranno gli step successivi. Dalla strategia aziendale adottata dipende in gran parte il successo o il fallimento di un'operazione di M&A. Nei processi di aggregazione aziendale è dunque doveroso, rivalutare la missione e la visione aziendale. Attraverso un'acquisizione la missione e la visione aziendale possono subire delle modifiche per entrambe le aziende (acquirente e target). Il grado d'innovazione di un'azienda è fondamentale nell'ottica della crescita e del mantenimento delle quote di mercato. Nel corso degli incontri con le aziende il concetto d'innovazione è emerso ogni qualvolta si parlava di valore aggiunto. Per un'azienda disporre di un valore aggiunto in termini di prodotto o di servizio significa mantenere a debita distanza i concorrenti e avere migliori prospettive di crescita. Quando ciò però non è ottenibile internamente è necessario ricorrere all'esterno e a questo proposito effettuare operazioni di acquisizione può essere un mezzo per mantenere un livello di innovazione elevato e allungare il ciclo di vita di un'azienda. I manager aziendali tendono a dare sempre più importanza al concetto di risk management, effettuare acquisizioni di società già attive in mercati d'interesse e con un portafoglio clienti già implementato riduce tempi e rischi. Per ultimo, ma non per importanza, l'aspetto culturale, in cui rientra sia la cultura aziendale che quella legata all'area di provenienza. La capacità di integrare risorse umane con differenze culturali si riflette positivamente sull'efficienza operativa. Il presente lavoro mira all'analisi di tutte le componenti relative a un'operazione di M&A, evidenziando il punto di vista di chi le vive da vicino, ossia aziende, imprenditori e consulenti del settore.

## 1.2 Domanda di ricerca

In questo lavoro, si cercherà di evidenziare il fenomeno delle aggregazioni aziendali, focalizzandosi maggiormente sulla realtà svizzera e in particolar modo quella Ticinese. Per questo motivo la nostra domanda mira all'individuazione delle pratiche adottate nelle fasi concernenti operazioni di M&A. In linea dunque con quelli che sono gli obiettivi finali del lavoro si è deciso di formulare la seguente domanda:

*"Quali sono le criticità, le conseguenze e l'impatto delle aggregazioni aziendali sulla gestione operativa, strategica e a livello di Supply Chain Management?"*

## 1.3 Obiettivi della ricerca

Gli obiettivi principali della ricerca sono:

STUDENTSUPSI

- Mostrare come avvengono le operazioni di M&A, analizzando l'intero processo.
- Capire qual è l'impatto che queste operazioni hanno sulla gestione operativa, strategica,finanziaria e a livello di catena del valore.

Fra gli obiettivi del lavoro, non vi sono unicamente quelli sopramenzionati. Per questo, abbiamo deciso di inserire alcuni obiettivi secondari:

- Quali sono i trend e in quale direzione andrà il mercato svizzero da questo punto di vista.
- Quali sono i principali motivi di un successo post M&A

### 1.4 Metodologia

Per la ricerca si è scelto di utilizzare un approccio qualitativo. Si è deciso di mostrare dettagliatamente i processi di M&A, i fattori critici e le conseguenze che ne derivano. Si è preso in considerazione, oltre alle aziende, il parere di consulenti e di imprenditori locali in modo tale da far emergere un quadro generale del tema di riferimento e di dare alcuni spunti su quella che sarà l'evoluzione delle aggregazioni aziendali in Ticino.

*PRIMA FASE*: Per giungere alla definizione degli obiettivi prefissati in fase di pianificazione del lavoro si è pensato a quali fossero i metodi migliori per reperire il maggior numero di informazioni societarie. Nella prima fase attraverso l'utilizzo di piattaforme in dotazione nelle realtà bancarie, è stata effettuata una ricerca volta a far emergere alcuni dati numerici sulle fusioni e acquisizioni nei principali mercati. In linea con gli obiettivi prefissati, ci si è concentrati maggiormente sul contesto svizzero. Attraverso l'utilizzo di Internet è stata eseguita una ricerca, al fine di ottenere alcune informazioni riguardanti aziende protagoniste di operazioni di M&A.

*SECONDA FASE*: Nella seconda fase è stata ideata una lista di possibili attori da intervistare. Si è optato per intervistare aziende che avevano effettuato operazioni di M&A.. È stato elaborato, in seguito, un modello di intervista, da presentare ai profili selezionati, in modo tale da poter uniformare il lavoro e da ideare un'unica chiave di lettura volta all'analisi e interpretazione delle interviste svolte. In seguito si è passati al contatto attraverso telefonate e mail.

*TERZA FASE*: In questa fase si sono concentrate tutte le interviste. La maggior parte sono state effettuate di persona, altre sono state effettuate via telefono, e pochissime tramite Mail. Una volta eseguite, le interviste sono state trascritte ed elaborate.

*QUARTA FASE*: In questa fase sono stati analizzati i dati raccolti, sono stati interpretati e in seguito si è proceduto con l'analisi dei dati emersi, dando importanza a tutti gli obiettivi fissati in fase di progettazione.

## 2. Analisi bibliografica

STUDENTSUPSI

Nel seguente capitolo s'intende illustrare il fenomeno delle concentrazioni aziendali nel tempo, attraverso una descrizione dei vari periodi storici. In seguito verranno presentati i concetti teorici espressi in merito al fenomeno delle aggregazioni aziendali da parte di illustri autori. Il tema di ricerca è molto vasto e la letteratura è difficilmente circoscrivibile.

## 2.1 L'evoluzione delle aggregazioni aziendali

Il fenomeno delle aggregazioni aziendali si manifesta verso la fine del 19° secolo. Da qui in poi si attraversano fasi altalenanti che la letteratura riassume in cinque cicli (ondate). Il primo ciclo fa riferimento al periodo a cavallo tra la fine del 1800 e i primi del 1900. Questo periodo si contraddistingue per le prime operazioni di aggregazione aziendale, in particolar modo di tipo orizzontale (aziende dello stesso settore). Negli Usa, in questo periodo, molte aziende cessano di esistere e si formano i primi monopoli. Gli esperti riferiscono che tale processo aggregativo è dovuto anche alla scarsa tutela normativa in materia di concorrenza che vigeva a quel tempo. Il settore più interessato, si rivela quello industriale e non a caso, proprio in questi anni, nascono alcune grandi realtà presenti tuttora (Standard Oil, General Electric). Il secondo ciclo ha una durata breve e si conclude con la crisi che investe gli Usa nel 1929. Stigler (1964) definisce tale periodo come la fase delle "fusioni per oligopolio". In questa fase, infatti, si assiste a un aumento delle leggi antitrust a tutela della creazione di monopoli (Clayton Act – 1914[4]). Le operazioni di M&A a dispetto del primo ciclo, sono di tipo verticale[5]. In questo periodo si formano le grandi aziende come IBM e General Motors. Il terzo ciclo fa riferimento al periodo che va da metà anni cinquanta ai primi anni settanta. Questa fase è contraddistinta dal boom economico che investe l'intera economia mondiale. Si assiste alla creazione dei grandi conglomerati che rappresentano la maggior parte delle operazioni di concentrazione di questo periodo. Questa tendenza, secondo Butler (1964), è dovuta alla diversificazione attuata dalle imprese al fine di ridurre il rischio complessivo. Il ricorso ai conglomerati si arresta tuttavia nei primi anni settanta, in seguito ai risultati finanziari negativi mostrati dai grandi conglomerati. Il quarto ciclo si manifesta dopo un periodo di stallo nelle attività di M&A e riguarda il decennio del 1980. In questo periodo si assiste a grandi transazioni, in termini economici. Inoltre emerge la figura del "corporate raider", un particolare profilo di investitori ad alto carattere speculativo, che dispone di ingenti capitali attraverso i quali entra a far parte del management aziendale in modo tale da poter aver un forte potere decisionale sulle strategie aziendali (Ivancevich, 2000). Il controvalore in denaro delle transazioni si quadruplica in meno di dieci anni. A influire su questo netto rialzo vi sono due elementi: il ruolo delle grandi banche d'investimento che finanziano questo tipo di operazioni e i prezzi bassi dei titoli azionari che permettono di acquisire società sottostimate a un prezzo

[4] Legge sulla tutela della concorrenza, siglata negli USA nel 1914.
[5] Si fa riferimento a un'operazione in cui due aziende producono beni/servizi differenti per uno specifico prodotto/servizio finito

STUDENTSUPSI

inferiore al reale valore dell'impresa. Il quinto ciclo che va dai primi anni novanta agli inizi del duemila si caratterizza per la considerevole impennata nelle cosiddette acquisizioni cross-border[6] (Datta, 1995). Il valore degli scambi dovuti a M&A continua ad aumentare vertiginosamente. Il motivo principale delle operazioni in questo periodo risponde a necessità di carattere strategico; si denota la volontà di accedere a nuovi mercati e di sfruttare le sinergie derivanti dall'integrazione. Il mercato più attivo rimane sempre quello americano, anche se l'Europa inizia ad avere un ruolo da protagonista. Quest'ultima fase è caratterizzata dalla necessità per le grandi aziende di concentrarsi sul core business.

Riassumendo, si è mostrato il fenomeno delle concentrazioni aziendali nel tempo. È emerso che le prime manifestazioni si sono avute verso la fine del diciannovesimo secolo e che si sono susseguite cinque grandi fasi (ondate) che hanno visto una crescita esponenziale delle attività di M&A.

**Tabella 1: i cicli di aggregazione aziendale**

| Cicli | Periodo | Peculiarità |
|---|---|---|
| **1° ciclo** | Fine 1800-Inizio 1900 | Creazione di Monopoli realizzati attraverso take-over orizzontali |
| **2°ciclo** | 1915-1929 | Integrazioni Verticali, leggi Antitrust a tutela della concorrenza. Riduzione dei Monopoli. |
| **3°ciclo** | Metà anni '50 – fine anni '70 | Creazione dei Conglomerati. M&A per diversificare |
| **4°ciclo** | 1980-1990 | Aumento netto delle attività di M&A. Grandi banche d'investimento che finanziano le operazioni. M&A di carattere speculativo |
| **5°ciclo** | Dal 1993 al 2000 in poi… | Acquisizioni cross-border: Focus sul core-business. M&A |

6

STUDENTSUPSI

| | |
|---|---|
| | per finalità strategiche. |

Fonte: elaborazione propria

## 2.2 Definizioni e contributi teorici

La Fusione (Merger) è il processo mediante il quale due o più società si combinano tra di loro per creare una nuova entità giuridica. Il processo più diffuso consiste tuttavia nella fusione per incorporazione di un ramo d'azienda o dell'intera azienda. (Jagersma, 2005)

L'Acquisizione è il processo mediante il quale un'azienda acquista azioni o beni in un'altra società per ottenere un'influenza gestionale. L'acquisto solitamente avviene tramite pagamento in denaro in seguito ad attente valutazione volte a riprodurre il valore effettivo dell'azienda o ramo d'azienda acquistato (Rosenzweig, 1993).

Nel presente paragrafo si vuole evidenziare, il punto di vista degli autori, in merito alle motivazioni che spingono un'azienda ad effettuare operazioni di M&A. Secondo Gordon (1990), le fusioni e le acquisizioni sono uno dei metodi più efficaci per velocizzare il processo di crescita di un'azienda. È importante prendere in considerazione che il concetto di crescita, s'identifica in differenti aspetti a seconda del settore e della tipologia di azienda. Comunemente, con il termine crescita s'intende la capacità di aumentare la redditività aziendale. Essa può essere perseguita attraverso una crescita organica (interna) o per linee esterne. Trautwein (1990) afferma che la motivazione principale di molte fusioni è quella di aumentare il valore combinato dell'impresa". Secondo Mukherjreem (2004), la motivazione principale che porta ad operazioni di M&A sta nella necessità di ottenere sinergie operative. Anche Hillier e Grinblatt (2008) vedono nelle sinergie operative il principale motivo di concentrazione aziendale. Soffermandoci sugli autori che valutano positivamente i fenomeni aggregativi è interessante evidenziare il contributo di Jensen (1988), il quale afferma che le acquisizioni facilitano una ristrutturazione razionale degli asset aziendali, portando ad un aumento della competitività. Anche Lubatkin (1988) sostiene che attraverso processi di M&A si possono combinare business units di due aziende che si traduce in una riduzione del rischio e in un conseguente aumento di valore per gli azionisti. Di seguito, un riassunto in forma tabellare dei contributi teorici degli autori menzionati:

**Tabella 2: principali motivazioni delle attività di M&A**

| Autore | Contributo teorico |
|---|---|
| Gordon (1990) | Le fusioni e le acquisizioni sono uno dei metodi più efficaci per velocizzare il processo di crescita di un'azienda |
| Mukherjreem (2004) | La motivazione principale che porta ad |

STUDENTSUPSI

| | |
|---|---|
| | operazioni di fusioni e acquisizioni sta nella necessità di ottenere sinergie operative. |
| Hillier e Grinblatt (2002) | La possibilità di sfruttare sinergie operative. |
| Jensen (1988) | Le acquisizioni facilitano una ristrutturazione razionale degli asset aziendali, portando ad un aumento della competitività. |
| Lubatkin (1988) | Attraverso processi di M&A si possono combinare business units di due aziende, portando ad una riduzione del rischio e ad un conseguente aumento di valore per gli azionisti. |

Fonte: elaborazione propria

## 2.3 Legame M&A – Innovazione

La letteratura cita spesso la relazione tra le operazioni di M&A e gli investimenti in ricerca e sviluppo. A questo proposito (Balakrishnan, 1988) afferma che le acquisizioni possono essere viste come un'alternativa agli investimenti in ricerca e sviluppo, perché offrono l'ingresso immediato in un nuovo mercato e la capacità di disporre di competenze già consolidate. È dello stesso parere anche Constable (1986), il quale argomenta positivamente sul fatto che le acquisizioni siano un buon pretesto per evitare ingenti spese interne per la ricerca. Hill and Snell (1989) sostengono tale pensiero affermando che la ricerca e lo sviluppo interno aumenti il rischio aziendale e la possibilità di fallimento delle innovazioni create, elemento ricorrente con alta frequenza. Attraverso l'aggregazione si può andare all'esterno dell'azienda a ricercare processi o prodotti finiti che diano capacità più immediate e maggiore dinamicità. A questo proposito Aghion e Tirole (1994) affermano che al fine di massimizzare i processi innovativi, risulta più efficace usufruire di unità di ricerca indipendenti piuttosto che creare unità interne all'azienda. Dunque "acquisire" innovazione risulta un mezzo più efficace che diminuisce sicuramente il livello di rischio e di fallimento dei progetti innovativi intrapresi internamente. Rimanendo sul concetto di innovazione è interessante citare Schumpeter (1961), il quale sostiene che le grandi imprese (conglomerati) hanno maggiore capacità innovativa rispetto alle piccole imprese. Del parere contrario, si mostra Collier (1982), il quale sostiene che man mano che la grandezza di un'azienda aumenta, anche attraverso le concentrazioni aziendali, essa tende per necessità a essere maggiormente formalizzata nei processi e l'aspetto tecnologico e innovativo ne risente direttamente. Nella tabella seguente, un riassunto dei contributi teorici in merito al legame tra attività di M&A e Innovazione.

**Tabella 3: legame M&A – Innovazione**

STUDENTSUPSI

| Autore | Contributo teorico |
|---|---|
| Balakrishnan (1988) | Le acquisizioni possono essere viste come un'alternativa agli investimenti in ricerca e sviluppo. |
| Constable (1986) | Le acquisizioni sono un buon pretesto per evitare ingenti spese interne per la ricerca. |
| Hill e Snell (1989) | La ricerca e lo sviluppo interno aumentano il rischio aziendale e la possibilità di fallimento delle innovazioni create. |
| Aghion e Tirole (1994) | Al fine di massimizzare i processi innovativi, risulta più efficace usufruire di unità di ricerca indipendenti piuttosto che creare unità interne all'azienda. |
| Schumpeter (1961) | Le grandi imprese (conglomerati) hanno maggiore capacità innovativa rispetto alle piccole imprese. |
| Collier (1982) | Man mano che la grandezza di un'azienda aumenta, anche attraverso le concentrazioni aziendali, aumenta la necessità di formalizzazione dei processi e l'aspetto tecnologico e innovativo ne risente direttamente. |

Fonte: elaborazione propria

## 2.4 Pareri negativi sulle attività di M&A

Secondo Porter (1987) le acquisizioni spesso portano a performance insoddisfacenti. È dello stesso parere Hopkins (1987), il quale ritiene che le acquisizioni portino quasi sempre a un declino della posizione di mercato. Sulla stessa linea si esprime Müller (1985), anch'egli convinto che la conseguenza principale delle acquisizioni orizzontali sia in sostanza una perdita della quota di mercato. Questi spunti, tuttavia, non sono molto dettagliati. A confermare questa linea pessimistica nei confronti delle operazioni di M&A vi sono le statistiche non incoraggianti. Diverse ricerche hanno dimostrato che quasi due-terzi delle fusioni aziendali non portano ai risultati desiderati e che un terzo dei fallimenti sono dovuti ad una mancata integrazione (Kitching, 1967). Entrando nella sfera di ciò che i processi di M&A portano a livello strategico, è interessante il pensiero di Galbraith

STUDENTSUPSI

(2002), il quale sostiene che attraverso le acquisizioni il "buyer"[7] attua una strategia di diversificazione e si allontana dal suo centro di gravità, generando indirettamente una perdita nel controllo strategico aziendale. Williamson (1973) sostiene che le aziende inserite in processi aggregativi molto complessi non sono efficienti dal punto di vista innovativo. Le aziende piccole, afferma, sono più efficienti nello sviluppo di innovazioni ma meno dal punto di vista della produzione e della distribuzione. La letteratura da un'indicazione interessante sull'universo delle M&A. Va considerato tuttavia che ci si trova in un contesto altamente dinamico che riflette senza dubbio i cambiamenti sociali ed economici. Per questo motivo, ogni caso di M&A, soprattutto in questo periodo storico, mostra differenze sostanziali e offre differenti spunti. Nella tabella seguente, un riassunto dei contributi teorici di autori che mostrano particolare diffidenza nelle attività di M&A.

**Tabella 4: pareri negativi sulle attività di M&A**

| Autore | Contributo teorico |
|---|---|
| Porter (1987) | Le acquisizioni spesso portano a performance insoddisfacenti. |
| Hopkins (1987) | Le acquisizioni portano quasi sempre a un declino nella posizione di mercato |
| Müller (1985) | La conseguenza principale delle acquisizioni orizzontali è in sostanza una perdita della quota di mercato |
| Galbraith (2002) | Attraverso le acquisizioni l'acquirente attua una strategia di diversificazione e si allontana dal suo centro di gravità, generando indirettamente una perdita nel controllo strategico aziendale |
| Williamson (1973) | le aziende inserite in processi aggregativi molto complessi non sono efficienti dal punto di vista innovativo. |

Fonte: elaborazione propria

# 3 Tipologie di aggregazioni aziendali

[7] Ci riferiamo all'azienda che acquisisce. L'azienda acquisita, viene definita nella prassi "Target"

STUDENTSUPSI

In questo paragrafo viene presentata una visione generale sulle principali tipologie di M&A. Prima di definire le differenti tipologie si ritiene necessario evidenziare che nella prassi quando si parla di fusioni e acquisizioni, si è soliti intenderle come un'unica attività. Effettivamente, nonostante le differenze solitamente di carattere giuridico le modalità e gli obiettivi denotano molte similarità. Per meglio comprendere, quando si parla di fusioni, si fa riferimento a un'operazione in cui due aziende, spesso di simili dimensioni, decidono di crearne una nuova. Da quel preciso momento gli asset di entrambe fanno capo alla nuova azienda e le azioni (nel caso di aziende quotate) vengono emesse a nome della nuova società. Le acquisizioni avvengono quando una società acquisisce un'azienda (target), solitamente di dimensioni inferiori, la quale può proseguire come entità giuridica separata o cessare di esistere. In questo ultimo caso gli asset vengono integrati nell'azienda acquirente. Alcune operazioni di acquisizione vengono annunciate come fusioni, in quanto le prime, come vedremo successivamente, hanno una connotazione più negativa e sono viste con maggiore diffidenza da parte degli investitori. Nel corso del lavoro si utilizzerà il termine M&A, ma come ribadito, il riferimento alle acquisizioni è prevalente.

Le acquisizioni possono avvenire in un'unica fase o frazionate nel tempo. Inoltre può verificarsi un'acquisizione totale, in cui viene rilevato il 100% di quote dell'azienda target; acquisizione maggioritaria, in cui la quota di partecipazione acquisita oscilla tra il 50%-99%; acquisizione minoritaria, in cui si detiene meno del 50% dell'azienda target.

## 3.1 Modalità di aggregazione

Oltre alle tipologie appena menzionate s'intende ora definire le principali modalità d'aggregazione, concentrandosi maggiormente su quelle che verranno affrontate nei casi aziendali.

- Conglomerati: In questo caso ci si riferisce a un gruppo aziendale in cui sono coinvolte imprese che quasi sempre esercitano attività differenti tra loro. A sua volta vi è una distinzione tra i conglomerati puri, nei quali le aziende non hanno quasi nulla in comune e i conglomerati misti cui fanno riferimento le aziende, il cui obiettivo è quello di un'implementazione nelle tipologie di prodotto/servizio o di estensione del mercato. Un esempio di questa tipologia di operazioni riguarda l'operazione, avvenuta nel 1996, tra la Walt Disney Company e l'American Broadcasting Company.
- M&A orizzontali: Questo tipo di operazioni riguardano aziende dello stesso settore. Ci si riferisce ad aziende concorrenti in grado di sfruttare dall'integrazione competenze e asset complementari. Nella maggior parte dei casi, le operazioni di questo tipo vengono adottate in contesti dove è necessaria un'integrazione immediata. Spesso avvengono tra aziende che offrono prodotti simili. A stimolare questo tipo di operazioni vi è la possibilità di velocizzare il processo di acquisizione di nuove tecnologie e l'entrata in nuovi mercati, il cui sviluppo interno sarebbe più rischioso e oneroso. Si cerca di ottenere, pertanto, economie

STUDENTSUPSI

di scala che una volta terminata l'integrazione portano a un ridimensionamento dei costi fissi.

- M&A Verticali: Si fa riferimento a un'operazione in cui due aziende producono beni/servizi differenti per uno specifico prodotto/servizio finito. In questo caso le due imprese operano a differenti livelli all'interno della catena del valore. Le operazioni si ritengono complementari per il risultato finale. In questo tipo di operazioni, la sinergia operativa è ancora più delicata ed importante che nelle fusioni orizzontali, in quanto è dalla collaborazione e dalla perfetta complementarietà che ne deriva un soddisfacente prodotto/servizio finale. L'obiettivo principale di tali operazioni risiede nella necessità di ridurre i costi di produzione aumentando conseguentemente i ricavi marginali. Questo tipo di operazioni non fanno parte dei casi analizzati.

Entrando più nello specifico, si osservano:

- M&A finalizzate a un'estensione di mercato: Esse prendono luogo in quei casi in cui un'azienda è spinta dalla necessità di avere un accesso a nuovi mercati, con la possibilità di ampliare nettamente il target clienti. Si fa riferimento soprattutto a quelle operazioni transfrontaliere (cross-border), in cui l'obiettivo principale è quello di sfruttare la presenza di un'azienda di dimensioni inferiori in nuovi mercati. L'aspetto culturale gioca un ruolo fondamentale in questo caso.
- M&A finalizzate a un'estensione di prodotto: si fa riferimento a un'operazione che avviene tra due aziende situate nello stesso mercato, il cui core business si basa sulla produzione di beni che sono legati tra loro. Questa tipologia di operazione avviene con un'idea orientata allo sfruttamento di tecnologie differenti ma complementari tra loro. È il caso di Procter & Gamble che attraverso l'acquisizione di Gillette ha beneficiato della possibilità di accedere a un nuovo segmento di business per aumentare il potenziale di clientela e i ricavi futuri. L'acquisizione di Mobilink Telecom Inc. da parte di Broadcom avvenuta nel 2002 ne rappresenta un interessante caso, in cui è stato sfruttato il complementare apporto tecnologico delle due aziende presente nel settore IT, per ottenere un prodotto finale di successo.

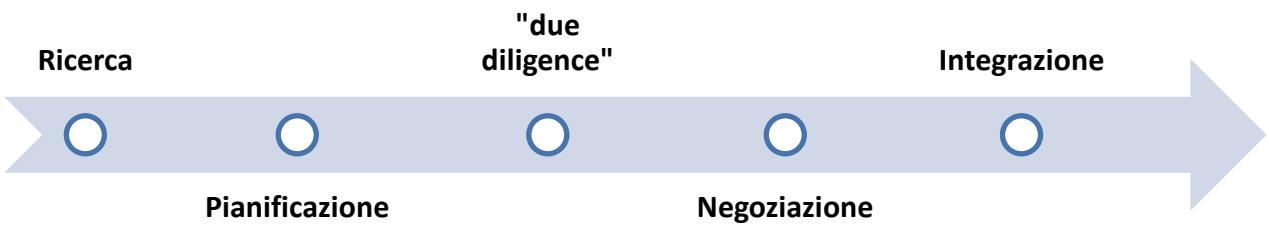
# 4 Le fasi del processo di M&A

Le fasi di un processo di M&A sono uno dei pochi aspetti che ricorrono in maniera simile in tutte le transazioni. Le differenze sostanziali si osservano all'interno di ognuna di esse in base al tipo di azienda e di settore. Dall'analisi di vari modelli elaborati dalle società di consulenza, si è deciso di riassumere il processo di M&A nelle seguenti fasi: ricerca, pianificazione, negoziazione, integrazione. In questo paragrafo s'intende mostrare quali sono le attività svolte all'interno di ogni fase. Il processo di M&A viene indirizzato principalmente dalle scelte dell'azienda acquirente. Essa

STUDENTSUPSI

ha maggiore potere contrattuale, soprattutto in quei casi, dove l'azienda target non versa in buone condizioni finanziare. Per questo motivo nelle fasi del processo verrà presa in maggiore considerazione, senza tralasciare tuttavia il punto di vista dell'azienda target.

**Figura 1: il processo di M&A**




## 4.1 Ricerca

Azienda acquirente: La prima fase del processo di acquisizione riguarda aspetti di carattere strategico. L'azienda individua una strategia volta ad accrescere il valore dell'azienda. Occorre focalizzarsi in questa fase sull'analisi strategica dei settori attrattivi. L'analisi deve essere portata avanti nell'ottica della complementarietà, ovvero attraverso l'individuazione di quelle risorse che possono integrarsi al meglio con la propria azienda, al fine di ottenere ottimi livelli di sinergia. In seguito si procede all'individuazione di un campione di potenziali aziende target in linea con le strategie di acquisizione. Nella selezione dell' azienda d'acquisire è importante tener conto delle potenzialità. Il fattore chiave sta nel riuscire ad acquisire società sottostimate, per via di situazioni economiche non eccellenti, intravedendo tuttavia degli asset che possano aiutare l'azienda acquirente ad aumentare il proprio valore, massimizzando i benefici dell'integrazione. La fase di ricerca a questo punto si conclude e si entra dunque nella fase relativa alla pianificazione, che a detta dei manager è la fase più delicata in quanto pregiudica le successive.

Azienda Target: Uno degli aspetti principali riguarda i motivi della cessione. Se è motivata solamente da una situazione economica precaria, sarà difficile riuscire in fase di valutazione a far valere la propria forza contrattuale. Quando si decide di intraprendere una cessione, occorre mostrare di avere in dotazione degli asset che giustifichino in sede di "due diligence" un valore di cessione adeguato. Per l'azienda target i tempi sono più importanti in quanto il perdurare di una situazione di stallo, potrebbe ripercuotersi in maniera negativa e distogliere l'attenzione dalle attività quotidiane, con una conseguente perdita di efficacia operativa. È necessario fare un'analisi in merito all'esperienza in attività di M&A dell'azienda acquirente al fine di ottenere maggiore chiarezza. È importante che il management rifletta sui possibili scenari che possono presentarsi in seguito a una cessione. C'è la possibilità di essere valorizzati? A tale quesito deve saper

STUDENTSUPSI

rispondere il management aziendale in modo da inquadrare al meglio gli eventuali rischi in cui si potrebbe incorrere se si decidesse di passare alla fase di pianificazione.

## 4.2 Pianificazione

Azienda Acquirente: La prima fase si è conclusa con l'individuazione dell'azienda target. Ora si entra in una fase in cui le informazioni necessarie, sono di carattere privato. Da qui emerge la necessità per entrambe le aziende di firmare una lettera di confidenzialità attraverso cui le parti si impegnano a garantire la massima riservatezza attraverso alcuni obblighi. In seguito si procede alla stesura di un programma che descrive dettagliatamente modi e tempistiche relative alla pianificazione delle successive fasi. Viene definita dunque una "time-line" e si concentra l'attenzione su informazioni di tipo previsionale. Vengono elaborate delle stime sulle possibilità di integrazione, vengono identificati i fattori chiave della transazione. Si cerca di minimizzare il livello di rischio in modo tale da procedere senza intoppi. Si fa un'analisi delle potenziali compatibilità operative e strategiche. L'attenzione si rivolge inoltre alle modalità di finanziamento dell'operazione, alla tipologia di acquisizione. (totale, maggioritaria, minoritaria).

Azienda Target: Dopo aver proceduto al primo contatto con l'azienda acquirente, occorre mettere a disposizione tutte le informazioni necessarie ad una prima valutazione. Più le informazioni sono esaurienti, più sarà rapida la fase di negoziazione e di chiusura dell'operazione. Il mezzo attraverso il quale si forniscono tutti i dati e le informazioni necessarie è l'information memorandum. Esso racchiude tutte le informazioni: generalità dell'azienda, situazione economica, posizionamento nel mercato, potenziale di sviluppo , organizzazione e struttura societaria. Chiaramente maggiori sono i dati storici, più semplice sarà la valutazione successiva. Questa fase si conclude con l'accordo sulla programmazione del processo e sulle metodologie di valutazione.

### 4.2.1 La fase di valutazione – "due diligence"

Questo termine si riferisce a una delle fasi più delicate del processo di M&A. Spesso sulla valutazione del prezzo molte operazioni si interrompono e finiscono per far terminare i rapporti tra le parti. Una buona attività di "due diligence" presuppone una giusta valutazione del prezzo dell'operazione e l'identificazione dei rischi. Il presupposto è che l'azienda target punta a minimizzare il costo dell'investimento mentre l'azienda target mira a massimizzare l'incasso derivante dalla cessione. L'acquirente deve ora dare una valutazione effettiva dell'acquisizione. Al fine di eseguire una corretta valutazione vanno considerati tutti gli aspetti che rientrano nella fase di due diligence:

1. Due diligence commerciale: Attraverso questa fase si intende fornire una valutazione dettagliata del posizionamento dell'azienda target nel mercato. Si valutano i seguenti

STUDENTSUPSI

aspetti: situazione del mercato di riferimento, principali concorrenti, barriere all'ingresso, potenziale di clientela.

2. Due diligence operativa: Attraverso questo approccio, l'azienda acquirente valuta le attività operative dell'azienda target cercando di capire se è realizzabile un'integrazione delle attività operative e quali sono i principali rischi legati alla struttura dei costi e alla gestione operativa dell'azienda target. La fase di valutazione in questo caso deve riguardare anche la catena del valore. Gran parte del successo passa infatti dall'integrazione delle supply chain delle rispettive aziende.
3. Due diligence finanziaria: attraverso questo controllo l'azienda acquirente mira a determinare l'aspetto finanziario della società target. Osserva la coerenza dei bilanci, concentrando una particolare attenzione sulle passività e sui costi legati al debito aziendale. Infine si valuta l'aspetto legato alla fiscalità. Nel caso di operazioni cross-border l'aspetto fiscale è molto delicato.
4. Due diligence legale: si fa riferimento a tutte le operazioni relative alla negoziazione che devono essere inserite all'interno di quadri normativi e nel massimo rispetto delle regole per poter avere il via libera delle autorità fiscali.

Infine, si vuole mostrare quali siano i principali metodi di valutazione dell'operazione in termini economici. Vi è da premettere che a questo proposito c'è una discreta soggettività. Nella prassi e nelle aziende esaminate il metodo più utilizzato riguarda il Discounted Cash Flow. Nel seguente paragrafo s'intende presentare le principali caratteristiche dei metodi più comunemente utilizzati in sede di valutazione:

<u>DCF (Discounted Cash Flow):</u> si riferisce al metodo di valutazione di un investimento, basato sull'attualizzazione dei flussi futuri attesi, tenendo conto di un tasso di sconto che riflette il profilo di rischio dell'investimento. L'ottica è previsionale e per i flussi di cassa attesi si fa riferimento ai dati storici e al potenziale di sviluppo.

<u>Analisi comparativa degli indici:</u> questo metodo viene utilizzato soprattutto nel caso di aziende quotate. Attraverso questo approccio le aziende acquirenti fanno un offerta che consiste in un multiplo degli utili dell'azienda target. La scelta dei multipli viene fatta confrontandosi con aziende appartenenti allo stesso settore.

Sono stati dunque analizzati gli aspetti relativi alla fase di valutazione dell'operazione. Il passaggio successivo alla valutazione consiste nella negoziazione finale e nella conclusione della transazione.

## 4.3 Negoziazione

Questa fase viene presentata senza evidenziare una distinzione tra le due aziende perché si inizia ad entrare in un'ottica di complementarietà. L'azienda target dopo aver valutato tutti gli elementi di

STUDENTSUPSI

due diligence è pronta a formulare la proposta del prezzo di acquisizione. In questa fase spesso si ricorre a incontri “face to face” tra i management aziendali. Una volta che si è trovato l’accordo sul prezzo, l’operazione può dirsi conclusa e dunque si lavora affinché si trovino tutte le sinergie realizzabili. Si sviluppano le strategia di comunicazione e si procede al riassetto organizzativo assegnando ruoli e compiti specifici.

### 4.4 Integrazione

Conclusa la negoziazione, si procede con la comunicazione ufficiale e si passa al momento legato all’integrazione degli asset e di tutte le risorse aziendali. Quest’ultima fase non ha una durata definita, può durare mesi come anni. Il successo dipende più dal lavoro in fase di progettazione e negoziazione, ma nonostante ciò l’applicazione effettiva richiede un grande sforzo e un controllo attento da parte dei top manager. Bisogna accertarsi che a tutti i livelli aziendali siano giunte le informazioni in merito alla mission aziendale e che ogni collaboratore sappia esattamente cosa debba fare, a chi si deve rivolgere e attraverso quali processi. Occorre dunque procedere ad una formalizzazione dei nuovi processi, in modo tale che si renda tutto automatico e chiaro. Occorre affermare che con la fase d’integrazione il processo non si può ritenere terminato. La fase d’integrazione può durare anni e i rischi, finché la nuova azienda non si consolida sono dietro l’angolo. Il livello d’integrazione è molto legato alla similarità tra le aziende. Per questo motivo si tende a preferire le operazioni di tipo orizzontale. Anche in questo caso tuttavia vi è un certo grado di soggettività, poiché il livello di integrazione post-acquisizione è molto legato al settore di appartenenza, alla dimensione dell’azienda e a variabili esogene.

## 5 Visione generale sull’universo delle M&A

L’ambiente economico sempre più competitivo ha sviluppato nel comportamento dei manager aziendali una particolare attenzione alle opportunità esterne all’azienda. Il cambiamento socio-economico si riflette direttamente sulle strategie di crescita aziendale Gli accordi internazionali, i regolamenti fiscali e l’apertura del mercato verso investitori esteri hanno modificato il modo di intendere la crescita per un’azienda. Oggi, il rischio di dover uscire dal mercato è sempre più elevato. La fase di maturità aziendale si sta accorciando e i ritorni sugli investimenti interni non generano livelli soddisfacenti per i manager. Ecco allora che il ricorso a operazioni straordinarie funge da sostituto a un modello aziendale focalizzato sulla crescita interna.

### 5.1 Il fenomeno delle M&A nei principali mercati

Il mercato più attivo dal punto di vista delle M&A è senza dubbio quello americano che si conferma anche nel 2015 al primo posto nel volume e nel valore delle transazioni avvenute. Dopo la crisi del 2008 si è assistito a una situazione altalenante, mentre negli ultimi due anni si sono raggiunti i livelli pre-crisi. L’impennata nelle operazioni è stata indubbiamente supportata dalle grandi banche.

STUDENTSUPSI

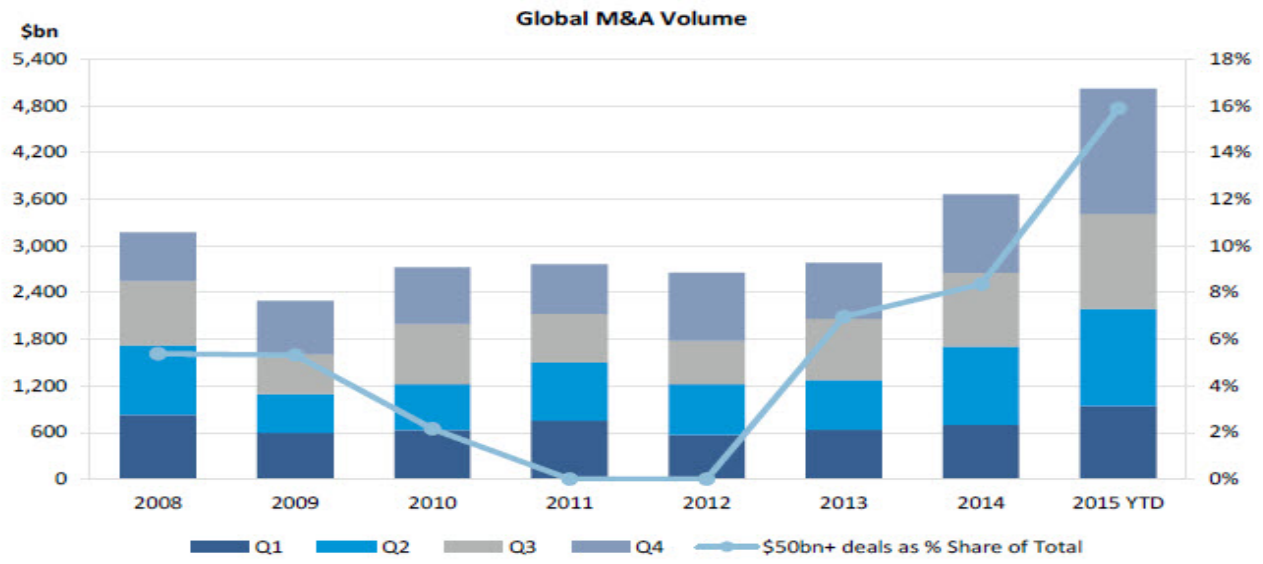
Secondo Dealogic, nel 2015 sono stati collocati bond a supporto di acquisizioni per un valore complessivo di 410 miliardi di dollari, raddoppiando il dato dell'anno precedente[8]. Inoltre, Secondo il sondaggio condotto da Ernst & Young (Global Capital Confidence Barometer – Ottobre 2015), il 59% dei top manager di grandi realtà industriali nel mondo intende comprare aziende nei prossimi 12 mesi[9]. La propensione al rischio degli investitori in obbligazioni di emittenti dell'area Euro e Usa è in aumento, in parte anche per la liquidità assicurata dal Quantitative Easing della Bce e ai conseguenti bassi tassi di interesse di riferimento. Gli Stati Uniti vivono una situazione economica incoraggiante e le attività di M&A non stentano ad aumentare. Il valore delle operazioni supera, nella maggior parte dei casi, i dieci miliardi di dollari. I dirigenti delle grandi aziende puntano sempre più a questo tipo di operazioni straordinarie per via delle ingenti liquidità e dell'accesso al credito di cui dispongono. A giustificare questa impennata nelle operazioni di M&A vi è senza dubbio la forza del dollaro rispetto alle altre valute che rendono sia il mercato europeo che i mercati emergenti sempre più attrattivi. Nel contesto europeo, dal punto di vista economico, si denota una situazione di stallo e di lenta crescita. La presenza di una dinamica deflazionistica è evidente, e si sta cercando di superarla attraverso politiche espansionistiche. Il presidente della Banca Centrale Europea (BCE) Mario Draghi, a differenza di ciò che sta avvenendo negli USA, si dice pronto a proseguire nel rafforzamento della politica di "Quantitative Easing", attraverso il quale, aumentando la liquidità immessa nel mercato, si presume che negli anni a venire la situazione economica del Vecchio Continente riprenda a crescere. L'Europa si mostra comunque attiva dal punto di vista delle operazioni di M&A. Vi è da evidenziare infatti l'intensità con cui molte realtà del mercato Asiatico, in particolar modo della Cina, si stanno facendo sempre più strada nel vecchio continente. Le aziende valutano sempre con maggior interesse gli investimenti al di fuori dei confini aziendali. Questa possibilità viene considerata sia nell'ottica di un'acquisizione che di una cessione. Attraverso le acquisizioni cross-border (transfrontaliere), entrambe le aziende possono beneficiare di un maggiore accesso a nuovi mercati. È evidente che gli aspetti critici legati ad operazioni di M&A in questo caso siano da affrontare con maggiore delicatezza. Queste operazioni sono difficili da gestire per le enormi differenze culturali che si riflettono in maggiori sforzi per ottenere un buon livello d'integrazione. Molte aziende di grandi dimensioni hanno intrapreso strategie di acquisizione molto intense. È il caso, per esempio, di IBM o di Procter & Gamble, che proseguono in maniera molto decisa con l'acquisizione di società più piccole sfruttando la loro dimensione, il loro brand e il loro potere commerciale per velocizzare l'accesso a nuovi mercati e a nuovi clienti. Questa tendenza ha influenzato nel tempo anche le imprese di dimensioni più contenute che, spinte dal desiderio di aumentare velocemente i propri utili, hanno seguito le orme delle grandi aziende. I consulenti di M&A ritengono che la crescente fiducia dei

[8] Dealogic (2015)-EMEA, m&a-loans
[9] Ernst & Young (2015) Global Capital Confidence Barometer, Companies embrace sustainable M&A

STUDENTSUPSI

consumatori, il mercato del credito favorevole, e le limitate prospettive di crescita interna stimoleranno sempre più il ricorso a processi di M&A. Il seguente grafico mostra, a livello globale, l'evoluzione dal punto di vista delle operazioni di M&A nel periodo successivo alla crisi del 2008 sino ad oggi.

**Figure 2: il trend delle M&A a livello globale**




Fonte: Dealogic (2015)

I tre principali soggetti, attivi in operazioni di M&A, sono dunque Usa, Europa e Cina. La Cina, negli ultimi anni sta cercando di raggirare, attraverso le acquisizioni di società o gruppi societari europei, quelle limitazioni che le hanno sempre impedito di avanzare e di consolidarsi nell'area geografica europea. Nonostante i dati non entusiasmanti dal punto di vista economico-finanziario dei paesi situati nell'area Euro, il principale indicatore finanziario che racchiude le cinquanta aziende europee meglio capitalizzate ha segnato nel corso del 2015 un rendimento annuale (YTD) intorno ai sette punti percentuali[10]. Gli investitori credono nella crescita dell'Europa, nella politica della BCE e i dati relativi alle operazioni di M&A lo dimostrano.

Riassumendo, gli ultimi due anni hanno segnato la ripresa del fenomeno delle M&A, con il mercato americano che la fa da padrone per via di una situazione economica solida e in crescita. Il mercato europeo si mostra sempre protagonista, con un atteggiamento maggiormente passivo. Il mercato asiatico, infine, sta velocizzando il suo processo d'insediamento, e sta assumendo la veste di "serial acquirer".[11]

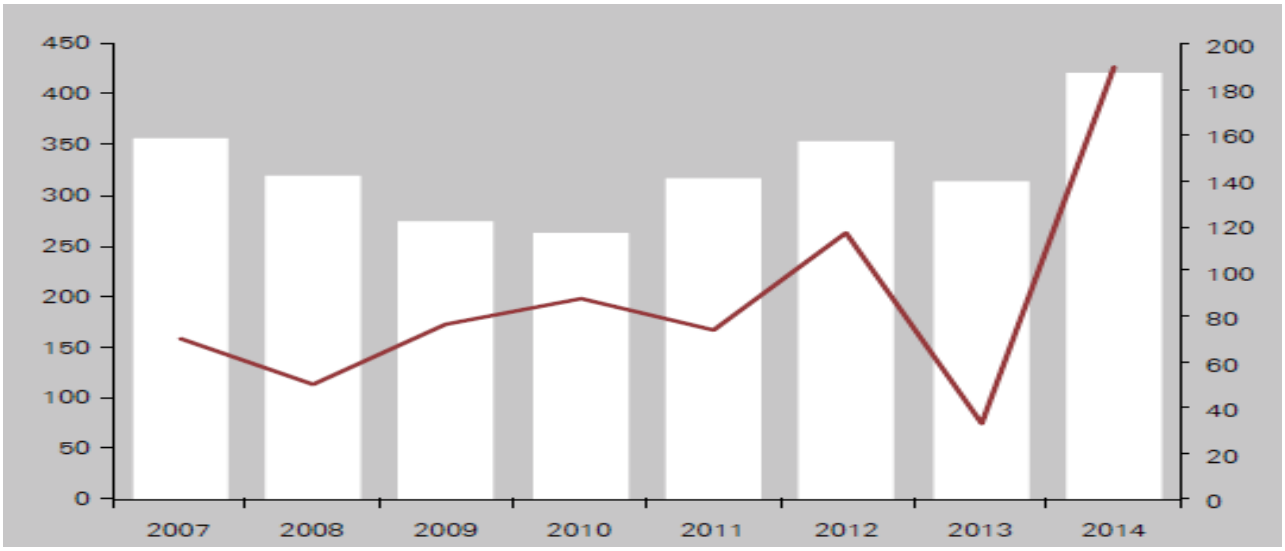
[10] Dati Bloomberg
[11] Strategia di acquisizione aggressiva.

STUDENTSUPSI

## 5.2 M&A in Svizzera

Anche in Svizzera si è potuto assistere a un netto incremento delle operazioni di M&A. Nel 2014 si è verificato un significativo aumento nelle transazioni e nel valore di scambio. Come mostra la figura 3, il trend è in netto aumento e quasi in linea con la tendenza a livello globale. Le barre bianche rappresentano il numero delle transazioni, mentre la linea rossa si riferisce al valore in Dollari.

**Figure 3: il trend delle attività di M&A in Svizzera**




Fonte: KPMG (2015)

Secondo le informazioni fornite da Deloitte, attraverso una ricerca condotta con la collaborazione dell'università di San Gallo, sono emersi i seguenti dati[12]: il controvalore delle operazioni di M&A è aumentato di circa 27 miliardi di franchi rispetto al 2013. A influenzare particolarmente questa crescita hanno contribuito le mega-transazioni come quella tra Holcim, fra i leader mondiali nella produzione di materiali di costruzione che ha acquisito Lafarge per un valore vicino ai quaranta miliardi di franchi. Si è assistito inoltre a un'altra grande operazione in termini di valore dello scambio, che ha riguardato la cessione del 55% del gruppo farmaceutico Alliance Boots con sede a Zugo, alla società americana Wallgreen Co. Le motivazioni di queste operazioni dal punto di vista delle società acquirenti sono: la necessità di una crescita attraverso l'insediamento in nuovi mercati e il bisogno di razionalizzare la struttura organizzativa i cui costi di gestione limitano l'incremento dei margini aziendali. In ottica previsionale, gli esperti (aziende, imprenditori, consulenti) ritengono che nei prossimi anni la crescita aziendale passerà soprattutto da strategie di acquisizione. Sempre secondo Deloitte vi sarà una crescita delle operazioni di M&A in tutti i settori con una prevalenza nel settore farmaceutico e delle telecomunicazioni. Va considerato che le

[12] Deloitte – University of St. Gallen - (Febbraio 2015),Serial acquirers getting ducks in a row

STUDENTSUPSI

aziende quotate dopo la crisi del 2008 hanno abituato i loro azionisti a rendimenti superiori alle medie storiche dei settori di appartenenza. Ciò è stato ottenuto soprattutto grazie alle nuove tecnologie e alla delocalizzazione in aree dove è stato possibile comprimere nettamente i costi. Ora che i margini di manovra si sono ridotti e la crescita si mostra debole, per i manager aziendali, le operazioni straordinarie sono essenziali. Come prevedibile, nelle transazioni riguardanti il mercato svizzero, è ricorrente la presenza di aziende americane. Ciò è dovuto al fatto che nella cultura statunitense il concetto d'internazionalizzazione prevale da molti anni. Un altro mercato di particolare interesse per la Svizzera è quello europeo, soprattutto per via della forza del franco che rende le acquisizioni di concorrenti europei molto attrattive. Se da un lato però la forza della valuta stimola l'acquisto, dall'altro bisogna tener conto delle barriere all'entrata presenti nel mercato del vecchio continente. Secondo le informazioni fornite da Deloitte, attraverso una ricerca condotta con la collaborazione dell'università di San Gallo, sono emersi i seguenti dati[13]. Il controvalore delle operazioni di M&A è aumentato di circa 27 miliardi di franchi rispetto al 2013. A influenzare particolarmente questa crescita hanno contribuito le mega-transazioni come quella tra Holcim, fra i leader mondiali nella produzione di materiali di costruzione che ha acquisito per un valore vicino ai 40 miliardi la società francese Lafarge, attiva nello stesso settore. Si è assistito inoltre ad un'altra grande operazione in termini di valore dello scambio, che ha riguardato la cessione del 55% del gruppo farmaceutico Alliance Boots con sede a Zugo alla società americana Wallgreen Co. Le motivazioni di queste operazioni dal punto di vista delle società acquirenti sono: la necessità di una crescita attraverso l'insediamento in nuovi mercati e il bisogno di razionalizzare la struttura organizzativa i cui costi di gestione limitano l'incremento dei margini aziendali. In ottica previsionale gli esperti (aziende, imprenditori, società di consulenza) ritengono che nei prossimi anni la crescita aziendale passerà soprattutto da strategie di acquisizione. Secondo Deloitte vi sarà una crescita delle operazioni di M&A in tutti i settori con una prevalenza nel settore farmaceutico e delle telecomunicazioni. Va considerato che le aziende quotate dopo la crisi del 2008 hanno abituato i loro azionisti a rendimenti superiori alle medie storiche dei settori di appartenenza. Ciò è stato ottenuto soprattutto grazie alle nuove tecnologie e alla delocalizzazione in aree dove è stato possibile comprimere nettamente i costi. Ora che i margini di manovra si sono ridotti e la crescita si mostra debole, per i manager aziendali, le operazioni straordinarie sono essenziali. Come prevedibile, nelle transazioni riguardanti il mercato svizzero è ricorrente la presenza di aziende americane. Questo perché nella cultura statunitense il concetto d'internazionalizzazione prevale da molti anni. Altro mercato di particolare interesse per il mercato svizzero è quello europeo, soprattutto per via della forza del franco che rende le acquisizioni di concorrenti europei molto attrattive. Se da un lato però la forza della valuta stimola l'acquisto, dall'altro bisogna tener conto delle barriere all'entrata presenti nel mercato del vecchio continente.

[13] Deloitte – University of St. Gallen - (Febbraio 2015),Serial acquirers getting ducks in a row

STUDENTSUPSI

Ci sono aree, dove è molto difficile integrare due aziende, soprattutto per le difficoltà dal punto di vista fiscale e normativo. Si prenda il caso dell'Italia, non è facile prevedere le difficoltà legate alla fiscalità o alle leggi a tutela dei lavoratori che talvolta rendono difficili operazioni di ristrutturazione aziendale. Questo pregiudica varie operazioni di M&A, per via dell'incertezza che si viene a creare. Per quanto riguarda l'ambiente Ticinese, l'acquisto di BSI per 1,7 miliardi da parte della brasiliana BTG Banco Pactual è stata la principale operazione svizzera nel settore finanziario. Operazione che dopo poco tempo si è mostrata un insuccesso. La banca Ticinese è infatti alla ricerca di nuovi acquirenti, per via dello scandalo di corruzione che ha colpito la proprietà brasiliana.

## 5.3 I settori maggiormente interessati ai processi di M&A

A seconda del settore di riferimento, le operazioni di M&A assumono differenti connotazioni. In questo paragrafo si dà una visione generale dei settori maggiormente coinvolti:

Settore della Tecnologia: è senza dubbio tra i settori più interessati ad attività di M&A. Non a caso, fra le prime tre aziende al mondo a livello di capitalizzazione, due appartengono al settore IT (Google, Apple). Il legame con l'innovazione è molto stretto in questo caso. Infatti è in aumento la tendenza da parte delle grandi aziende a rilevare società ad alto contenuto innovativo, facilitando dunque l'accesso alla proprietà intellettuale e beneficiando del know-how acquisito. A dimostrazione di quanto appena detto, vi è il caso di IBM che si posiziona fra le aziende maggiormente attive nei processi di M&A. L'azienda ha perseguito una strategia di acquisizioni nell'attività legata allo sviluppo dei software. Dal 2000 essa ha acquisito più di settanta aziende per un valore che supera i quattordici miliardi di $. Attraverso la forza commerciale a livello globale e il forte brand, ha sfruttato la sinergia creatasi con aziende di dimensioni più piccole dotate di know-how tecnologico ritenuto potenzialmente redditizio. Molto delicata in questo settore si rivela la determinazione del valore delle aziende target. C'è sempre una disparità di valutazione tra azienda acquirente e venditrice, poiché ci troviamo in un contesto caratterizzato da asset che molte volte sono di natura intangibile (brevetti, proprietà intellettuale) e di difficile valutazione.

Settore Healthcare/Farmaceutico: Il settore Healthcare e farmaceutico ha evidenziato una quantità incredibile di operazioni di M&A nel 2014 e 2015. Il mercato che domina dal punto di vista delle M&A è quello americano. La maggior parte delle operazioni sono state dettate dalla volontà di ottenere un'inversione fiscale. Fra le operazioni riguardanti il mercato svizzero, è interessante menzionare la transazione avvenuta tra Wallgreen Co e Alliance Boots, gruppo farmaceutico anglo-svizzero che ha ceduto all'azienda americana il 55% delle proprie quote per un valoro vicino ai quindici miliardi di USD. Nulla in confronto alla recente maxi-operazione tra Pfizer e Allergan. A stimolare l'investimento tramite acquisizione vi sono il basso livello dei tassi d'interesse e le grandi disponibilità liquide dei grandi gruppi farmaceutici.

STUDENTSUPSI

Settore dei media e delle telecomunicazioni: Il settore delle telecomunicazioni e dei media è composto da aziende la cui struttura organizzativa è molto articolata e caratterizzata da attività differenti tra loro. Si pensi a imprese ad alta diversificazione che offrono telefonia fissa e mobile, internet e servizi televisivi. Gestire una struttura di tale portata comporta costi fissi molto elevati e un continuo ricorso a investimenti. Anche in questo caso, l'aspetto innovativo ha un peso rilevante, in quanto condiziona le aziende a dover far fronte a continui investimenti per stare al passo con le nuove tecnologie, per modernizzare le infrastrutture, i servizi offerti e per riuscire a competere in un mercato saturo in cui la concorrenza è elevata. In aggiunta, non si può tralasciare l'importanza delle economie di scala. Il settore si contraddistingue per una consistente frammentazione; ecco dunque la necessità di creare realtà aggregate. Avere un valore aggiunto in questo settore è molto difficile, poiché le tecnologie a disposizione delle aziende si sono livellate. Inoltre, il settore è caratterizzato da costi di transizione (switching-cost) molto bassi. L'aspetto legato alla fidelizzazione del cliente è un fattore critico in questo caso, poiché offrendo un servizio molto simile ai competitor, il valore aggiunto spesso si limita al costo del servizio, creando indirettamente una guerra dei prezzi che va a pesare negativamente sui ricavi netti. Sorge dunque, per le aziende del settore, la necessità di ricorrere a strategie di acquisizione. Nel mercato svizzero, l'operazione più rilevante si riferisce all'acquisizione da parte della venture capital NJJ Capital Sas di Orange (2014) per un valore vicino ai 2.5 miliardi di CHF.

Settore industriale: Questo settore si contraddistingue dagli altri perché solitamente coinvolge aziende con una cultura aziendale molto radicata nel tempo e difficile da integrare con differenti realtà. Esso si caratterizza per la difficoltà nel creare sinergie operative. Ciò che spinge le aziende del settore industriale a ricorrere a operazioni di M&A, riguarda principalmente la riorganizzazione della struttura societaria, la rivalutazione dei costi e la necessità di acquisire competenze esterne. Il livello di competizione in questo settore è influenzato dalle differenze sostanziali che coinvolgono Paesi differenti (Manodopera Cinese/Svizzera). Il settore industriale, inoltre, è fra i più legati alle questioni di politica economica di un paese; si pensi, infatti, all'importanza che può avere la forza/debolezza di una valuta a livello di esportazioni. Spesso tramite queste operazioni, le grandi aziende tendono a focalizzarsi maggiormente sull'attività core. Nei casi di aziende industriali la valutazione dell'operazione è più facile da determinare, perché vi è una prevalenza di asset tangibili e dunque maggiormente quantificabili.

Settore Finanziario: Questo settore si contraddistingue per la complicata questione legata alla differente fiscalità sui redditi derivanti da attività finanziarie. Inoltre, emerge una grande difficoltà nel processo di integrazione tra due realtà finanziarie con cultura differente. Ciò che spinge maggiormente a operazioni di M&A in questo caso è legato quasi sempre alla necessità di aumentare il ritorno sugli asset in portafoglio (ROA). In questo caso ci si trova in una sfera caratterizzata da un quadro normativo che spesso influenza le strategie aziendali. Si opera

STUDENTSUPSI

all'interno di legislazioni e di quadri normativi che variano molto da stato a stato. Si pensi al contesto svizzero e al cambiamento radicale nel modello di business delle banche elvetiche in seguito all'annullamento del segreto bancario, che è stato per decenni il valore aggiunto. Il ricorso a pratiche di concentrazione nel sistema bancario e assicurativo è sempre più forte. Si assiste con frequenza negli ultimi anni alla creazione di grandi gruppi finanziari, frutto di grandi fusioni e ristrutturazioni aziendali, il più delle volte motivate da una necessità urgente di diminuire i costi organizzativi di realtà sovra-dimensionate che devono tener conto delle richieste sempre più esigenti da parte degli azionisti.

# 6 M&A dal punto di vista dei due attori coinvolti

Nel capitolo precedente sono stati descritti i principali settori economici coinvolti in operazioni di M&A e le motivazioni che spingono al ricorso di tali operazioni straordinarie. Il prossimo passo sarà quello di spiegare più nel dettaglio, le principali ragioni che motivano tale scelta da parte dei manager aziendali delle due realtà coinvolte (azienda acquirente – azienda target). Non è possibile assegnare una scala delle priorità, poiché le variabili che motivano le acquisizioni sono molteplici.

## 6.1 Azienda acquirente

Si definiscono ora le principali motivazioni che portano un'azienda a preferire una crescita per linee esterne:

Le operazioni di M&A mirano al raggiungimento di differenti obiettivi che difficilmente si discostano dalla volontà di migliorare la situazione finanziaria e di incrementare i flussi di cassa e gli utili netti. Nel periodo economico attuale è evidente come le percentuali di crescita siano molto basse. A volte dunque occorre sfruttare i cicli economici favorevoli. Si pensi alla situazione legata ai tassi d'interesse nell'area europea e in particolare in Svizzera. Il costo per finanziamenti è molto basso e ciò ha favorito negli ultimi anni una tendenza al rialzo nelle operazioni di acquisizione. La maggior parte delle acquisizioni, infatti, viene finanziata con le liquidità in eccesso, in quanto viene preferita all'offerta di azioni proprie, valutata negativamente dagli azionisti già esistenti. I cicli economici determinano chiaramente il ricorso a operazioni di M&A. Un altro motivo riscontrato riguarda la necessità di velocizzare la crescita. Gli azionisti si mostrano molto più esigenti rispetto al passato e secondo i manager aziendali è più difficile ottenere una crescita organica. Non ci sono grandi margini di manovra sul fatturato di un'azienda e dunque il ricorso a operazioni esterne è essenziale. Le acquisizioni sono motivate inoltre dalla necessità di contrastare la concorrenza. In alcuni settori come quello delle telecomunicazioni per esempio, si assiste ad una guerra dei prezzi dettata dal fatto che vi sono molte imprese che con l'uniformarsi delle conoscenze tecnologiche forniscono spesso, un prodotto/servizio simile, dunque farsi strada in un mercato saturo e così pieno di concorrenti diventa sempre più difficile. La globalizzazione e l'internazionalizzazione hanno permesso alle aziende di accedere a nuovi mercati. Questo è un fenomeno molto ricorrente

STUDENTSUPSI

e si spiega con la necessità di alcune aziende di sfruttare le sinergie con aziende già presenti in mercati ritenuti attrattivi. Spesso questo tipo di operazioni comporta grandi sforzi in sede di pianificazione e a livello di integrazione culturale. Per nuovi mercati non si fa riferimento solamente ad aree geografiche differenti. Si può ricorrere ad operazioni di M&A anche per diversificare e per servire nuovi segmenti di business. Emerge inoltre la necessità tramite queste operazioni di acquisire tecnologia. Il contesto attuale vede nella capacità di essere innovativi il mezzo più efficace per mantenere nel tempo un vantaggio competitivo, motivato da un reale valore aggiunto. È noto, tuttavia, che un processo di innovazione comporta del tempo e un utilizzo consistente di risorse aziendali, prima che contribuisca ad aumentare la redditività aziendale. Si pensi al settore farmaceutico. Il tempo che passa da una scoperta medica al lancio sul mercato di un determinato farmaco può richiedere anni. Da qui nasce l'esigenza di dotarsi di una struttura che mantenga un carattere innovativo nel tempo e quando non è possibile internamente occorre procedere per vie esterne. Le strategie di acquisizione in questo senso permettono di godere immediatamente dell'accumulo di conoscenze/know-how sviluppato esternamente da altre aziende e metterlo al servizio della propria realtà aziendale riducendo nettamente il "time to market"[14]. Occorre menzionare anche la possibilità di sfruttare economie di scala e di scopo. Per quanto riguarda le economia di scala si fa dunque riferimento alla possibilità di contrarre i costi medi unitari, ripartendoli su volumi di produzione più elevati. Ciò si può osservare maggiormente nelle aziende appartenenti al settore industriale. Uno sfruttamento delle economie di scala impatta positivamente anche sulla catena del valore, in quanto, si può godere di condizioni contrattuali più favorevoli nel rapporto con fornitori e sub-fornitori e nella fase di collocamento dei prodotti sul mercato. Altro beneficio derivante dall'integrazione, può essere lo sfruttamento di economie di scopo, soprattutto nelle integrazioni verticali, in cui due aziende utilizzano risorse complementari a differenti livelli di produzione sfruttando asset e fattori di produzione comuni. Infine si vuole evidenziare la possibilità di ottenere benefici fiscali. In questo caso, occorre scindere tra gli sgravi fiscali cui si è assoggettati in seguito ad operazioni di M&A, rispetto alla volontà unica di creare strutture ad hoc orientate ad un'inversione fiscale[15]. Nel primo caso si fa riferimento al fatto che in seguito ad operazioni di M&A aumentano i valori delle attività immobilizzate che nella prassi sono soggette ad una tassazione inferiore rispetto alle attività correnti. Inoltre vi è un aumento dei beni ammortizzabili e ciò si traduce in una diminuzione della base imponibile. Per inversione fiscale si intendono tutte quelle operazioni di M&A in cui gli obiettivi sono unicamente quelli di raggirare le imposizioni fiscali. Ci sono stati negli ultimi anni molti dibattiti in merito a questo tipo di operazioni. Negli USA il governo ha aumentato la regolamentazione relativa a questo tipo di operazioni, ma ciò non ha permesso di bloccare alcune operazioni di proporzioni esorbitanti. È il caso dell'operazione di fusione tra Pfizer

[14] Time to market: tempo che intercorre tra l'ideazione di un prodotto/servizio e la sua commercializzazione
[15] Inversione fiscale: operazione attraverso la quale si punta a spostare il domicilio fiscale di un'azienda in paesi soggetti a tassazione privilegiata.

STUDENTSUPSI

e Allergan, al centro di molte discussioni, attraverso cui il leader mondiale del settore farmaceutico, porterà il domicilio fiscale in Irlanda per benificiare di una tassazione che è nettamente inferiore a quella degli Stati Uniti. Sempre nel 2014 un'operazione simile, tra Pfizer e AstraZeneca dal valore di 116 Miliardi di dollari è stata bloccata dal governo americano, in seguito all'applicazione di misure molto restrittive.

## 6.2 Azienda target

L'azienda contrapposta all'acquirente nelle operazioni di M&A è l'azienda target. Fra i principali motivi che spingono a tali operazioni si è riscontrata la necessità di affidarsi a una realtà consolidata e con forti relazioni commerciali. È il caso di aziende che indipendentemente dal settore di appartenenza, non intravedono più potenziali di crescita o non riescono a ottimizzare la propria attività core per la mancanza di alcuni asset, che non possono essere creati internamente. Si pensi in particolar modo alla difficoltà nel superare le barriere all'entrata in alcuni settori dove sono richiesti investimenti di medio-lungo termine o volumi di clientela che sarebbe impossibile raggiungere con le sole proprie forze. In questi casi il management può aprire alla possibilità di essere acquisiti da un'azienda di maggiori dimensioni. In questo modo, l'azienda target può sfruttare la rete commerciale dell'azienda acquirente e beneficiare di un potenziale di crescita più elevato. Nel settore tecnologico, questa tendenza è molto comune. Le grandi aziende tendono ad acquisire la proprietà intellettuale o i brevetti di talune aziende beneficiando immediatamente della tecnologia già testata e commercializzata. Fra i principali motivi si osserva inoltre la necessità di eliminare le inefficienze operative. Ogni azienda alla fine dell'anno deve fare i conti con il risultato conseguito. Spesso attraverso un'accurata analisi della gestione aziendale emergono situazioni d'inefficienza che utilizzano risorse senza generare rendimenti. Per questo motivo alcune aziende possono pensare ad una cessione dell'intera società o a quei rami d'attività che per svariati motivi non generano livelli di redditività validi a giustificare la loro esistenza. Massimizzare l'efficienza operativa è uno dei principali obiettivi del management aziendale. A volte però un aumento dell'efficienza operativa non può essere conseguito internamente e dunque valutare operazioni di natura straordinaria, può essere l'unica soluzione per evitare di essere tagliati fuori dal mercato. Un altro aspetto che spinge a una cessione si può vedere nella necessita di attuare ridimensionamento strategico. Può capitare dunque che la strategia, per dinamiche esogene non soggette al controllo dell'impresa stessa, debba essere modificata. Il principio di continuità aziendale si basa sulla capacità delle imprese di essere flessibili ai cambiamenti e alle dinamiche evolutive. Si prenda come riferimento il mercato finanziario ticinese. Senza dubbio il quadro normativo legato agli accordi internazionali e all'eliminazione del segreto bancario ha fatto sì che alcune realtà finanziarie dovessero rivedere completamente le loro strutture aziendali e le loro strategie. Si è reso necessario dunque ridimensionare gran parte delle strutture societarie e i

STUDENTSUPSI

relativi obiettivi. Alcune realtà sono state cedute a gruppi finanziari esteri con una conseguente riduzione degli organici aziendali.

# 7. Analisi delle interviste

Attraverso il presente capitolo s'intende mostrare il risultato delle interviste. La scelta degli attori da intervistare è stata presa in seguito alle ricerche effettuate sul tema di riferimento. Nelle operazioni di M&A gli attori coinvolti sono essenzialmente tre: le aziende, i manager aziendali (team di progetto dell'operazione) e le società di consulenza. La difficoltà principale è stata l'individuazione di aziende situate nel Canton Ticino coinvolte in attività di M&A. L'idea è stata quella di selezionare aziende appartenenti a differenti settori. Grazie all'aiuto del relatore e dei contatti diretti/indiretti, è stata stilata una lista di potenziali realtà operanti in Ticino. In seguito si è passati al contatto vero e proprio.

Il contatto è avvenuto telefonicamente e via mail. Fin dal primo momento sono stati chiariti gli obiettivi dell'intervista. La principale difficoltà è stata quella di convincere le aziende a collaborare. Infatti, alcune si sono rifiutate, affermando che il tema d'interesse entrava in una sfera legata a dati sensibili e privati. Dopo vari tentativi sono state selezionate quattro realtà di grandi dimensioni appartenenti al settore industriale, farmaceutico e finanziario. Le interviste sono state svolte di persona oppure telefonicamente.

Le interviste sono state strutturate con qualche differenza a seconda del soggetto. Una per le aziende, una per i consulenti in M&A e la terza si focalizza sul punto di vista di un imprenditore. Come anticipato nel capitolo introduttivo, è difficilmente ipotizzabile una comparazione tra operazioni di M&A. Ciò è possibile solamente se si fa un confronto tra attività di M&A in cui le aziende coinvolte appartengono allo stesso settore, hanno dimensioni simili e i cui obiettivi strategici sono equiparabili.

Terminate le interviste, si è passati alla trascrizione e all'analisi delle informazioni ottenute. Il focus delle interviste è rivolto all'obiettivo principale del lavoro, ossia, osservare le criticità principali legate ad attività di M&A e l'impatto che esse hanno sulla gestione aziendale. Nel corso degli incontri con gli esperti è emerso che le criticità possono essere analizzate in fase preventiva ma l'impatto vero e proprio è dato da un insieme di fattori congiunti che può essere valutato solo dopo un tempo relativamente lungo che varia da caso a caso.

### 7.1.2 Chiave di lettura

La chiave di lettura scelta per strutturare le interviste alle aziende è stata ideata sulla base di quanto analizzato nella letteratura. Gli aspetti di maggiore interesse legati alle attività di M&A sono:

- motivi principali che spingono entrambe le aziende coinvolte (acquirente e target) a ricorrere ad operazioni di M&A.

STUDENTSUPSI

- fattori critici
- impatto sulla gestione aziendale (operativa, strategica,finanziaria) e sulla catena del valore/supply chain (laddove possibile).

**Tabella 5: informazioni generali riguardanti operazioni analizzate**

| Tipo di Business | Acquirente/Target | Posizionamento | buyer - seller |
|---|---|---|---|
| Farmaceutico | Azienda Target | Globale | Australia - Svizzera |
| Produzione di macchine industriali | Azienda Acquirente | Globale | Italia - Svizzera |
| Finanziario | Azienda Acquirente | Globale | Svizzera - Usa |
| Industriale | Azienda Target | Globale | Cina - Svizzera |

## 7.2 Azienda A

L'azienda A situata in Ticino produce e commercializza prodotti di medicina naturale e integratori alimentari. Ha una struttura che le permette di realizzare internamente tutte le attività del processo aziendale: produzione, confezionamento e distribuzione.. L'attività core dell'azienda A riguarda la produzione industriale per aziende terze. Inoltre, essa fornisce anche servizi di consulenza a partire dalla creazione del prodotto, fino alla commercializzazione. Nei primi anni Novanta l'azienda viene acquisita da un gruppo farmaceutico tedesco, attivo nella ricerca, sviluppo, produzione e commercializzazione di prodotti farmaceutici nel campo della medicina. Il gruppo tedesco opera a livello globale. Questo legame dura fino al 2013 quando l'azienda A si ritrova a non rientrare più, come sito produttivo, nel piani di business del gruppo tedesco.

A questo punto entra in gioco un gruppo australiano che dispone di una rete di società acquisite in Europa, Asia e America nel settore dei prodotti farmaceutici a base naturale. Il gruppo fornisce, a professionisti operanti nel settore Healthcare/farmaceutico, soluzioni e prodotti naturali clinicamente testati. Il focus della nostra intervista si riferisce a quest'ultima operazione. (cessione al gruppo australiano).

**Tabella 6: descrizione dell'operazione di M&A – Azienda A**

| Descrizione dell'operazione di M&A |
|---|

STUDENTSUPSI

| | |
|---|---|
| Tipologia dell'operazione: | Cessione totale di tipo orizzontale. Entrambe le aziende appartengono allo stesso settore (prodotti farmaceutici a base naturale). |
| Principali ragioni dell'operazione: | Azienda acquirente:<br>- Ampliare la quota di mercato<br>- Velocizzare il processo di crescita<br>- Accedere a nuovi mercati<br>Azienda A:<br>- Combinare forze strategiche<br>- Accedere a nuovi mercati |
| Fattori critici: | - Integrazione tra culture differenti<br>- Comunicazione/condivisione delle informazioni |
| Impatto a livello operativo e strategico: | <u>Azienda Acquirente:</u><br>- L'attività core rimane la stessa.<br><u>Azienda A:</u><br>- Sfruttare l'eccedenza della capacità produttiva.<br>- Miglioramento della capacità di credito |
| Impatto a livello di Value Chain/Supply Chain | <u>Azienda A:</u><br>- Cambiamento parziale nella gestione delle risorse umane.<br>- Cambiamento dal punto di vista della logistica esterna<br>- La filiera produttiva è rimasta la stessa |
| La fase più critica del processo di acquisizione | <u>Azienda A:</u><br>La fase finale di "Due diligence" |
| Risultato della Transazione | A due anni dalla transazione, l'azienda A si ritiene soddisfatta dell'operazione. Si sono venute a creare molte sinergie operative che |

STUDENTSUPSI

| | |
|---|---|
| | hanno permesso all'azienda di incrementare la propria quota di mercato. |

Principali ragioni dell'operazione

**Azienda acquirente**: Le mire strategiche del gruppo australiano erano di aumentare la propria presenza a livello globale. Le aree maggiormente servite prima dell'operazione sono il Sud-est Asiatico e l'Australia. S'intravede la possibilità di entrare nelle aree situate nell'emisfero nord e in particolar modo in Europa. Il profilo dell'azienda A risponde perfettamente ai requisiti citati. Essa è dotata di una struttura consolidata, di un'ottima linea di prodotti, già commercializzabili e altri in attesa di essere testati e approvati (pipe-line). Ciò si traduce dunque nella possibilità di velocizzare il processo di crescita.

**Azienda A:** L'azienda A ha già vissuto operazioni di M&A. Tuttavia, il passaggio dal gruppo tedesco al gruppo australiano evidenzia aspetti molto più favorevoli. Vi è la possibilità di coniugare la propria forza produttiva con un gruppo presente in aree geografiche mai servite fino a quel momento. Si notano da subito buone sinergie. Inoltre, la dimensione dell'azienda acquirente viene ritenuta più confacente alla propria. Il management dell'azienda A valuta positivamente il "curriculum" del gruppo acquirente e le sue strategie di acquisizione passate.

Fattori critici:

Secondo il manager dell'azienda A, ciò che influisce maggiormente nell'integrazione delle due realtà coinvolte, è l'aspetto culturale. Il gruppo acquirente ha una forte connotazione anglo-sassone, e l'integrazione da questo punto di vista non è stata immediata Inoltre, il gruppo acquirente opera principalmente in mercati in cui vi sono differenti abitudini dei consumatori finali. Nell'area asiatica, per esempio, è prevalente il ricorso ai farmaci di tipo naturale a base di erbe. Nell'area occidentale vi è invece un forte ricorso a farmaci tradizionali. Da qui nasce la necessità dell'azienda A di mettere in campo il proprio know-how e le proprie competenze per sfruttare sinergie operative in un mercato dove ha creato nel tempo una buona rete commerciale. Un altro aspetto critico nel processo di acquisizione è stato l'aspetto legato alla comunicazione e condivisione delle informazioni. La sede principale del gruppo australiano è situata a Sydney. Inizialmente, secondo il manager dell'azienda A, non venivano programmati sufficienti incontri "face to face" tra i rispettivi management. Ciò ha portato ad allungare i tempi in fase di pianificazione e, secondo l'intervistato, ha creato delle inefficienze anche dal punto di vista operativo, soprattutto nella gestione di alcune nuove comande.

Impatto a livello operativo, strategico e finanziario:

STUDENTSUPSI

Per il gruppo acquirente, a livello operativo non è cambiato nulla. Dal punto di vista strategico, si segnala la scelta di accrescimento delle quote di mercato. Per l'azienda A, il principale impatto dal punto di vista operativo si è visto nella possibilità di ampliare nettamente i volumi di produzione. In precedenza, infatti, la società tedesca ne limitava le potenzialità di crescita poiché vigeva un rapporto di esclusiva, e l'azienda A non poteva produrre per imprese concorrenti. Con la nuova acquisizione, l'esclusività è venuta meno e ne è risultato immediatamente un migliore sfruttamento della propria capacità produttiva. Dal punto di vista strategico si afferma la possibilità di allargare la propria rete in aree nuove, sfruttando il know-how e la posizione dell'azienda acquirente. Si registra inoltre un miglioramento della capacità del credito, motivato soprattutto da una maggiore forza contrattuale.

Impatto a livello di value chain/supply chain

A livello d'infrastruttura non ci sono stati grandi cambiamenti. Il personale all'interno dell'azienda A è rimasto sostanzialmente lo stesso. Si è assistito a un'armonizzazione delle posizioni e dei salari dei collaboratori. Alcune caratteristiche della struttura salariale dipendono, infatti, dalla sede legale dell'azienda acquirente. È stato apportato un programma di sviluppo del talento interno, con dei premi a progetto. Per quanto concerne le attività di ricerca e sviluppo, non ci sono state grosse modifiche, non essendo l'attività prevalente dell'azienda A. Si prosegue pertanto con la tecnologia di cui già si dispone. La parte riguardante l'approvvigionamento non è cambiata ma, secondo l'intervistato, la forza contrattuale con i fornitori ora è maggiore. A livello di logistica c'è un nuovo approccio nel calcolo dei costi globali rispetto a prima. In seguito all'operazione di acquisizione, il processo si è leggermente allungato. A livello di marketing non è cambiato molto, tranne che nell''ottica di massimizzare l'effetto sinergico della nuova configurazione, si lavora con nuovi distributori e partner già associati al gruppo acquirente.

Risultato dell'operazione

Secondo l'intervistato, la transazione è da considerarsi soddisfacente. Dal punto di vista finanziario si sono registrati dei miglioramenti nei flussi di cassa e nel volume di produzione. Ora si gode di maggiore autonomia e le potenzialità di crescita sono elevate. È stato affrontato il discorso concernente la situazione delle esportazioni, in seguito all'abbattimento della soglia franco-euro e l'intervistato ha affermato che l'azienda A ha risentito dell'effetto cambio solo inizialmente, quando alcuni clienti si sono trovati ad acquisire prodotti del 10-20% più costosi, ma questo è stato bilanciato con l'acquisto di materiali in zone euro. Per quanto concerne il processo di acquisizione, l'intervistato afferma che la fase più delicata è stata quella di "due diligence" finale. La fase di due diligence finale è molto importante; è il punto più critico in cui non sempre si riesce a entrare in sintonia con la controparte. L'intervistato ha affermato che, pochi anni prima, un'operazione non è andata a buon fine il giorno fissato per la conclusione. L'azienda A ha compreso solo al termine

STUDENTSUPSI

della negoziazione che l'azienda acquirente non aveva la sostanza che ci si attendeva. Secondo il manager intervistato, in questo caso, c'è stata una leggerezza del vecchio management nella fase iniziale. È emersa dunque l'importanza del grado di conoscenza della controparte in questo tipo di operazioni. L'intervistato afferma, inoltre, l'importanza di svolgere l'intero processo di business in un tempo relativamente breve, perché una fase di stallo troppo lunga può pregiudicare l'efficienza operativa aziendale. La recessione a livello globale non è stata sentita particolarmente poiché i prodotti commercializzati sono in una fascia di potenziali clienti meno attaccata dal fenomeno recessivo. L'operazione si è rivelata soddisfacente, anche per merito della reputazione che si gode all'estero di prodotti realizzati in Svizzera. La fase d'integrazione secondo l'intervistato prosegue in maniera soddisfacente.

## 7.3 Azienda B

L'azienda B è una multinazionale Italiana che opera nel settore industriale. Il gruppo progetta e produce macchine industriali per il confezionamento di prodotti farmaceutici, alimentari, cosmetici etc. Si posiziona a livello globale con impianti di produzione in Italia, Spagna, Germania, Francia, Gran Bretagna, Stati Uniti, India, Cina e Svizzera. Vanta di circa 4'500 collaboratori. Nasce negli anni sessanta e da quel momento in poi inizia una strategia di accrescimento attraverso operazioni di M&A che la portano a raggiungere una posizione leader a livello globale. L'operazione a cui si fa riferimento è un'acquisizione di tipo orizzontale di un'azienda situata in Ticino. Anch'essa offe soluzioni di confezionamento, con una tecnologia di avvolgimento innovativa che viene definita flow-pack, per prodotti alimentari e di altri settori merceologici. Si tratta di macchine che dal punto di vista tecnologico sono relativamente semplici che coprono quindi una gamma bassa di prezzo, ma con un enorme potenziale dal punto di vista delle tipologie di prodotto realizzabili. Questo consente di entrare in mercati di nicchia con poca concorrenza. L'azienda ha forte carattere innovativo; l'attività core riguarda, infatti, la ricerca, sviluppo e produzione di nuovi macchinari. Nel settore di riferimento è difficile generare grandi margini di ricavo e l'unica possibilità è di aumentare i volumi di produzione e di minimizzare la struttura dei costi sfruttando economie di scala. Sorge dunque la necessità per le aziende che operano nel settore delle macchine da confezionamento di ridurre i tempi e i costi unitari. Disporre di macchine tecnologiche è il reale valore aggiunto delle imprese operanti in questo settore. Secondo l'azienda B, l'impresa situata in Ticino possiede dunque ottime potenzialità che permetterebbero all'azienda di consolidare la propria quota di mercato.

**Tabella 7: descrizione dell'operazione di M&A – Azienda B**

| Descrizione dell'operazione di M&A | |
|---|---|
| Tipologia dell'operazione: | Acquisizione frazionata di tipo orizzontale. |

STUDENTSUPSI

| | |
|---|---|
| | Attuale quota di partecipazione: 81% |
| Principali ragioni dell'operazione: | Azienda B:<br>- Accedere a nuovi mercati (segmenti di business).<br>Azienda Target:<br>- Ridimensionamento strategico.<br>- Affidarsi a una realtà forte e consolidata. |
| Fattori critici: | - Obiettivi strategici chiari e definiti.<br>- Grado di conoscenza delle rispettive realtà.<br>- Competenze specifiche e know-how.<br>- Corretta valutazione dell'operazione. |
| Impatto a livello operativo, strategico e finanziario: | Azienda B:<br>- Sfruttamento delle economie di scala.<br>- Aumenta la gamma di prodotti offerti.<br>- Entrata in un nuovo segmento di business.<br>- Aumentano i flussi di cassa.<br>Azienda target:<br>- Riduzione delle inefficienze operative.<br>- Miglioramento della capacità di credito.<br>- Migliora il rating aziendale. |
| Impatto a livello di Value Chain/Supply Chain | Azienda B:<br>- Gestione delle risorse umane: maggiore efficienza nella selezione e assegnazione dei ruoli. Migliore valorizzazione dei collaboratori.<br>- Marketing/vendite: cambiamento netto. L'operazione ha contribuito ad aumentare l'immagine aziendale e a entrare in mercati nuovi. |
| La fase più critica del processo di acquisizione | Fase di negoziazione. |

STUDENTSUPSI

| | |
|---|---|
| Risultato della Transazione | Il manager dell'azienda B afferma che l'operazione di acquisizione si è rivelata soddisfacente.<br>- Ottime sinergie. Buona integrazione di competenze tecniche manageriali.<br>L'azienda target ha mantenuto una sua identità. |

Principali ragioni dell'operazione

**Azienda B:** la principale motivazione dell'acquisto è la possibilità di accedere in nicchie di mercato nuove per l'azienda, in cui il potenziale di crescita è enorme. S'intravede la possibilità di acquisire un'azienda la cui struttura permette di velocizzare i tempi d'insediamento in nuovi segmenti di business. Per produrre i macchinari con la tecnologia dell'azienda target ci vorrebbe un tempo relativamente lungo.

**Azienda target:** L'azienda target possiede un valore aggiunto che non riesce più a essere sfruttato vista la sua dimensione contenuta. Gli investimenti per ampliare la rete commerciale vengono ritenuti troppo onerosi. Inoltre entrare a far parte di un gruppo con un forte brand a livello globale può migliorare di riflesso l'immagine aziendale. Affidarsi a un gruppo industriale solido permetterebbe di concentrarsi maggiormente sull'attività core aziendale (sviluppo di soluzioni innovative di confezionamento).

Fattori critici:

Il manager intervistato afferma che in questo tipo di operazioni uno degli aspetti più delicati riguarda il grado di conoscenza delle rispettive realtà. Nelle realtà industriali sono più importanti le competenze specifiche e il know-how piuttosto che i risultati finanziari. Un altro aspetto essenziale riguarda la corretta valutazione dell'operazione di acquisizione. Si è ritenuto essenziale, secondo l'intervistato, non distogliere le forze manageriali dell'azienda acquisita. Il manager afferma che non bisogna togliere all'azienda la propria identità, poiché la mortificazione dello spirito aziendale pregiudica l'ottenimento di sinergie.

Impatto a livello operativo, strategico e finanziario:

Per l'azienda B, a livello operativo, l'unico cambiamento riguarda l'aumento della gamma di prodotti offerti. Le attività rimangono le stesse. Il principale cambiamento si osserva dal punto di vista strategico e finanziario. A livello strategico si assiste a un'entrata in un nuovo segmento di business. Aumenta esponenzialmente il numero di clienti finali e questo si traduce a livello finanziario in un incremento dei flussi di cassa e dei margini aziendali.

STUDENTSUPSI

**Azienda target:** il manager intervistato afferma che l'impatto operativo per l'azienda acquisita è subliminale. Non si osserva, infatti, un grande cambiamento perché l'azienda continua a produrre le macchine progettate internamente. Quello che emerge è la riduzione delle inefficienze operative, immediatamente a seguito della transazione. In aggiunta si osserva una migliore capacità di credito, motivata da una maggiore affidabilità agli occhi dei finanziatori, con una conseguente riduzione del costo medio ponderato del capitale (WACC).

Impatto a livello di value chain/supply chain

L'impatto a livello di valuechain/supply chain si è visto in merito alla gestione delle risorse umane e al marketing. Per quanto concerne il primo aspetto si è proceduto, infatti, a una maggiore valorizzazione del personale attraverso un migliore approccio nell'assegnazione dei ruoli e nei metodi di valutazione. Sono stati combinati i team di ricerca e sviluppo per sfruttare al meglio le rispettive competenze specifiche. L'impatto più rilevante ha riguardato l'aspetto del Marketing e delle vendite. Attraverso l'acquisizione l'azienda ha consolidato nettamente la propria posizione nel mercato. Il potenziale di clientela è aumentato (la prima quota di acquisizione risale al 2013) e ciò ha permesso di superare i principali concorrenti. A livello logistico non si sono registrati particolari cambiamenti. L'azienda target ha beneficiato di un eccellente sistema di sub-fornitura stratificato appartenente all'azienda B. Questo sistema è stato implementato negli anni con diverse acquisizioni e con la creazione di diverse alleanze strategiche che le hanno permesso di ridurre i costi di transazione. Per quanto riguarda lo sviluppo della tecnologia, non ci sono stati cambiamenti particolari poiché Il settore richiede un grado d'innovazione costante di tipo incrementale e non innovazioni radicali (disruptive innovation).

Risultato dell'operazione

Secondo l'intervistato, l'operazione si è rivelata molto soddisfacente. Essa ha portato a un consolidamento piuttosto che a un cambiamento. È aumentato il valore aggiunto dell'azienda. In un'azienda forte e solida un'operazione di acquisizione deve puntare al miglioramento, alla riduzione delle inefficienze. Uno stravolgimento non è mai conveniente in realtà molto grandi presenti a livello globale. L'azienda B non ha sottratto energia al management aziendale dell'azienda acquisita. Il manager afferma: "una buona acquisizione non limita l'azienda acquisita, bensì ne valorizza le risorse e le competenze". Nel caso specifico si registra un ottimo livello d'integrazione delle rispettive competenze manageriali. Va ricordato che l'acquisizione è stata eseguita in due fasi. La prima operazione risale a due anni fa ed è stata susseguita da un aumento di partecipazione effettuato nel 2014. Questo evidenzia che il livello d'integrazione è stato ritenuto soddisfacente dal management dell'azienda B e che sono state sfruttate al meglio le sinergie tra le due aziende.

STUDENTSUPSI

## 7.4 Azienda C

L'azienda C è una realtà finanziaria svizzera, attiva nella gestione patrimoniale attraverso le attività di Private Banking e di Asset Management. È presente a livello globale con più di trenta filiali e uffici di rappresentanza. L'azienda target è una realtà finanziaria americana. Le realtà in questione sono molto articolate e suddivise in differenti segmenti di business dunque va fatto un passo indietro per spiegare le attività principali delle due aziende coinvolte. L'azienda C ha una forte connotazione svizzera e sente, a un certo punto, la necessità di diventare una realtà internazionale. L'azienda americana è una realtà con forte presenza globale con un processo di internazionalizzazione già completato. In seguito alla crisi dei mutui sub-prime, l'intera struttura aziendale inizia a risentirne. A causa di un effettivo iper-dimensionamento i costi di struttura diventano impossibili da gestire. Sorge dunque la necessità di fare cassa e di vendere alcune attività. La banca americana decide di vendere tutto il suo business del wealth management - private banking, ad eccezione delle aree giapponesi e statunitensi. L'azienda C inizia una strategia di acquisizione scaglionata. Occorre evidenziare che l'acquisizione è stata portata avanti in due modalità. In alcune aree, come a Ginevra, è stata fatta un' acquisizione dell'intero business, e dunque la realtà americana (a Ginevra) ha cessato di esistere. Nel resto del mondo ceduto invece solo gli asset (clienti in portafoglio) che per vari motivi non generavano più livelli soddisfacenti di rendimento. La banca aveva due grossi hub (centri del business), a Londra per la clientela europea e a Singapore per la clientela asiatica. A questo punto entra in gioco l'oggetto dell'operazione cui si fa riferimento. A Londra la realtà americana non era una banca, bensì, una società di gestione patrimoniale (paragonabile a una Fiduciaria o una SIM Italiana) che depositava su una banca americana. È facile ipotizzare dunque la complessità dell'operazione, nell'inquadrare tutti gli aspetti organizzativi, operativi e dal punto di vista normativo di due realtà con forti differenze culturali e nel modello di Business (Usa e Svizzera).

Per riassumere, l'azienda C decide di acquisire le attività di Wealth Management e Private Banking Europee della realtà bancaria americana che svolgeva queste operazioni nella filiale di Londra. Da un lato, dunque, vi è una realtà con una forte strategia di accrescimento, dall'altro vi è la necessità/volontà di procedere ad un ridimensionamento strategico.

**Tabella 8: descrizione dell'operazione di M&A – Azienda C**

| Descrizione dell'operazione di M&A | |
|---|---|
| Tipologia dell'operazione: | Acquisizione frazionata di tipo orizzontale. Stesso settore di appartenenza (Private Banking – Wealth Management). |
| Principali ragioni dell'operazione: | Azienda C: |

STUDENTSUPSI

| | |
|---|---|
| | - Aumentare flussi di cassa.<br>- Accedere a nuovi mercati (segmenti di business).<br>- Internazionalizzazione.<br>Azienda Target:<br>- Ridimensionamento strategico.<br>- Razionalizzazione dei costi di struttura. |
| Fattori critici: | - Strategia chiara di breve e lungo termine.<br>- Valutazione delle possibili integrazioni.<br>- Valutazione dell'operazione di acquisizione.<br>- Integrazione culturale<br>- "Employee retention" |
| Impatto a livello operativo, strategico e finanziario: | Azienda C:<br>- Costi d'integrazione più alti di quanto preventivato.<br>- Maggiore crescita in mercati nuovi o già esistenti.<br>- Armonizzazione dal punto di vista normativo<br>- Aumento del ROA (Return On Asset) e riduzione del Cost/Income Ratio[16] .<br>Azienda target:<br>- Abbattimento dei costi di struttura<br>- Maggiore focalizzazione sull'attività core e sui mercati ritenuti più redditizi. |
| La fase più critica del processo di acquisizione | - Fase d'integrazione |

STUDENTSUPSI

| | |
|---|---|
| Risultato della Transazione | Operazione di successo, nonostante abbia portato enormi sforzi e ingenti costi nella fase d'integrazione. A distanza di tre anni dall'inizio del processo di acquisizione, i risultati finanziari hanno confermato che l'operazione ha apportato una creazione di valore per l'azienda C e per tutti gli stakeholder. |

Principali ragioni dell'operazione

**Azienda C:** Si afferma una forte strategia di accrescimento. Il Top management corregge la visione aziendale e decide di iniziare un processo di Internazionalizzazione. Si registra la necessità di consolidare la propria posizione di mercato e di diventare tra le prime realtà finanziarie a livello di Private Banking.

**Azienda Target**: La crisi del 2008 ha generato una grande crepa nel sistema finanziario americano. La realtà finanziaria in questione ha subito il contraccolpo e deve rivedere le sue strategie future. Si denota, inoltre, un iper-dimensionamento, e nasce la necessità di razionalizzare i costi dell'intera struttura. Si valuta dunque la possibilità di vendere le attività che in termini di costi/ricavi non generano i ritorni attesi. In aggiunta, il Top Management decide di focalizzarsi maggiormente sul mercato domestico e su quello asiatico.

Fattori critici:

In questo caso, trattandosi di due realtà finanziarie molto articolate, con differenti modelli di business e dalla forte diversità culturale, le criticità da analizzare sono numerose. In primo luogo va menzionata la fase di valutazione degli asset da acquisire. L'azienda C deve identificare dunque gli asset che possono integrarsi con la propria organizzazione. Un altro elemento delicato si riferisce alla valutazione economica dell'operazione. Nel settore finanziario, stabilire il prezzo di un'operazione di acquisizione è molto più complicato. Nel caso di aziende quotate ciò è ancora più difficile poiché possono subentrare comportamenti speculativi. Infine, secondo l'intervistato, il fattore critico più rilevante è stato in questo caso l'integrazione culturale. In Svizzera, per le realtà bancarie, prevale l'attività di gestione patrimoniale. Negli USA si tratta più di brokeraggio ad alto contenuto speculativo. Inoltre, occorre valutare il punto di vista del cliente finale che vive questa fase di cambiamento e può avere un approccio diffidente. L'insieme di tutti questi aspetti conferma la complessità di un'operazione di questo genere. Un altro aspetto critico riguarda la "employee

STUDENTSUPSI

retention"[17], ovvero la capacità da parte della nuova realtà di trattenere i collaboratori acquisiti. Può sorgere, infatti, una sorta di disorientamento in seguito a un'operazione di M&A e questo può portare i collaboratori dell'azienda acquisita a prendere altre strade. In settori come quello finanziario, perdere un banker che ha al seguito un numero elevato di clienti fidelizzati, può tradursi in una perdita del cliente stesso.

Impatto a livello operativo, strategico e finanziario:

**Azienda C**: Secondo l'intervistato l'impatto dal punto di vista operativo è stato dirompente. Dato che l'acquisizione ha comportato il trasferimento presso l'azienda C di banker, team e assistenti, è stato necessario trasmettere il nuovo modo di operare, nuovi obiettivi e nuovi processi. Questa fase ha richiesto uno sforzo enorme in termini di risorse e di tempo. A livello strategico c'è stato un cambiamento epocale per l'azienda C. Si è implementata la posizione a livello globale e di conseguenza la reputazione del brand ne ha beneficiato. Tutto ciò si è tradotto positivamente a livello finanziario, in un aumento del patrimonio gestito e dei ritorni sugli asset (ROA).

**Azienda Target**: non si hanno informazioni rilevanti in merito all'azienda acquisita. Le informazioni di cui si dispone evidenziano che questa cessione di attività ha portato a una focalizzazione maggiore sui mercati domestici. La cessione degli asset in portafoglio si è tradotta in una netta rivalutazione dei costi di struttura e in una diminuzione drastica del numero di collaboratori.

La fase più critica del processo di acquisizione:

Occorre scindere il punto di vista. Per il Top management la fase più delicata è stata quella di inquadrare gli asset da acquisire, contestualizzarli a un nuovo mercato, a nuove normative e differenti regimi fiscali. Prima di arrivare a decidere se e cosa acquistare, il lavoro di analisi e di ricerca è stato enorme. Secondo il team di progetto, il momento più critico si è avuto nella fase di integrazione. È stato analizzato caso per caso ogni singolo portafoglio ritenuto potenzialmente integrabile. Da una prima fase di valutazione in cui si erano definiti settanta miliardi di aumento di patrimonio gestito, si è giunti nella fase di integrazione a cinquantacinque miliardi. Per ogni portafoglio si è reso necessario valutare il potenziale di redditività e, qualora non rispettasse i criteri imposti dalla visione della banca, andavano scartati (enorme sforzo a livello "Compliance"). Ogni cliente, in base al domicilio, ha un trattamento fiscale differente. A questo proposito l'intervistato afferma che la fase più delicata è stata dunque la fase post-acquisizione.

Risultato dell'operazione

A due anni dall'ultimo "trasferimento di asset", l'operazione per l'azienda C è da ritenersi soddisfacente poiché ha rispettato gli obiettivi prefissati, più precisamente:

[17] La capacità di un'azienda di trattenere i propri collaboratori

STUDENTSUPSI

- Ha aumentato il patrimonio gestito
- Ha migliorato la redditività grazie ad un aumento dei ritorni sugli asset e a una diminuzione del Cost/income ratio[18]
- Ha aumentato la propria immagine e la propria quota di mercato

L'aspetto di maggiore difficoltà è stato quello di gestire un approccio negativo al progetto da parte dei collaboratori e dei clienti finali dell'azienda target. Infine va posto l'accento sul fatto che a distanza di tre anni dalla prima fase di acquisizione, si può registrare un netto incremento nel valore del titolo azionario, a dimostrazione che l'operazione di internazionalizzazione è stata valutata molto positivamente anche da parte degli azionisti.

## 7.5 Azienda D

L'azienda D con sede in Ticino è presente a livello globale in circa cinquanta Paesi. È un'azienda ad alta diversificazione nel settore delle materie prime. Essa, infatti, produce e distribuisce prodotti siderurgici, offre servizi energetici e fa trading di materie prime. L'operazione cui si fa riferimento riguarda la cessione della maggioranza a un gruppo industriale cinese attivo nello stesso settore. L'operazione riguarda dunque un'acquisizione maggioritaria del 51% di un ramo di azienda. Trattandosi di un'operazione cross-border, entrano in gioco le difficoltà legate all'integrazione. Questa operazione da parte del gruppo cinese acquirente riguarda la seconda fase di un processo di acquisizione iniziato qualche anno prima (il gruppo siderurgico cinese deteneva già il 10%). Il ramo d'azienda, oggetto della cessione, genera la metà del fatturato dell'intera azienda D. L'operazione è stata annunciata a fine 2014, dunque le criticità e gli impatti analizzati sono di carattere previsionale. È necessario premettere che entrambi i gruppi siderurgici (azienda D e azienda Cinese) sono da tempo attivi in operazioni di M&A. Questo ha facilitato la conclusione dell'operazione in tempi brevi. Si è manifestato fin dalle prime fasi un buon potenziale d'integrazione.

**Tabella 9: descrizione dell'operazione di M&A – Azienda D**

| Descrizione dell'operazione di M&A | |
|---|---|
| Tipologia dell'operazione: | Acquisizione di tipo orizzontale. Stesso settore di appartenenza (produzione e commercializzazione di prodotti siderurgici). |
| Principali ragioni dell'operazione: | Azienda D:<br>- Ridimensionamento strategico |

[18] Indice che misura come cambiano i costi in base a un aumento dei ricavi

STUDENTSUPSI

| | |
|---|---|
| | - Crisi del settore delle materie prime<br>- Razionalizzazione dei costi<br>Azienda Target:<br>- Accesso a nuovi mercati<br>- Combinare differenti competenze specifiche per creare valore. |
| Fattori critici: | - Integrazione culturale a livello di top management<br>- Disorientamento della strategia societaria (azienda D)<br>- Crisi del settore |
| Impatto a livello operativo, strategico e finanziario: | Azienda D:<br>- Razionalizzazione della struttura<br>- Rivalutazione dei costi<br>- Ridimensionamento dell'organico<br>- Combinazione di forze strategiche |
| La fase più critica del processo di acquisizione | - Fase d'integrazione |
| Risultato della Transazione | Secondo l'intervistato, la collaborazione già presente con il gruppo acquirente, è un buon viatico per il futuro. La situazione finanziaria non ottimale dell'azienda D in questo modo potrà risanarsi nel tempo e invertire un trend involutivo. |

<u>Principali ragioni dell'operazione</u>

**Azienda D:** La principale motivazione riguarda la strategia, iniziata già da qualche anno, di una forte rivalutazione dei costi. Inoltre, la concorrenza diventa sempre più difficile, con il forte insediamento dei gruppi cinesi che hanno la possibilità di offrire materiale siderurgico a un costo nettamente inferiore. I prezzi che riescono ad attuare stanno portando fuori dal mercato molte aziende siderurgiche europee che da alcuni anni hanno stravolto la loro struttura organizzativa attraverso molteplici operazioni di M&A.

STUDENTSUPSI

**Azienda target:** L'industria siderurgica Cinese, come affermato, ha un forte valore aggiunto che è da intendersi nel prezzo. Inoltre il gruppo siderurgico, attraverso questa operazione, intende consolidare il suo posizionamento in Europa e raggirare le limitazioni imposte sulle esportazioni nei paesi del Vecchio Continente.

Fattori critici:

È evidente la complessità che può emergere nell'integrazione di due realtà cosi distanti, sia fisicamente che culturalmente. L'aspetto positivo in questo caso, secondo il manager dell'azienda D, è da vedere in una collaborazione che è già presente da qualche anno. Tuttavia, possedere il 10% non genera grosse modifiche nella strategia aziendale. Quando la quota ceduta a un'azienda culturalmente differente diventa il 51%, il discorso cambia; cambiano i ruoli e le forze strategiche. Ecco perché questo sarà un aspetto molto delicato nella fase d'integrazione. Si può creare in aggiunta una sorta di disorientamento strategico. I collaboratori dell'azienda D potrebbero vivere una situazione di forte incertezza, in quanto la situazione economica non ottimale comporterà sicuramente una riduzione dell'organico. Un mutamento del genere comporta grandi cambiamenti e il primo potenziale rischio è quello di perdere efficienza operativa. Infine va considerato che l'operazione deriva in parte dalla necessità di far fronte a una situazione precaria. Secondo l'intervistato la situazione difficile ha costretto l'azienda a cedere a un prezzo inferiore al reale valore del ramo d'azienda.

Impatto a livello operativo, strategico e finanziario:

Quello che si aspetta l'azienda D dal punto di vista operativo si riferisce comunque alla possibilità di riportare la propria efficienza operativa a livelli soddisfacenti e ridurre quelle inefficienze che si sono venute a creare per molteplici fattori. Attraverso questa operazione s'intende far fronte a un'eccedenza nella capacità produttiva rispetto alla domanda, fattore che che sta generando molti problemi a livello dei costi di struttura. Si ritiene dunque necessario adattarsi alla nuova realtà straniera, valorizzando al massimo le proprie competenze specifiche e sfruttando le sinergie che sono state valutate in sede di pianificazione. Dal punto di vista finanziario si ritiene che questa operazione di traduca in una netta razionalizzazione dei costi che tuttavia comporterà sicuramente una netta riduzione del personale.

A livello di value chain/supply chain:

Nel corso dell'intervista è emersa la necessità di progettare e simulare in fase di "due diligence" la complementarietà potenzialmente ottenibile a livello di value chain/supply chain. Anche in questo caso, data la conoscenza pregressa delle rispettive realtà, tutto ciò è stato facilitato. Secondo l'intervistato tuttavia le scelte principali sulle modifiche da apportare alla catena del valore faranno capo al gruppo acquirente.

STUDENTSUPSI

La fase più critica del processo di acquisizione:

Secondo l'intervistato la fase più critica coincide con quella di post-acquisizione. A livello di pianificazione non si sono evidenziate grosse difficoltà. La negoziazione si è conclusa in tempi brevi. La fase più delicata sarà dunque la fase d'integrazione, per i fattori critici sopra menzionati ma, in particolar modo, per il cambiamento radicale della cultura aziendale.

Risultato dell'operazione:

Ovviamente, vista la vicinanza dell'operazione, è impossibile trarre i primi spunti. Tuttavia quello che emerge in prima istanza si riferisce alle modifiche che riguarderanno l'intera organizzazione dell'azienda D. Questo coinvolgerà in parte anche i collaboratori. Vi sono da menzionare anche aspetti positivi come la volontà del gruppo acquirente di mantenere a capo dell'azienda D il management attuale. Questo permetterà sicuramente di "ammorbidire" la fase di transizione. L'intervistato tiene a precisare che, nel settore siderurgico, questa tendenza al ricorso di operazioni di M&A sarà sempre più marcata, poiché il fenomeno recessivo a livello globale non farà altro che incrinare il settore che non riesce più a concorrere con il mercato asiatico, a meno che non vengano attuate politiche doganali a tutela della concorrenza dalle industrie siderurgiche cinesi.

## 7.6 La parola ai consulenti in M&A

Dopo aver osservato le operazioni di M&A dal punto di vista delle aziende, si è deciso di consultare alcuni esperti che hanno collaborato in prima persona nei team di progetto. Il contenuto delle interviste mostra molte similarità con quanto emerso nelle interviste alle aziende. Tuttavia sono emersi nuovi spunti che hanno permesso di chiudere il cerchio delle M&A.

**Tabella 10: riassunto interviste ai Consulenti in M&A**

| Domande | |
|---|---|
| **Quali sono i principali fattori critici in un'operazione di M&A?** | - Integrazione delle differenti culture aziendali<br>- Strategia di acquisizione (chiara e definita)<br>- Valutazione dell'operazione ("due diligence")<br>- Employee Retention<br>- Conoscenze e competenze specifiche<br>- Capacità previsionale del Top |

STUDENTSUPSI

| | |
|---|---|
| | management |
| **Quali sono gli aspetti (numerici e non) da analizzare per definire un'operazione "di successo"?** | - Aumento dei flussi di cassa<br>- Aumento della quota di mercato<br>- Aumento della "Brand Reputation"<br>- Aumento della "value proposition" |
| **Quali sono i principali impatti a livello operativo, strategico e a livello di supply chain?** | Aspetti positivi:<br>- Miglioramento della forza contrattuale<br>- Sfruttamento di economie di scala, di scopo<br>- Miglioramento nella capacità di credito<br>- Benefici fiscali<br>- Razionalizzazione dei costi di struttura<br>Aspetti negativi:<br>- Distruzione di valore<br>- Diffidenza degli azionisti<br>- Perdita dl controllo strategico |
| **Esiste un metodo di valutazione migliore rispetto agli altri?** | NO, ci sono una molteplicità di aspetti da valutare e da contestualizzare. |
| **Nel contesto Ticinese come si evolverà il mercato delle M&A?** | Si prospetta un aumento delle operazioni di M&A, favorito da:<br>- scenari economici<br>- difficile crescita interna |

Con i consulenti è stato possibile affrontare maggiormente il discorso relativo alla fase di pianificazione. È emerso inoltre che in un periodo economico in flessione, come quello attuale, le aziende attive in operazioni di M&A puntano fortemente sulla brand reputation, pechè è il valore aggiunto che rimane più costante nel tempo. Com'era prevedibile, gran parte dei punti riscontrati con i consulenti erano stati analizzati con le aziende, proprio perché c'è spesso una grande collaborazione. Nel capitolo dedicato alla discussione, si mostreranno tutti gli aspetti, cercando di scindere tra i contributi offerti (aziende-consulenti).

STUDENTSUPSI

## 7.7 Dal punto di vista dell'imprenditore

Grazie alla disponibilità di un eccellente imprenditore locale si è potuto cogliere il suo punto di vista in merito alle operazioni di M&A.

**Tabella 11: riassunto dell'intervista all'imprenditore**

| Domande | Contributi |
|---|---|
| **Quando un'operazione di acquisizione è necessaria?** | Azienda acquirente:<br>- Quando la crescita per linee interne non è più realizzabile.<br>- Per aumentare la propria capacità commerciale e rinforzare il proprio portafoglio di prodotti/servizi.<br><br>Per l'azienda acquisita:<br>- Quando si vuole avere un ritorno sull'investimento in capitali e risorse fatto in precedenza. |
| **Quali sono i principali fattori critici?** | - Avere una strategia chiara e definita<br>- Integrazione della cultura aziendale<br>- Scenari economici |
| **Qual è il principale impatto operativo e strategico?** | - Razionalizzazione del capitale umano<br>- Rivalutazione dei costi di produzione e amministrativi.<br>- Eliminazione di sovrapposizioni e ridondanze<br>- A livello strategico prevale quasi sempre la visione e la cultura dell'azienda acquirente, con una svolta di adattamento strategico non indifferente |

STUDENTSUPSI

| | |
|---|---|
| | nell'azienda acquisita. |
| **Perché molte operazioni di M&A non creano valore?** | - Perché la maggior parte di esse vengono fatte per motivi di riduzione di costi o di benefici fiscali. Bisogna creare valore aggiunto tecnologico, innovativo e strategico in una M&A affinché questa abbia successo. |

Attraverso la presente intervista è stato possibile acquisire nuove informazioni e interessanti spunti sulle operazioni di M&A. L'imprenditore ha affermato che un'operazione di M&A genera valore quando si convergono le forze delle rispettive aziende al fine di ottenere un valore aggiunto tecnologico e innovativo che possa mantenersi nel tempo. La concorrenza porta le aziende a dover rivedere la loro dimensione e il posizionamento sul mercato

# 8 Discussione e analisi dei risultati

L'obiettivo del presente capitolo è di mostrare tutti gli aspetti legati alle operazioni di acquisizione analizzate nel corso delle interviste. Lo scopo ultimo è di evidenziare i fattori critici dell'acquisizione e l'impatto sulla gestione aziendale sui vari livelli (operativo, strategica, value chain/supply chain).

Fattori critici

Quando si parla di fattori critici, si fa riferimento a quell'insieme di aspetti, di valutazioni e di circostanze che in una visione d'insieme influenzano il risultato finale. In questo paragrafo s'intende mostrare quali siano i fattori chiave che determinano le operazioni di M&A. Occorre premettere che non è possibile asserire tutti i fattori concernenti le operazioni di acquisizione. Attraverso l'analisi dei casi aziendali è stato possibile tuttavia farsi un'idea di quali debbano essere i principali aspetti da tenere in considerazione nel corso di un'acquisizione o di una cessione aziendale (o ramo d'azienda). Nel descrivere i seguenti punti si prende prevalentemente in considerazione il punto di vista dell'azienda acquirente. Il primo fattore chiave all'interno di un'operazione di acquisizione riguarda l'importanza di avere obiettivi strategici chiari e definiti sia a breve che a lungo termine. L'azienda B, per esempio, ha intrapreso un'operazione di acquisizione supportata da una chiara strategia di accrescimento in nuovi segmenti di business. L'azienda target rispondeva perfettamente ai requisiti necessari al raggiungimento degli obiettivi prefissati. È strettamente necessario che i collaboratori delle aziende coinvolte conoscano dettagliatamente la strategia delineata dal top management. La mancanza di una strategia chiara da perseguire destabilizza entrambe le realtà ancor prima che si proceda con la fase d'integrazione, pregiudicando i passaggi successivi e il risultato finale. Avere una strategia ben definita è

STUDENTSUPSI

fondamentale non solo per l'integrazione fra le due aziende, ma anche nell'interesse degli azionisti. Essi, infatti, non amano particolarmente le operazioni di M&A. I valori dei titoli azionari risentono molto delle operazioni di acquisizione e nei giorni successivi all'annuncio, spesso il titolo dell'azienda acquirente cala in maniera sostanziosa, proprio per il timore legato all'incertezza sul futuro e sulle strategie dell'azienda acquirente. Proseguendo nell'analisi delle criticità, si trova l'integrazione della cultura aziendale. Questo fattore è stato menzionato in tutte le interviste esaminate. La cultura aziendale è un concetto che assume ancor più rilevanza nel caso delle acquisizioni cross-border (non domestiche). Nel presente lavoro tutte le acquisizioni analizzate ricadono sotto questa categoria. Australia, Italia, Usa e Cina (si fa riferimento ai casi analizzati) mostrano sicuramente forti differenze culturali. Oltre alla cultura legata al paese di provenienza, all'interno degli stessi settori, si possono trovare diversità nel modo di lavorare, a livello organizzativo, gerarchico e nelle relazioni interpersonali. L'azienda C afferma che il principale ostacolo affrontato nella fase d'integrazione con la realtà bancaria americana è stato proprio uniformare la cultura aziendale dei banker stranieri. Essi, infatti, erano soliti operare con profili di rischio più elevati. L'impronta culturale dell'azienda C prevedeva invece un orientamento più legato alla gestione patrimoniale, con minore propensione al rischio, piuttosto che un atteggiamento speculativo (brokeraggio). I collaboratori "acquisiti" dunque si sono dovuti adattare a gestire in maniera differente i clienti finali. Anche questi ultimi entrano nel processo dell'integrazione culturale. È necessario, infatti, fare i conti con la "customer retention", ovvero, la capacità di trattenere i clienti legati all'azienda acquisita. A livello finanziario, questo è ancora più evidente, poiché l'aspetto legato alla fidelizzazione è determinante nella relazione. Il manager dell'azienda A conferma che la maggiore difficoltà nell'operazione di cessione all'azienda Australiana è stata la capacità di integrare le differenti culture a livello di Top management. L'azienda D, coinvolta nella cessione di un ramo d'azienda con una realtà cinese afferma che quando si è coinvolti in operazioni tra aziende molto differenti culturalmente è fondamentale che vi sia una forte similarità nelle attività operative. Per uniformare la cultura aziendale occorrono tuttavia grandi sforzi (riunioni, incontri face to face), ma secondo i manager intervistati non sono mai in eccesso. Sovrastimare il livello d'integrazione culturale è il primo passo verso il fallimento di un'acquisizione. Le operazioni di M&A che si contraddistinguono per forti differenze culturali vedono una tendenza a non smembrare il management dell'azienda acquisita. Secondo i consulenti intervistati è molto rischio sostituire interamente il management dell'azienda target perché si rischierebbe di creare un forte ostacolo all'integrazione del capitale umano. A conferma di ciò, il manager dell'azienda D ha affermato che uno dei primi aspetti concordato nella fase di negoziazione con il gruppo cinese è stato quello di mantenere a livello di top management gli stessi membri dirigenziali. Un altro fattore critico riguarda la corretta valutazione dell'operazione. È fondamentale in questo senso la fase di "due diligence". Si tratta di una fase molto delicata, in cui da una parte vi è l'azienda acquirente che cerca di minimizzare il costo dell'operazione e dall'altra l'azienda target che intende

STUDENTSUPSI

massimizzare il ricavo derivante dalla cessione. A questo proposito è molto importante il ruolo di team dedicati o società di consulenza esperte nella valutazione aziendale. Le principali difficoltà si osservano in quelle transazioni che vedono coinvolti asset intangibili, come brevetti, proprietà intellettuali, portafogli clienti. È il caso dell'azienda C (realtà finanziaria svizzera), che nella fase di negoziazione del valore d'acquisto ha trovato molte difficoltà nel concordare il prezzo finale. Alla fine si è optato per un prezzo pari a una percentuale sugli asset acquisiti (1.2%). Si pensi, tuttavia, a quanto può variare il costo totale dell'acquisizione quando si ha a che fare con asset pari a 55 miliardi di franchi. Per concordare il prezzo di un'acquisizione si passa da numerosi incontri, proposte e contro-proposte proprio perché gran parte del successo deriva da una corretta valutazione. È emerso inoltre, tra le principali criticità, **il** tempo di realizzazione dell'intero processo. La variabile temporale viene valutata con estrema importanza dagli attori coinvolti seppur con visioni differenti. A questo proposito abbiamo riscontrato alcune peculiarità. L'azienda A afferma che è fondamentale che i tempi di contrattazione non si protraggano troppo. Vi è un impatto negativo sulla catena del valore e sulla clientela finale, soprattutto per l'azienda target. Si pensi agli aspetti contrattuali con i fornitori, sub-fornitori, alla logistica interna ed esterna e alle infrastrutture. Una ristrutturazione successiva a un'acquisizione potrebbe cambiare gran parte di questi aspetti, per questo motivo, farlo in un tempo relativamente lungo disorienterebbe una molteplicità di attori e si rifletterebbe in maniera negativa sull'efficienza operativa. Rimanere fermi per troppo tempo ad un bivio congela molte attività e ciò non è un aspetto positivo. Contrariamente a quanto appena affermato, il manager dell'azienda B riferisce che è meglio impiegare più tempo, ma valutare minuziosamente tutti i dettagli dell'operazione. È difficile dare un'unica risposta in tal senso. Secondo gli esperti coinvolti in team di progetto, il tempo dipende molto dalle fasi del processo. Nella fase di pianificazione occorre valutare ogni dettaglio e ciò può richiederne molto. Non è fondamentale quanto tempo si impieghi a realizzare l'intero processo, purché sia svolto con molta segretezza, ma piuttosto è essenziale redigere un programma attraverso il quale si definisce una scala dei tempi necessari e rispettarli il più possibile Questa differente visione non ci dice quale sia la migliore, ma ci conferma che nelle operazioni di M&A è un aspetto che viene affrontato con attenzione. Nell'intervista con l'azienda A è stata riscontrata l'importanza del grado di conoscenza delle due realtà coinvolte. Questo aspetto emerge principalmente nelle interviste ai consulenti e viene confermato anche da alcuni casi aziendali. Pochi anni prima di procedere all'operazione con il gruppo Australiano l'azienda A era in fase di negoziazione con un gruppo Americano (stesso settore di appartenenza). Al momento della firma, l'intera operazione è saltata, perché sono emersi aspetti negativi in merito al potenziale acquirente. Secondo il manager intervistato, infatti, il management di quel periodo non aveva eseguito in maniera approfondita le dovute analisi di ricerca e ciò stava portando a chiudere una transazione con una realtà che non aveva, di fatto, la struttura necessaria per ottenere una buona integrazione. Nella fase di selezione della controparte si prediligono le aziende che dispongono del maggior

STUDENTSUPSI

numero di dati e informazioni legate alla situazione patrimoniale, alla situazione economica, alla gestione operativa e alla cultura aziendale. L'azienda C prima di procedere alla conclusione dell'acquisizione ha eseguito una selezione degli asset potenzialmente acquisibili, che ha richiesto quasi un anno di lavoro. Vi è la necessità per entrambe di consultare dati storici per farsi un'idea più concreta dei potenziali rischi che si potrebbero presentare al momento dell'integrazione. Maggiore è il numero di informazioni in possesso, migliore sarà la fase di "due diligence" e dunque la valutazione della transazione. Il manager dell'azienda A conferma che prima di concludere la cessione al gruppo Australiano ci si è domandati se l'azienda acquirente fosse perfettamente a conoscenza del proprio business, se avesse o meno le competenze specifiche necessarie per portare un buon livello di integrazione. Vi è il rischio a volte, di essere acquisiti da aziende spinte unicamente dalla necessità di aumentare i ricavi o di ridurre i costi di struttura. Questo tipo di operazioni anche secondo l'imprenditore intervistato sono il preludio al fallimento. Occorre menzionare anche le capacità di leadership**.** Nel corso del contatto con le aziende è emersa la difficoltà da parte dei manager di prendere decisioni importanti, in un tempo relativamente breve. Ciò si rivela fondamentale nella definizione delle scelte strategiche e nella fase post-acquisizione. Una delle naturali conseguenze di un'operazione di questo tipo, infatti, è lo spostamento di alcuni asset o collaboratori da un posto all'altro. Secondo il manager dell'azienda B, nel caso in cui lo spostamento riguardi il capitale umano, al fine di massimizzare il risultato occorre che i Top manager formalizzino dei processi che permettano una maggiore valutazione e valorizzazione. Vi è una forte correlazione fra l'integrazione culturale e la capacita di leadership. La capacità di uniformare la cultura aziendale spetta, infatti, al top management. Affinché un'operazione di acquisizione abbia successo, è fondamentale che la prima integrazione avvenga a livello di top management in modo tale da trasmetterla in seguito ai vari livelli aziendali. Secondo i consulenti una delle qualità più importanti, in questo tipo di operazioni, è la capacità previsionale. Si fa riferimento alla capacità di prevedere i possibili scenari minimizzando il livello di rischio dell'operazione. Secondo gli esperti un'altra qualità che deve avere il management dell'azienda acquirente è di saper valorizzare le competenze specifiche e il know-how dell'azienda acquisita. Interessante il punto di vista del manager dell'azienda B, il quale afferma che "un'acquisizione aggiunge, non toglie". Altro aspetto fondamentale riguarda il grado di comunicazione/condivisione delle informazioni con tutti gli attori coinvolti, soprattutto nella fase successiva all'annuncio. Nel momento in cui si viene a creare una nuova entità aziendale, situazioni di asimmetria informativa non farebbero altro che andare a intaccare l'efficienza operativa. Secondo il manager dell'azienda B questo aspetto è ancor più fondamentale nelle acquisizioni orizzontali tra aziende industriali. Si pensi in particolar modo alle aziende che hanno un sistema di sub-fornitura molto complesso (azienda B e D). È molto importante che tutti gli attori dell'intero sistema conoscano la nuova realtà. Bassi livelli di comunicazione interna si riflettono in maniera negativa sui costi di transizione. Coloro che sono maggiormente coinvolti nella filiera produttiva devono ricevere linee guida chiare

STUDENTSUPSI

e definite sui cambiamenti derivanti a livello operativo. Il grado di comunicazione e di condivisione delle informazioni, tuttavia, va valutato anche esternamente. È necessario, infatti, che i clienti finali siano a conoscenza di ciò che l'acquisizione comporta sul prodotto/servizio finale di loro interesse. Infine s'intende menzionare l'importanza degli scenari economici a livello nazionale e globale. Come anticipato nella fase introduttiva, le operazioni di acquisizione sono influenzate anche da variabili esogene e non controllabili internamente. Dall'intervista ai consulenti in M&A è emerso che l'abbattimento della soglia del cambio euro-franco avvenuta a inizio 2015 ha influito negativamente a livello di esportazioni e alcune aziende (soprattutto le PMI) stanno valutando la possibilità di ricorrere a operazioni di M&A e affidarsi a realtà più grandi, vista la difficoltà ad uscire da un fenomeno recessivo. È stato confermato inoltre quanto evidenziato nella letteratura sul legame che sussiste tra i bassi tassi d'interesse e il ricorso a operazioni di M&A. Gli scenari economici incidono maggiormente in quelle aziende appartenenti a settori ciclici, ovvero, quelle legate all'andamento economico del settore. Ciò viene confermato dal Manager dell'azienda D (attiva nel settore siderurgico) il quale conferma che fra i principali motivi che ha spinto alla cessione di un ramo d'azienda vi è il forte calo dei prezzi delle materie prime che ha influito negativamente sul fatturato aziendale.

Riassumendo, nel presente paragrafo sono stati definiti i fattori critici concernenti le operazioni di M&A. Si è deciso di evidenziare i seguenti: la necessità di avere una strategia chiara e definita in fase di pianificazione, l'integrazione della cultura aziendale, una corretta valutazione in termini economici dell'operazione, i tempi di realizzazione, il grado di conoscenza delle rispettive aziende, le capacità di leadership, la comunicazione/condivisione delle informazioni e gli scenari economici.

Impatto sulla gestione aziendale (operativa, strategica e finanziaria)

A tal proposito è necessario affermare che nella ricerca bibliografica non sono stati individuati contributi teorici che dimostrino un'effettiva relazione tra le acquisizioni e le performance operative. Sono stati evidenziati tre differenti correnti di pensiero, alcuni sostengono che esse si traducano in un miglioramento delle performance aziendali (Linn et al. 2001), altri affermano che portano a un peggioramento dei risultati operativi (Meeks, 1977) e infine vi sono coloro che sostengono che non ci siano cambiamenti significativi (Ghosh, 2001). L'aspetto comune in tutto ciò riguarda il fattore principale che conduce all'aumento delle performance operative, ovvero, le sinergie e i benefici da esse derivanti. In un'operazione di M&A l'aspetto che più di tutti rivela la creazione di valore generata dall'impresa si riflette nel grado di sinergia ottenuto. Con il termine "sinergia" s'intende la capacità di due o più entità che cooperando tra di loro generano un effetto, il cui valore è superiore alla somma dei singoli effetti. Intorno a questo concetto ruota la logica del ricorso a operazione di M&A.

STUDENTSUPSI

Uno dei principali cambiamenti a livello operativo riguarda il miglioramento della capacità produttiva. Questo aspetto è stato osservato soprattutto nelle aziende A e B. Nel primo caso l'azienda A attraverso la cessione al gruppo australiano ha potuto sfruttare la propria capacità produttiva e andare a ridurre nettamente i costi di magazzino. Secondo il manager dell'azienda A, nel settore farmaceutico, spesso vi è un'eccedenza dell'offerta, ma quando raggiunge livelli troppo elevati occorre modificare l'intero processo produttivo. Un'operazione di M&A può servire in tal senso a ovviare a questo tipo di problema. Un altro impatto è da vedere nel possibile miglioramento del potere contrattuale. Una maggiore forza contrattuale permette di minimizzare i costi dell'intero processo produttivo. Attraverso acquisizioni strategiche il potere di contrattazione è maggiore. Per esempio, i macchinari dell'azienda B vengono prodotti per il 70% all'esterno dell'azienda. Vi è un sistema molto articolato di sub-fornitura. Attraverso l'acquisizione ha potuto aumentare enormemente il proprio potenziale di crescita e di clientela finale. Tutto ciò si traduce, secondo il suo manager, in una maggiore forza contrattuale e in un aumento dei margini aziendali. Dal punto di vista operativo attraverso le operazioni di acquisizione si possono sfruttare le economie di scala. Attraverso la creazione di sinergie operative, l'azienda B ha potuto sfruttare economie di scala andando a diminuire nettamente il costo medio unitario per il confezionamento del singolo prodotto. Secondo gli intervistati, per sfruttare al meglio le economie di scala, occorre possedere un ottimo grado d'innovazione. Avere in dotazione macchinari tecnologicamente avanzati può velocizzare i tempi della filiera produttiva e aumentare i volumi di produzione. Una delle influenze maggiori a livello operativo riguarda infine l'aspetto legato alla razionalizzazione dei costi di struttura. Questo aspetto è stato riscontrato nelle operazioni di acquisizione dell'azienda C e dell'azienda D. Nel primo caso si fa riferimento alla realtà americana che necessitava di un piano di riduzione dei costi di struttura divenuti troppo onerosi in base alla redditività degli asset in portafoglio. Il secondo riguarda l'azienda D, attiva nel settore siderurgico che ha dovuto fare i conti con l'ingresso nel mercato europeo delle realtà cinesi. Questo ha diminuito nettamente gli utili netti e ha portato l'azienda a cedere l'attività core al gruppo cinese che era già in possesso del 10% delle quote societarie. Osservando il collegamento con la gestione operativa di un'azienda è emerso nelle interviste effettuate ai consulenti che dietro alla necessità di ricorrere a operazioni di M&A, si cela quasi sempre la volontà di ridurre l'organico aziendale. A questo proposito va riferito il punto di vista dell'imprenditore intervistato, il quale afferma che le operazioni motivate da questo unico scopo non sono un buon segnale di salute per l'azienda e possono essere percepite dal mercato in maniera negativa. Dal punto di vista strategico va premesso un concetto fondamentale emerso dal confronto con le aziende. Un'operazione di M&A non impatta sulla strategia di un'azienda. È la strategia, debitamente definita in sede di pianificazione, che va a influenzare il risultato dell'acquisizione. Chiaramente in un'operazione straordinaria di questo tipo, non tutto può essere previsto ed è normale che nel corso dell'integrazione post acquisizione vengano riviste e modificate alcune scelte strategiche. In tutti i casi aziendali, tranne che per l'azienda D si è potuto

STUDENTSUPSI

osservare come le acquisizioni abbiano avuto un'influenza sulla combinazione di "forze strategiche". Per essere più chiari, si pensi al caso dell'azienda A, con un'eccedenza della capacità produttiva rispetto alla domanda. Essa attraverso l'operazione con il gruppo australiano ha potuto beneficiare della forza commerciale dell'azienda acquirente per sfruttare la propria "forza strategica" (capacità produttiva) e sopperire all'aspetto più critico, ovvero la capacità di creare forti relazioni commerciali. Questa combinazione avviene principalmente tra aziende dello stesso settore, in quei casi, dove si possiedono differenti valori aggiunti che presi singolarmente non permettono di raggiungere i rispettivi obiettivi, ma combinati ottengono creazione di valore. Come afferma la letteratura, infatti, lo scopo primario di un'operazione di M&A è proprio la creazione di valore combinato. In tutti i casi tranne che per l'azienda D l'operazione di acquisizione ha portato a una maggiore crescita in mercati nuovi o già esistenti. Sarebbe interessante a questo proposito esaminare quanto l'ingresso in nuovi mercati apporti in termini di redditività aziendale. Purtroppo con i dati in nostro possesso non è stato possibile determinarlo. Dopo aver visto l'impatto che un'operazione di M&A ha dal punto di vista operativo e strategico, si vuole evidenziare il punto di vista finanziario. I principali cambiamenti in questo senso, si osservano nel miglioramento della capacità d'investimento; ciò è reso possibile, come nel caso dell'azienda A, se l'operazione viene condotta tra aziende le cui dimensioni sono nettamente diverse. In particolar modo ci si riferisce alla possibilità di combinare tra due aziende in cui una ha un buon livello di liquidità ma tassi di ritorno sugli investimenti relativamente bassi o viceversa. Attraverso una buona integrazione due aziende possono beneficiare di queste sinergie e far leva su due differenti situazioni finanziarie per incrementare i flussi di cassa futuri e aumentare il valore dell'impresa. È il caso dell'azienda D che ha utilizzato le ingenti risorse liquide per acquisire un'azienda di dimensioni inferiori, che grazie al suo alto contenuto tecnologico, offriva ottimi livelli di redditività del capitale investito (ROI). Proseguendo nell'analisi dell'impatto sulla gestione aziendale è stato riscontrato un miglioramento della capacità di credito. Quello che si auspica il manager dell'azienda D viaggia in questa direzione. Buoni livelli d'integrazione possono portare a una riduzione del costo del capitale e nel caso specifico, può rivelarsi un netto miglioramento nella situazione debitoria dell'azienda. Attraverso la cessione a un'azienda solida e stabile dal punto di vista finanziario, infatti, un'impresa può essere rivalutata e percepita come meno rischiosa per i finanziatori. In questo modo si possono ottenere più facilmente finanziamenti con una conseguente riduzione del costo medio ponderato del capitale (WACC[19]).

<u>Impatto sulla catena del valore e sulla struttura della supply chain</u>

Prima di analizzare ciò che è emerso in merito all'impatto delle acquisizioni a livello di value chain e sulla struttura della supply chain occorre fare un passo indietro e ricordare che la catena del

[19] Il WACC è un indicatore utile a misurare il costo che l'azienda deve sostenere per ottenere risorse finanziarie da terzi.

STUDENTSUPSI

valore è un modello teorico ideato da Michael Porter nel 1985, secondo cui un'organizzazione aziendale è vista come un insieme di processi concatenati tra loro. Il principale limite del modello è che è pensato principalmente per aziende la cui attività core riguarda la produzione di beni. Secondo questo modello esiste una rete di attività (primarie e di supporto), collegate tra loro, da cui dipende il livello di redditività del processo di business aziendale. La letteratura non offre grandi spunti sul legame tra le M&A e la catena del valore. Si fa riferimento in questo caso a quanto emerso dagli incontri con gli attori coinvolti in prima persona, i quali riferiscono che una transazione di successo, soprattutto nel settore industriale, non può prescindere da un'attenta analisi preventiva sulla catena del valore. In fase di due diligence occorre dunque esaminare attentamente tutti gli elementi legati alla catena del valore e la struttura delle rispettive supply chain. Nel caso delle aziende esaminate non è stato possibile esaminare in maniera pratica i reali cambiamenti in tale direzione. Ciò che merita più attenzione è lo spunto emerso sia nel caso dell'azienda D che nel confronto con i consulenti. È strettamente necessario pensare a come integrare al meglio tutte le attività, primarie e di supporto, delle due catene del valore separate in modo tale da ottimizzare la catena del valore combinata e sfruttare le sinergie. L'impatto è da esaminare in sede di pianificazione. L'analisi dell'impatto va valutata nella fase precedente alla transazione e nella fase immediatamente successiva. Attraverso una corretta pianificazione della catena del valore e delle strutture della supply chain è possibile ridurre i costi di magazzino o ridurre il TTM (Time to Market). Questo si traduce immediatamente in un miglioramento delle performance aziendali. Il metodo migliore per misurare l'impatto consiste dunque nel creare un modello che simuli la catena del valore finale. Una buona gestione della catena di distribuzione porta, soprattutto nel caso di aziende industriali, diversi benefici, come l'ottimizzazione del flusso di materiali. Anche la letteratura non offre interpretazioni univoche su come un'operazione di M&A impatti a livello di supply chain. Quello che emerge principalmente è che tramite una corretta integrazione pre e post acquisizione è possibile migliorare i seguenti aspetti:

- Previsione della nuova domanda, in modo tale da comprendere di quali nuove risorse/asset occorre disporre.
- Previsione dei bisogni dei nuovi consumatori finali.
- Migliorare l'efficienza dell'intero flusso, che potrebbe subire delle modifiche, al fine di ottimizzare i costi combinati.
- Previsione della capacità produttiva al fine di massimizzare lo sfruttamento degli impianti a disposizione della nuova realtà.
- Pianificazione delle nuove modalità di approvvigionamento, laddove fosse necessario.

Tutte queste attività vanno contestualizzate nella nuova dimensione aziendale. La catena del valore precedente all'operazione di M&A può non essere adeguata in seguito a un nuovo posizionamento. Il metodo migliore per valutare l'impatto è dunque quello di sovrapporre

STUDENTSUPSI

preventivamente le due catene del valore separate e osservare i processi che sono maggiormente combinabili e quali invece vanno rivisti e implementati nuovamente. È necessario simulare l'intero flusso dei prodotti per determinare eventuali ridondanze operative, sovrapposizioni e costi evitabili che influiscono direttamente sui margini di ricavo. Maggiori sono le attività (primarie e di supporto) da modificare, maggiori saranno i rischi di integrazione e i costi di modifica dell'intera catena del valore.

# 9 Conclusione

Il progetto di ricerca ha permesso di comprendere e di evidenziare il fenomeno delle M&A sia a livello globale che in Svizzera. Dalle interviste è emerso che nel mercato domestico il fenomeno del Venture Capital[20] è abbastanza ridotto e le start-up e tutte le piccole aziende dal forte contenuto innovativo finiscono per essere inglobate dai grandi gruppi societari. In tre delle quattro aziende analizzate si è riscontato questo aspetto. Da quanto emerso si può affermare che le operazioni di acquisizione che generano valore si osservano quando sono motivate da una scelta strategica e non da una necessità immediata. Le criticità che condizionano maggiormente il risultato finale di un'acquisizione sono: la necessità di avere obiettivi strategici chiari e definiti che dimostrino cosa si vuole ottenere dall'operazione di M&A. L'integrazione delle rispettive culture aziendali, soprattutto nei casi di acquisizioni cross-border e la corretta valutazione dell'operazione (due diligence). Si è mostrato l'impatto principale a livello aziendale, suddividendo l'aspetto operativo, strategico e finanziario e laddove è stato possibile si è evidenziato il legame con la catena del valore e la struttura della supply chain. Attraverso le interviste si è riuscito quasi totalmente a rispondere all'obiettivo della ricerca che presenta tuttavia dei limiti. Il primo riguarda il ristretto campione di aziende analizzate. Inoltre in fase di selezione del campione è stato estremamente difficile convincere le aziende a collaborare, contrariamente alla disponibilità trovata da aziende e manager nei due progetti di Master. Inoltre le persone intervistate, chiaramente, hanno esposto il processo di acquisizione dal loro punto di vista (azienda acquirente – azienda target) suggerendo limitati spunti in merito alla controparte. Sarebbe stato interessante coinvolgere più attori della stessa azienda per vedere le conseguenze delle operazioni su più livelli (top management, IT, Sales etc.). Non si prevedeva inizialmente una tale complessità e un così grande insieme di fattori da combinare per realizzare un'operazione di M&A. Sarebbe molto interessante in futuro poter assistere in prima persona ad alcune fasi di un processo di M&A e vedere in maniera pratica i cambiamenti che ne conseguono.

[20] Apporto di capitale di rischio per finanziare l'avvio di un'azienda in cui si intravede potenziale di crescita.

STUDENTSUPSI

## 10 Bibliografia

Abrahamson, E. (1991). Managerial Fads and Fashions: the Diffusion and Rejection of Innovations. *Academy of Management Review*, *16*(3), 586–612.

Aghion, P., & Tirole, J. (1994). The Management of Innovation. *The Quarterly Journal of Economics*, *109*(4), 1185–1209.

Balakrishnan, S. (1988). The prognostic of diversifying acqisitions. *Strategic Management Journal*, *9*(2), 185–196.

Butler, (1964), Conglomerate Mergers: The Attack on Diversification, cap. 25, pp 683

Christensen, C. M., Alton, R., Rising, C., & Waldeck, A. (2011). The big idea: The new M&A playbook. *Harvard Business Review*, *89*(3).

Chen, C., & Findlay, C. (2003). A review of cross-border mergers and acquisitions in APEC. *Asian-Pacific Economic Literature*, *17*(2), 14–38.

Collier, D. (1982). Strategic Management in Diversified, Decentralized Companies. *The Journal of Business Strategy*, *3*(1), 85–89.

Constable, J. (1986). Diversification as a factor in U.K. industrial strategy. *Long Range Planning*, *19*(1), 52–60.

Datta, D. K., & Puia, G. (1995). Cross-border Acquisitions: An Examination of the Influence of Relatedness and Cultural Fit on Shareholder Value Creation in U. S. Acquiring Firms1. *1Management International Review*, *35*(4), 337–359.

Dos Santos, M. B., Errunza, V. R., & Miller, D. P. (2008). Does corporate international diversification destroy value? Evidence from cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, *32*(12), 2716–2724.

Faulkner, D., Teerikangas, S., & Joseph, R. J. (2012). *The Handbook of Mergers and Acquisitions*. *The Handbook of Mergers and Acquisitions*.

Fee, C. E., & Thomas, S. (2004). Sources of gains in horizontal mergers: Evidence from customer, supplier, and rival firms. *Journal of Financial Economics*, *74*(3), 423–460.

Fuller, K., Netter, J. M., & Stegemoller, M. (2002). What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions. *The Journal of Finance*, *67*(4), 1763–1793.

Galbraith, J. R. (2002). Designing organizations: an executive guide to strategy, structure, and process. In *Designing Organisations: An Executive Guide to Strategy, Structure, and Process.* (p. 197).

Ghosh, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, *7*(2), 151–178.

Goold, M., & Campbell, A. (1998). Desperately seeking synergy. *Harvard Business Review*, *76*(5).

Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, *31*(2), 135–175.

Hill, C. W. L., & Snell, S. A. (1989). Effects of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity. *Academy of Management Journal*, *32*(1), 25–46.

Hillier, D. J., Grinblatt, M., & Titman, S. (2008). *Financial markets and corporate strategy: European edition*. *Mergers and Acquisitions*.

Hopkins, H. D. (1987). Acquisition Strategy and Market Structure. *Strategic Management Journal*, *8*(1), 535–547.

Ivancevich, S. H., & Zardkoohi, A. (2000). An exploratory analysis of the 1989 accounting firm megamergers. *Accounting Horizons*, *14*(4), 389–401.

Jagersma, P. K. (2005). Cross-border acquisitions of European multinationals. *Journal of General Management*, *30*(3), 13–35.

Jensen, M. C. (1988). Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Economic Perspectives*, *2*(1), 21–48.

Kitching, J. (1967). Why do mergers miscarry? *Harvard Business Review*, *45*(6), 84–101.

Linn, S. C., & Switzer, J. A. (2001). Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions? *Journal of Banking and Finance*, *25*(6), 1113–1138.

Lubatkin, M. (1988). Value-creating mergers: Fact or folklore? *Academy of Management Executive*, *2*(4), 295–302.

Mansfield, E. (1995). Academic Research Underlying Industrial Innovations: Sources, Characteristics, and Financing. *The Review of Economics and Statistics*, *77*(1), 55.

Mueller, D. (1985). Mergers and market share. *The Review of Economics and Statistics*, *67*(2), 259–267.

Mukherjee, T. K., Kiymaz, H., & Baker, H. K. (2004). Merger Motives and Target Valuation: A Survey of Evidence from CFOs. *Journal of Applied Finance*, *14*(2), 7–24.

Porter, M. E. (1987). From competitive advantage to corporate strategy. *Harvard Business Review*, (May-June), 43–59.

Schumpeter, J. A. (1961) Theory of Economic Development. Oxford University Press, New York.

Trautwein, F. (1990). Merger motives and merger prescriptions. *Strategic Management Journal*, *11*(4), 283–295.

Williamson, O. E. (1973). Markets and hierarchies: Some elementary considerations. *American Economic Review*, *63*(2), 316–325.

Rosenzweig, P. M. (1993). Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal. *Academy of Management Review*, *18*(2), 370–374.

**Fonti Elettroniche**:

Dealogic (2015) Loans Statshot, EMEA Bridge Loans for M&A at Record High in 2015 da http://static.milanofinanza.it/upload/doc/TMFI/201601151953462132/Dealogic-EMEA-m&a-loans.pdf

Ernst & Young (2015). Global Capital Confidence Barometer, Companies embrace sustainable M&A da http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Capital-Confidence-Barometer-Global-October-2015/$FILE/EY-Capital-Confidence-Barometer-October-2015.pdf

Ticino Management (Marzo 2013), Investimenti diretti, Eccezionale in finanza, disponibile su "http://www.helviapartners.com/files/file/INCHIESTA%20TICINO%20MGMT%20MARZO%202013_M&A%20IN%20SVIZZERA_OPINIONE%20DI%20ZOLESI.pdf

Ticino Management (Marzo 2015), Uniti per competere, disponibile su https://www.pwc.ch/user_content/editor/files/interviews15/pwc_press_20150316_ticino_prinzen.pdf

STUDENTSUPSI

# 11 Allegati

Allegato 1 - Intervista alle aziende

Allegato 2 - Intervista ai consulenti

Allegato 3 - Intervista all'imprenditore

STUDENTSUPSI

## Allegato 1

Intervista alle aziende

| Domande |
| --- |
| 1. Prendiamo come riferimento il vostro caso specifico, quali sono le principali ragioni che hanno portato a un'operazione di questo tipo?<br>2. …dal punto di vista dell'acquirente?<br>3. …dal punto di vista dell'acquisita?<br>4. Quali sono le principali motivazioni che hanno portato a problematiche post-M&A? Ne vede alcune in previsione?<br>5. …e quali sono i fattori determinanti del successo post M&A nel vostro caso specifico?<br>6. Qual è l'impatto a livello operativo?<br>7. Qual è l'impatto a livello strategico?<br>8. Prendiamo in considerazione la catena del valore, quali dei seguenti aspetti è stato maggiormente influenzato dall'operazione di acquisizione? (IT, vendite, HR, finanze societarie, livello di top management<br>9. Che ruolo ha avuto l'innovazione nel processo di M&A?<br>10. Fra i vari metodi di valutazione dell'operazione di M&A, qual è il più efficace (Comparative ratios come P/E, EV/Sales, replacement cost, Discounted Cash Flow ?<br>11. Come è stato possibile raggiunge un ottimo livello di sinergia (operativa e finanziaria)?<br>12. Esiste una fase del processo di M&A più delicata di un'altra?<br>13. La recessione a livello globale come inciderà sul fenomeno delle concentrazioni aziendali? |

STUDENTSUPSI

## Allegato 2

Interview on M&A – M&A Advisory

1. When establishing an integration plan, which of the following is most difficult to project/estimate?
   - □ Future financial performance
   - □ Operational performance
   - □ Potential cultural conflicts
   - □ Potential risks
   - □ Customer retention post M&A
   - □ Employee retention post M&A
2. What are the main indicators in measuring the success of an acqusition?
   - □ Cash flow
   - □ Product/service quality
   - □ Gaining new markets
   - □ Revenues
   - □ Customer reputation

2.1 In which of the following departments is the integration process most complex? (IT, Sales, HR, Accounting/Finance, Top Managment)?

2.2 When do you typically determine the success or failure of an acquisition? (1 year or more…)

3. Operational Impact? How much is important that buyer and seller preserve their main identity?
4. Strategic Impact? (after the deal)
5. Supply Chain Impact? (after the deal)
6. In your experience, what is the primary cause of failed mergers? And how can it be managed?
7. What are the main issues of cross-boarder M&A?
8. What is the best evaluation matter of a target firm(DCF, comparative ratios,etc…)?
9. How can it be pursued Operational and Financial Synergy?

STUDENTSUPSI

## Allegato 3

Intervista all'Imprenditore

| Domande |
| --- |
| 1. **In materia di M&A, come si trasformerà il mercato svizzero?** |
| 2. **Prendiamo come riferimento una "operazione orizzontale", a suo avviso, quando un fenomeno di questo tipo risulta inevitabile?** |
| 3. **Dal punto di vista dell'acquirente?** |
| 4. **Dal punto di vista dell'acquisita?** |
| 5. **Quali sono le principali cause di un fallimento post-M&A?** |
| 6. **Qual è l'impatto a livello operativo?** |
| 7. **Qual è l'impatto a livello strategico?** |
| 8. **I trend storici mostrano che circa i due terzi delle M&A perdono valore sul mercato azionario. Qual è la sua opinione in merito?** |
| 9. **Che ruolo gioca l'innovazione nei processi di acquisizione?** |

STUDENTSUPSI