N. 3
GENNAIO/FEBBRAIO 2024

M&A

OPERAZIONI DI M&A, QUELLO CHE NON SI DICE

Newsletter realizzata da

24ORE PROFESSIONALE

in collaborazione con

TMC
TAX | ADVISORY | LEGAL
www.tmcadvisory.com

SOMMARIO

Newsletter realizzata
da 24 ORE Professionale
in collaborazione con Tmc Advisory

Proprietario ed Editore:
Il Sole 24 Ore S.p.A.

Sede legale
e amministrazione:
Viale Sarca, 223 - 20126 Milano

Redazione:
24 ORE Professionale

© 2024 Il Sole 24 ORE S.p.a.
Tutti i diritti riservati.
È vietata la riproduzione
anche parziale e con qualsiasi
strumento.

I testi e l'elaborazione dei testi, anche se curati con scrupolosa attenzione, non possono comportare specifiche responsabilità per involontari errori e inesattezze.

Chiusa in redazione: 16 Gennaio 2024

PRESENTAZIONE
OPERAZIONI DI M&A, QUELLO CHE NON SI DICE 5

PREMESSA 7

CAPITOLI

CAPITOLO 1
INTRODUZIONE ALL'M&A 9

CAPITOLO 2
L'IMPORTANZA DELLE ANALISI E DELLE SINERGIE 23

CAPITOLO 3
PROCESSO DI NEGOZIAZIONE E CONTRATTAZIONE 32

CAPITOLO 4
FINANZIAMENTO DELLE OPERAZIONI DI M&A 41

CAPITOLO 5
INTEGRAZIONE POST ACQUISIZIONE 52

FOCUS

SOCIETÀ IMMOBILIARI, BREVI CENNI SULLA DISCIPLINA 62

IL DLGS 19/2023: UNA NUOVA FATTISPECIE PENALE E I SUOI RIFLESSI SULLA RESPONSABILITÀ DA REATO DELL'ENTE 66

APPROFONDIMENTI a cura di 24 Ore Professionale

INTEGRAZIONE DEI FATTORI ESG NELLE OPERAZIONI DI M&A E NELL'ACCESSO AL CREDITO DELL'AZIENDA 69

M&A, MOLTE OPERAZIONI PICCOLE E MEDIE MA CONTROVALORI IN CADUTA DI 44 MILIARDI 75

M&A, EUROPA META FAVORITA DALL'INSTABILITÀ GEOPOLITICA 76

AUTORI

MARCO CIMAN

Managing partner, TMC ADVISORY

Ho esperienza pluriennale in operazioni straordinarie, come Mergers & Acquisitions e strutturazione delle operazioni di aquisition, financing, private equity, venture capital e SPV, di operazioni di Project Finance pubbliche, private, PPP, nei diversi settori. Sono esperto in tematiche finanziarie d'impresa e fairness opinion. Sono specializzato nella redazione di piani industriali nell'ambito di processi di crescita aziendale, ristrutturazione societaria, risanamento dell'esposizione debitoria ex art .67 L.F. debt restructuring ex art. 182 L.F. e in pianificazione di operazioni straordinarie.
Ho maturato una significativa esperienza in materia di fiscalità nazionale, internazionale, riorganizzazione di gruppi di imprese e tax planning internazionale.
Faccio parte delle Commissioni di Studio presso l'Ordine dei Dottori commercialisti ed esperti contabili (ODCEC) di Verona relative ai temi M&A, Capitale di rischio, e di Internazionalizzazione. Ho collaborato alla redazione di molteplici pubblicazioni in materia tributaria, societaria e contabile su manuali scientifici. Sono stato docente al corso di Fiscalità Internazionale dell'ODCEC di Verona e relatore in vari convegni dell'Unione nazionale Dottori commercialisti ed esperti contabili.

BARBARA CHELAZZI

Partner, TMC ADVISORY

Ho maturato esperienza nel settore penale, specializzandomi in particolare in reati tributari ed in materia contributiva, reati fallimentari, diritto penale dell'economia, violazioni urbanistiche e reati contro il patrimonio e la persona.
Nel settore civile ho maturato competenza pratica con particolare riguardo al contenzioso in ambito medico, alla materia del diritto del lavoro, ai contratti ed al diritto bancario.

FRANCESCO M.RENNE

Of Counsel, TMC ADVISORY

Sono specializzato in tematiche societarie e finanziarie sui temi di compliance, governance e M&A.
Sono faculty member presso CUOA Business school (sui temi della finanza d'impresa) e relatore al master fiscale "Luigi Einaudi" all'Università La Sapienza di Roma sui temi della fiscalità degli investimenti finanziari.
Sono membro del Comitato scientifico dell'Associazione nazionale consulenti patrimoniali (ANCP), collaboro con l'Associazione italiana Tesorieri d'impresa (AITI).
Svolgo la professione di commercialista e di revisore legale. Sono of counsel di TMC Advisory e founder dello Studio associato Renne & Partners: rivesto cariche in organi di controllo e consigli di amministrazione in imprese e intermediari finanziari.
Collaboro con diverse testate editoriali tra cui "Econopoly" del Sole 24 Ore, conduco la videorubrica "Quasi Amici (noi e il fisco)", sono già coautore di alcuni saggi ed autore del libro Economicrazia.

AUTORI

ALESSANDRO CARLOTTI

Associate, TMC ADVISORY

Ho maturato una significativa esperienza in incarichi di consulenza fiscale immobiliare, strumenti a tutela del patrimonio nel passaggio generazionale quali il Trust e i patti di famiglia.
In ambito societario, svolgo incarichi quale Sindaco e/o Revisore in aziende a partecipazione pubblica e aziende private. In ambito fallimentare ho svolto incarichi di Curatore fallimentare, Commissario giudiziale, Liquidatore giudiziale.
Faccio parte della Commissione di studio presso l'Ordine dei Dottori commercialisti ed esperti contabili (ODCEC) di Verona su Trust e strumenti di tutela del patrimonio.
Sono co-autore del libro Mediazione: l'arte di unire, creare e risolvere edito dalla fondazione studi UNGDCEC (Unione nazionale giovani Dottori commercialisti ed esperti contabili).

DAVIDE PACHERA

Associate, TMC ADVISORY

Nel corso dell'attività professionale ho acquisito esperienza e competenza nell'ambito del contenzioso societario, sia con riferimento alle dinamiche relative ai rapporti tra soci, sia con riferimento all'evoluzione del rapporto tra società e amministratori.
Ho maturato una significativa esperienza anche nell'assistenza delle società nell'accesso alle procedure concorsuali di cui alla legge fallimentare, nell'ambito della consulenza contrattuale e nella tutela dei diritti di proprietà industriale.

GIANLUCA SCACCO

Associate, TMC ADVISORY

Sono specializzato in attività di M&A, con particolare riferimento alle Start up e possiedo grande esperienza nella predisposizione della documentazione in materia di financial reporting per il mercato nazionale e internazionale.
Effettuo tutte le attività necessarie alla valutazione dell'azienda rispetto al mercato, tra cui attività di benchmark e di linking.
Predispongo la policy di comunicazione e la data room delle aziende target per agevolare le operazioni di M&A e assisto gli imprenditori nelle negoziazioni e nella predisposizione dei documenti di gestione dei processi.
Mi occupo inoltre di predisporre executive summary e i piani economico-finanziari a sostegno delle operazioni di finanza straordinaria d'impresa.

NICOLA SALLESE

Junior Associate, TMC ADVISORY

Laureato presso l'Università degli studi di Verona e praticante Dottore commercialista, grazie al ruolo ricoperto in TMC Advisory ho avuto modo di vivere varie tematiche legate al mondo della professione, vedendoli fondersi con i concetti appresi durante il mio percorso di studi.
Qui mi è stato dato modo di approfondire i temi M&A e restructuring, con l'opportunità di confrontarmi con esperti del settore, che mi hanno saputo trasmettere i concetti in modo chiaro.
Mi sono appassionata a queste tematiche che rappresentano il futuro delle aziende, per poter offrire sempre un servizio di eccellenza.

PRESENTAZIONE

OPERAZIONI DI M&A, QUELLO CHE NON SI DICE

Per condurre operazioni straordinarie di successo è necessario avvalersi di servizi di consulenza finanziaria e contabile di primissimo livello.
Lo studio di commercialisti TMC Advisory è sinonimo di competenza nel fornire soluzioni personalizzate e strategie efficaci per affrontare le sfide più impegnative del mondo aziendale con consulenti finanziari e commercialisti esperti, in grado di guidarvi attraverso operazioni complesse. Da anni, lo studio si distingue per l'eccellenza nei suoi servizi di consulenza, con una particolare attenzione alle operazioni straordinarie che plasmano il futuro delle imprese. TMC Advisory è più di uno studio di commercialisti. I suoi professionisti sono artefici di opportunità, architetti di strategie di successo e compagni di viaggio nel mondo delle operazioni straordinarie. La loro reputazione è forgiata dall'abilità nel navigare le complessità finanziarie, legali e fiscali, trasformando le sfide in possibilità e i rischi in vantaggi competitivi.

I Servizi offerti:
1. Due diligence finanziaria
2. Valutazioni aziendali
3. Strutturazione e negoziazione
4. Integrazione post-operazione
5. Consulenza fiscale e legale

Affidarsi a TMC Advisory significa mettersi nelle mani di professionisti dedicati e appassionati che lavorano incessantemente per il successo dei loro clienti, guidandoli verso un futuro di crescita.
Questa pubblicazione rappresenta un contributo alla comprensione delle

operazioni straordinarie, offrendo una guida pratica che si basa su decenni di esperienza e successi. Ogni capitolo è progettato per essere una risorsa preziosa, fornendo intuizioni e strategie da applicare immediatamente nel contesto aziendale.

Benvenuti in un viaggio attraverso il mondo dinamico delle operazioni straordinarie, dove il successo incontra l'eccellenza.

PREMESSA

di
Marco Ciman

Nel mondo affascinante e competitivo delle operazioni di fusioni e acquisizioni (M&A), dietro le quinte di ogni transazione si cela un intricato labirinto di strategie, negoziati e dinamiche aziendali che spesso sfuggono all'occhio pubblico. Questo libro, "Operazioni di M&A: quello che non si dice", è un viaggio approfondito nel cuore pulsante di un universo in cui le decisioni economiche vanno ben oltre i numeri, dove le alchimie imprenditoriali si fondono con l'arte della negoziazione.

Mentre le cronache aziendali narrano storie di successo e di fallimento nelle fusioni e acquisizioni, questo volume si propone di svelare gli aspetti meno noti, le **sfide nascoste** e le lezioni apprese dietro le quinte. Attraverso analisi con esperti del settore, analisi dettagliate e riflessioni approfondite, esploreremo gli intricati dettagli di operazioni che hanno ridefinito settori, trasformato imprese e, in alcuni casi, scritto nuove pagine nella storia economica.

Non è solo un libro su strategie finanziarie e analisi di bilancio, ma un'immersione nella psicologia delle decisioni, nelle sfide etiche e nelle sottigliezze delle relazioni umane coinvolte nelle M&A. Da accordi multimilionari a scommesse ad alto rischio, "Operazioni di M&A: quello che non si dice" si propone di essere **una guida** illuminante per chiunque sia interessato a comprendere le complesse dinamiche che definiscono il panorama delle fusioni e acquisizioni aziendali.

Preparatevi a scoprire il lato oscuro delle M&A, a esplorare le regole dietro le negoziazioni chiave e ad approfondire le lezioni che possono plasmare il futuro degli affari. Questo libro è una chiave di accesso a un mondo segreto, dove il successo è spesso determinato non solo dalla logica degli affari, ma anche dalla capacità di navigare le acque impetuose delle relazioni umane in un contesto finanziario senza pietà.

Benvenuti nel **"dietro le quinte"** delle operazioni di M&A, dove la verità può essere più sorprendente della finzione e dove ogni mossa è una tessera nel complesso puzzle delle dinamiche aziendali globali.

CAPITOLO 1
INTRODUZIONE ALL'M&A

CAPITOLO 2
L'IMPORTANZA DELLE ANALISI E DELLE SINERGIE

CAPITOLO 3
PROCESSO DI NEGOZIAZIONE E CONTRATTAZIONE

CAPITOLO 4
FINANZIAMENTO DELLE OPERAZIONI DI M&A

CAPITOLO 5
INTEGRAZIONE POST ACQUISIZIONE

CAPITOLO 1

INTRODUZIONE ALL'M&A

di
Marco Ciman

Le operazioni di Merger&Acquisition

Le fusioni e acquisizioni rappresentano il palcoscenico dinamico su cui si svolge il balletto complesso delle strategie aziendali. In questo vasto panorama economico, le imprese intraprendono una danza sofisticata, spinte dalla ricerca di sinergie, opportunità strategiche e una ridefinizione della propria posizione competitiva. Questo capitolo introduttivo serve da prologo a un viaggio dettagliato attraverso il mondo affascinante e spesso enigmatico delle M&A, un viaggio che ci porterà a svelare gli **intricati meccanismi** che guidano queste operazioni, dalle motivazioni iniziali alla loro conclusione, lasciando intravedere gli esiti che possono trasformare radicalmente il panorama aziendale.

Il cuore pulsante delle M&A è la loro capacità di trasformare visioni strategiche in azioni concrete, di trasferire **valore potenziale** in realtà aziendale. Questo processo, tuttavia, è lontano dall'essere lineare o privo di ostacoli. Ogni operazione è un intricato labirinto di decisioni complesse, una combinazione delicata di rischi calcolati e opportunità audacemente sfruttate. Iniziamo il nostro viaggio esaminando le radici stesse delle M&A, chiedendoci: perché le imprese intraprendono questa avventura? La risposta può essere multiforme. Alcune aziende cercano di consolidare la loro presenza in un mercato competitivo, altre desiderano espandersi in nuovi territori, conquistare nicchie di mercato o persino sfuggire a una potenziale obsolescenza. Le M&A possono fungere da catalizzatori per l'innovazione, accelerare il percorso di crescita o semplicemente razionalizzare le operazioni aziendali.

Tuttavia, dietro ogni decisione di fondere o acquisire si celano sfumature più profonde. L'aspetto finanziario, sebbene cruciale, è solo una parte del-

la storia. Le M&A si svolgono in un **contesto più ampio**, influenzato dalle dinamiche sociali, politiche ed economiche. Esplorando questo panorama complesso, scopriremo come le M&A siano spesso riflesso e motore delle tendenze globali. Da un punto di vista geoeconomico, queste operazioni possono plasmare la mappa delle influenze aziendali, ridisegnare le alleanze strategiche e persino giocare un ruolo chiave nelle dinamiche geopolitiche. Una panoramica completa delle M&A richiede un'**analisi articolata** degli elementi coinvolti in ogni fase, dal concepimento dell'idea alla sua esecuzione. Non possiamo trascurare il fatto che il successo delle M&A dipende da una comprensione approfondita non solo delle questioni finanziarie, ma anche delle dinamiche organizzative e delle interazioni umane. Nell'era digitale, dove la velocità delle trasformazioni aziendali è senza precedenti, la capacità di adattamento diventa cruciale. Le M&A si inseriscono in questo contesto di **rapida evoluzione**, agendo da acceleratori di cambiamento, plasmando il volto delle imprese in modi che solo pochi anni prima sarebbero stati impensabili.
In questo viaggio attraverso le M&A, ci addentreremo nelle diverse sfaccettature di questo universo, scrutando le tattiche utilizzate, le tendenze emergenti e gli esiti sorprendenti. Le imprese si impegnano in operazioni straordinarie con l'obiettivo di generare valore per gli azionisti, ma lungo il percorso, si trovano ad affrontare **sfide impreviste** e, talvolta, a ridefinire la propria identità aziendale. I fallimenti sono altrettanto istruttivi dei successi, e analizzeremo attentamente entrambi, scavando nei dettagli per estrarre le lezioni che ogni transazione può insegnarci.
Questa introduzione è il primo passo di un viaggio che ci condurrà attraverso i corridoi delle M&A, svelando ciò che sta dietro a ogni annuncio su un giornale finanziario e mostrandoci come l'arte dell'acquisizione e della fusione vada ben oltre la somma dei valori contabili. Siate pronti a immergervi in un mondo in cui la strategia si fonde con la realtà, e dove ogni mossa aziendale può trasformare il panorama economico globale.

Definizione, motivazioni e scopo delle operazioni di M&A

Definizioni

Le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) costituiscono il linguaggio poliedrico con cui le imprese comunicano le proprie ambizioni strategiche. Definire le M&A è immergersi in un mondo in cui l'evoluzione delle imprese si intreccia con la dinamica dei mercati, dando vita a un balletto complesso di strategie aziendali e negoziazioni finanziarie. In termini essenziali, una fusione si verifica quando due aziende decidono di unire le proprie forze per creare una nuova entità, mentre un'acquisizione avviene quando una società acquista il controllo di un'altra. Queste operazioni possono assumere **varie forme e sfumature**, da fusioni di pari livello ad acquisizioni ostili, da partnership strategiche a joint venture. L'obiettivo fondamentale è la **creazione di valore**, che può manifestarsi attraverso sinergie operative, espansione geografica, diversificazione del portafoglio, accesso a nuovi mercati o tecnologie innovative.
La **fusione** è un atto di congiunzione, una sinfonia di risorse e competenze

che cercano armonia nella diversità. Quando due aziende decidono di fondersi, il risultato è una nuova entità che eredita gli elementi distintivi di entrambe. Questo può tradursi in una maggiore efficienza operativa, una più ampia base di clienti o una posizione di leadership consolidata nel settore. Le fusioni di pari livello, in cui due aziende simili si uniscono in termini di dimensioni e operazioni, mirano spesso a creare un'entità che sia più competitiva e in grado di affrontare le sfide del mercato con maggiore forza collettiva.

Dall'altra parte dello spettro delle M&A ci sono le **acquisizioni**, un atto di appropriazione in cui una società assume il controllo di un'altra. Le acquisizioni possono essere amichevoli, quando c'è un accordo tra le parti, od ostili, quando l'acquirente procede senza il consenso del Consiglio di amministrazione della società target. Questo tipo di M&A può derivare da un desiderio di conquistare nuovi mercati, accedere a competenze specifiche o eliminare la concorrenza diretta. Spesso, un'acquisizione mira a integrare con successo le attività della società target, sfruttando sinergie che vanno oltre la somma delle parti.

Le **partnership strategiche e** le **joint venture** rappresentano ulteriori sfaccettature delle M&A, in cui le imprese collaborano senza necessariamente fondersi completamente. Queste forme di collaborazione possono essere guidate da obiettivi specifici, come lo sviluppo congiunto di nuovi prodotti o la penetrazione in mercati emergenti, consentendo alle aziende di condividere risorse senza impegnarsi in una fusione completa.

Tuttavia, il **processo di M&A è molto** più **articolato** di una semplice unione o appropriazione. La definizione delle operazioni di M&A non può prescindere dalla comprensione delle molteplici variabili che intervengono in questo intricato processo. Un aspetto cruciale è la valutazione delle aziende coinvolte, che va oltre i numeri contabili per abbracciare la complessità delle risorse umane, della cultura aziendale e delle tecnologie in gioco. Le transazioni di successo richiedono una pianificazione meticolosa, una comprensione profonda degli obiettivi strategici e la capacità di navigare tra le sfide operative e finanziarie.

Inoltre, il **contesto** più **ampio** in cui avvengono le M&A non può essere trascurato. Le dinamiche di mercato, le tendenze economiche globali e le considerazioni geopolitiche possono influenzare significativamente il successo o il fallimento di un'operazione di M&A. L'ambiente regolatorio e legale, a livello nazionale e internazionale, aggiunge uno strato di complessità, richiedendo una gestione attenta per garantire la conformità e la trasparenza in ogni fase del processo.

In questo intricato panorama, la definizione delle operazioni di M&A si espande oltre le definizioni tecniche per abbracciare la ricchezza delle relazioni umane, delle aspettative degli investitori e delle dinamiche industriali. Le M&A, al loro cuore, sono un mezzo attraverso il quale le imprese cercano di adattarsi, innovare e prosperare in un **ambiente aziendale in continua evoluzione**. Nelle sezioni successive, esploreremo le molteplici motivazioni che spingono le imprese a intraprendere operazioni di M&A, gettando luce sui molteplici percorsi che queste transazioni possono intraprendere e sui fattori chiave che determinano il loro successo o insuccesso.

Motivazioni

Le motivazioni che stanno dietro alle operazioni di fusione e acquisizione sono un **intricato mosaico** di strategie aziendali, opportunità di mercato e sfide settoriali. Per comprendere appieno il contesto in cui le imprese si impegnano in queste transazioni, è fondamentale esplorare le molteplici ragioni che possono spingerle a unire le proprie forze o ad acquisire il controllo di un'altra entità. Le motivazioni possono variare ampiamente, da obiettivi di crescita ed espansione a risposte proattive a sfide settoriali o cambiamenti tecnologici. In questo capitolo, esamineremo le motivazioni delle operazioni di M&A sotto molteplici angolazioni, cercando di svelare le complesse dinamiche che guidano le decisioni aziendali in questo affascinante mondo di strategie e negoziazioni.

Crescita e sviluppo aziendale

Una delle motivazioni primarie che spinge le imprese a intraprendere operazioni di M&A è la **ricerca di crescita**. La crescita può manifestarsi in **molteplici forme**, dal desiderio di aumentare le entrate e la quota di mercato a quello di espandere la presenza geografica o di diversificare il portafoglio di prodotti o servizi offerti. Le imprese in cerca di espansione possono considerare le M&A come un mezzo rapido per raggiungere nuovi mercati o per entrare in settori adiacenti al proprio core business.

La crescita attraverso le M&A può essere **particolarmente attraente in settori maturi**, dove le opportunità di espansione organica possono essere limitate. Acquisire una società già consolidata in un mercato desiderato può offrire un vantaggio competitivo significativo rispetto alla costruzione di una presenza da zero. Inoltre, la diversificazione delle attività attraverso operazioni di M&A può mitigare i rischi legati alla dipendenza da un unico settore o mercato, rendendo l'azienda più resiliente alle fluttuazioni economiche e alle sfide settoriali.

Accesso a nuove competenze e tecnologie

Le M&A rappresentano spesso un veicolo per l'acquisizione di **competenze chiave e tecnologie avanzate**. In un ambiente aziendale sempre più tecnologicamente avanzato, l'accesso a nuove competenze e soluzioni innovative può fare la differenza tra il successo e la stagnazione. Le imprese possono valutare l'opzione di acquisire aziende che possiedono competenze specializzate o tecnologie avanzate per rimanere all'avanguardia nel proprio settore.

L'acquisizione di competenze può riguardare talenti altamente qualificati, know-how specifico o processi di produzione avanzati. Queste competenze possono essere **particolarmente rilevanti** in settori ad alta intensità tecnologica come l'informatica, la biotecnologia e le scienze della vita. Invece di sviluppare internamente queste competenze, le aziende possono accelerare il proprio percorso di innovazione acquisendo società che già le posseggono.

Risposta a cambiamenti del mercato o dell'ambiente aziendale

Le M&A possono fungere da **risposta strategica** a cambiamenti significativi nell'ambiente aziendale o nel contesto di mercato. Le imprese possono

essere spinte a cercare operazioni di M&A come una forma di adattamento proattivo alle sfide emergenti o alle opportunità in evoluzione. Ad esempio, nell'era digitale, le imprese possono essere motivate ad acquisire startup tecnologiche per rimanere competitive e mantenere il passo con le nuove tendenze di mercato.
Allo stesso modo, le M&A possono essere utilizzate come **risposta difensiva** per preservare la competitività di fronte a minacce esterne. L'acquisizione di un concorrente diretto o di una società con competenze complementari può rafforzare la posizione di un'azienda nel mercato, riducendo al contempo la pressione competitiva.

Riduzione dei costi e generazione di sinergie
La **riduzione dei costi** è una motivazione frequente dietro molte operazioni di M&A. Le imprese cercano sinergie che consentano loro di ottenere risparmi operativi, riducendo duplicazioni di funzioni, ottimizzando la catena di approvvigionamento e sfruttando economie di scala. Questo approccio è particolarmente comune in settori ad alta intensità di capitale o in situazioni in cui le aziende cercano di migliorare la loro efficienza operativa.
La **generazione di sinergie** può estendersi oltre la semplice riduzione dei costi. Può includere anche l'accesso a nuovi canali di distribuzione, la condivisione di best practice aziendali e la combinazione di risorse umane per creare una squadra più forte e competente. Tuttavia, è importante sottolineare che la realizzazione di sinergie non è automatica e richiede un'attenta pianificazione e integrazione delle attività.

Valorizzazione degli investimenti e ritorno per gli azionisti
Le operazioni di M&A sono spesso guidate dalla volontà di **generare valore** per gli azionisti. Questo può avvenire attraverso un aumento del prezzo delle azioni, la distribuzione di dividendi più consistenti o la creazione di un'azienda più redditizia e competitiva nel lungo termine. Le imprese possono intraprendere operazioni di M&A con l'obiettivo di migliorare le prospettive finanziarie e di rendimento per gli azionisti.
La valorizzazione degli investimenti può derivare dalla capacità di creare un'entità aziendale che sia più forte e più efficiente rispetto alle singole aziende coinvolte nella transazione. Tuttavia, il successo di un'operazione di M&A nel generare valore per gli azionisti dipende dalla capacità di **gestire le** complesse **dinamiche operative** e di integrare con successo le attività delle aziende coinvolte.

Accesso a risorse finanziarie e capitali
Le M&A possono fornire alle imprese accesso a risorse finanziarie e capitali che **altrimenti** potrebbero essere **difficili da ottenere**. Ad esempio, una società in crescita potrebbe cercare di acquisire un concorrente per sfruttare le risorse finanziarie di quest'ultimo e accelerare la propria espansione. Inoltre, un'azienda più grande potrebbe acquisire una startup innovativa per beneficiare delle sue idee e competenze, pur fornendole la stabilità finanziaria necessaria per crescere e prosperare.
L'accesso a capitali può anche essere cruciale in situazioni in cui le imprese

devono affrontare sfide finanziarie o ristrutturare il proprio debito. L'acquisizione da parte di una società finanziariamente solida può offrire un baluardo contro pressioni finanziarie e contribuire a ripristinare la fiducia degli investitori.

Risposte a opportunità di mercato uniche
Le imprese possono intraprendere operazioni di M&A in risposta a opportunità di mercato uniche che si presentano. Ciò può includere l'acquisizione di una società con una forte posizione di mercato, l'ingresso in nuovi segmenti di clientela o la capitalizzazione su cambiamenti normativi che creano nuove possibilità di business. Le opportunità di mercato possono emergere improvvisamente e le imprese devono essere pronte a coglierle per rimanere competitive e innovare.
L'**adattamento rapido** a nuove opportunità può essere **fondamentale**, specialmente in settori dinamici e in evoluzione. Le M&A consentono alle imprese di reagire con flessibilità a cambiamenti nel panorama competitivo, capitalizzando su opportunità strategiche che possono dare loro un vantaggio a lungo termine.
Le motivazioni delle operazioni di M&A sono molteplici e sfaccettate, riflesso della complessità del mondo degli affari e delle dinamiche sempre mutevoli del mercato. Da obiettivi di crescita e accesso a nuove competenze a risposte strategiche e generazione di sinergie, le imprese si impegnano in M&A per perseguire una **vasta gamma di scopi**. Tuttavia, è importante notare che il successo di un'operazione di M&A non è garantito e dipende dalla capacità di gestire attentamente le complesse variabili coinvolte, dalla valutazione accurata delle opportunità e delle sfide al processo di integrazione e alla creazione di valore nel lungo termine. Nelle sezioni successive, esamineremo più approfonditamente le diverse fasi delle operazioni di M&A, dalla fase di pianificazione e valutazione alla negoziazione e all'integrazione, gettando luce sui fattori critici che determinano il successo di queste complesse transazioni aziendali.

Scopo
Nel tessuto intricato delle operazioni di fusione e acquisizione (M&A), emerge la domanda cruciale: alla fine, qual è lo scopo dietro queste complesse transazioni aziendali? Se esploriamo le molteplici motivazioni che spingono le imprese a intraprendere M&A, emergono chiaramente obiettivi strategici che convergono verso una visione unificata dello scopo fondamentale: **creare valore sostenibile**. La comprensione di questo scopo richiede uno sguardo oltre le singole motivazioni e un'analisi profonda delle sinergie, dell'ottimizzazione delle risorse e della crescita che derivano dall'unione di due entità aziendali. Lo scopo finale delle M&A è quello di creare un'entità aziendale più forte, più competitiva e capace di prosperare nel lungo periodo. Questo capitolo si propone di svelare gli aspetti chiave che convergono verso questo obiettivo finale, esaminando come le motivazioni specifiche si traducono in azioni concrete e come le aziende cercano di plasmare il loro destino nel dinamico panorama globale attraverso le operazioni di M&A. Dall'ottimizzazione delle operazioni al consolidamento

della presenza di mercato, dalla valorizzazione degli investimenti al miglioramento delle competenze, esploreremo come le M&A diventano un **veicolo strategico** per la creazione di un valore che va oltre la somma delle parti coinvolte. In questo processo, evidenzieremo le sfide, le best practice e le considerazioni etiche che circondano questo ambito, fornendo una prospettiva completa su come le M&A siano intrinsecamente collegate alla realizzazione di un obiettivo comune: un futuro aziendale di successo e sostenibile.

Vantaggi e sfide delle operazioni di M&A

Le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) costituiscono un capitolo dinamico e cruciale nel libro delle strategie aziendali, offrendo opportunità straordinarie ma presentando anche sfide complesse. In questo paragrafo, esploreremo in dettaglio i **vantaggi e** le **sfide intrinseche** alle operazioni di M&A, gettando luce sui motivi che spingono le imprese a intraprendere tali transazioni e sui fattori che possono influenzarne l'esito.

Vantaggi delle operazioni di M&A

Espansione geografica e accesso a nuovi mercati

Una delle motivazioni principali che sottendono alle M&A è l'opportunità di espandere rapidamente la presenza geografica. Acquisire aziende con una solida base in regioni altrimenti inaccessibili offre l'**accesso a nuovi mercati**, consentendo alle imprese di diversificare la loro esposizione geografica e di capitalizzare su opportunità di crescita inesplorate.

Diversificazione del portafoglio

La diversificazione è un **motore** cruciale **di vantaggi** nelle operazioni di M&A. Attraverso l'acquisizione di imprese con attività complementari o settori di mercato, le aziende possono ridurre la loro dipendenza da settori specifici e mitigare i rischi associati alle fluttuazioni del mercato. Una maggiore diversificazione del portafoglio può anche contribuire a stabilizzare i flussi di cassa e a migliorare la resilienza aziendale.

Accesso a nuove competenze e tecnologie

L'innovazione è al cuore delle operazioni di M&A. Acquisire imprese con competenze specializzate o tecnologie all'avanguardia consente alle aziende di rimanere competitive in un ambiente in rapida evoluzione. Questo **vantaggio strategico** si traduce in un miglioramento della capacità di innovare e di rispondere alle esigenze mutevoli del mercato.

Economie di scala ed efficienze operative

Un **obiettivo chiave** delle M&A è la generazione di sinergie che portano a economie di scala e a efficienze operative. La combinazione di risorse e la razionalizzazione delle attività possono ridurre i costi complessivi, migliorare la redditività e creare un'entità aziendale più competitiva sul mercato.

Valorizzazione degli investimenti e ritorno per gli azionisti

Le M&A sono spesso guidate dalla volontà di **generare valore** per gli azionisti. Attraverso l'implementazione di strategie che migliorano la prospettiva finanziaria complessiva, le operazioni di M&A cercano di aumentare il valore delle azioni, distribuire dividendi più consistenti e garantire un ritorno sostenibile per gli investitori.

Sfide delle operazioni di M&A

Integrazione culturale

Una delle sfide più significative è rappresentata dall'integrazione culturale tra le aziende coinvolte. La fusione di organizzazioni con culture aziendali diverse può creare tensioni e resistenza interna. La gestione attenta e la promozione di una **cultura aziendale unificata** sono essenziali per mitigare questo rischio.

Rischi finanziari

I rischi finanziari, compresi i costi di transazione e l'indebitamento, possono influire negativamente sull'esecuzione e il successo delle M&A. La **valutazione accurata** delle implicazioni finanziarie e la gestione oculata delle risorse sono cruciali per evitare difficoltà finanziarie a seguito delle transazioni.

Resistenza interna e turbolenze organizzative

La resistenza interna è spesso una conseguenza delle M&A, poiché i dipendenti possono percepire i cambiamenti come minacce alla sicurezza lavorativa e alla cultura aziendale. La gestione delle turbolenze organizzative richiede una comunicazione trasparente, la creazione di un ambiente di lavoro collaborativo e la gestione efficace delle aspettative.
L'integrazione di due aziende è un processo complesso che richiede tempo e risorse significative. La **comprensione approfondita** delle operazioni, delle strutture organizzative e delle dinamiche aziendali è cruciale per garantire una transizione fluida e minimizzare le interruzioni operative.

Valutazione errata

Una valutazione inaccurata delle aziende coinvolte può portare a risultati deludenti. È essenziale condurre un'**analisi** approfondita **e** una **due diligence** completa per valutare correttamente il valore delle aziende target e garantire che gli obiettivi strategici siano realistici e realizzabili.
In conclusione, i vantaggi e le sfide delle operazioni di M&A sono interconnessi e richiedono un approccio strategico e bilanciato. Le imprese che affrontano con consapevolezza queste dinamiche possono capitalizzare sui vantaggi offerti dalle M&A, trasformando le sfide in opportunità e creando un valore duraturo nel contesto aziendale in continua evoluzione.

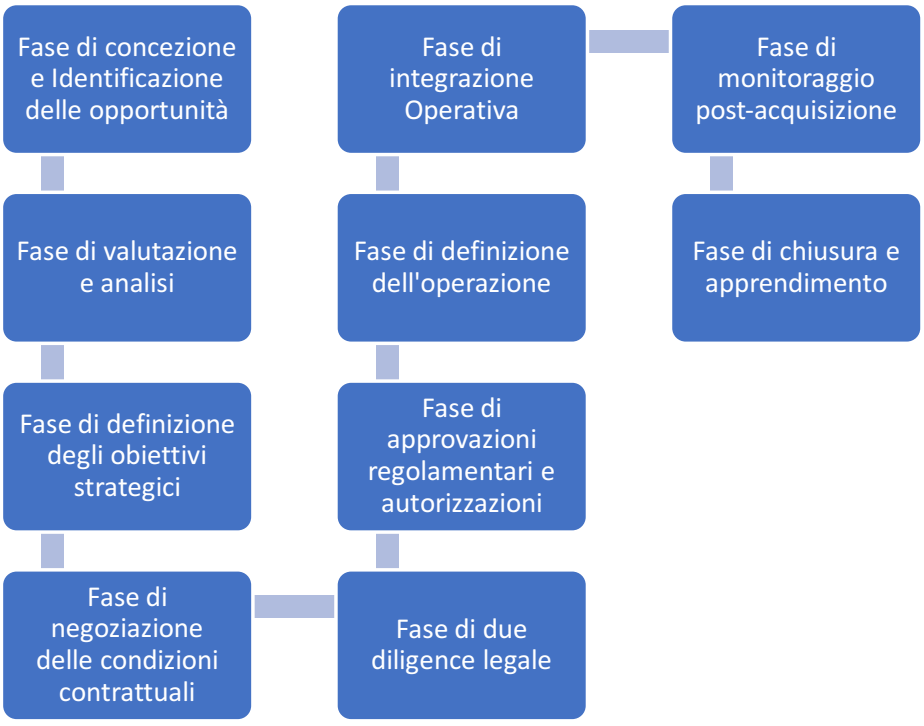
Processo di M&A: fasi e attori coinvolti

Le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) rappresentano una forma complessa e articolata di strategia aziendale, coinvolgendo **diverse fasi e** una **pluralità di attori**. Esploreremo quindi il processo di M&A in modo approfondito,

dalla sua concezione alla fase di integrazione, delineando le tappe critiche e mettendo in luce i vari attori che contribuiscono al successo di queste transazioni.

Le fasi

Le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) sono un intricato balletto aziendale che si sviluppa attraverso diverse fasi, ciascuna caratterizzata da complessità e sfide uniche. In questo capitolo, analizzeremo nel dettaglio le fasi del processo di M&A, svelando i **meccanismi sottostanti e** i **fattori critici** che plasmano il destino di queste transazioni.



Fase di concezione e identificazione delle opportunità

Ricerca e screening

Questa fase inizia con la ricerca attiva di **opportunità** di M&A. Le aziende analizzano il panorama del settore, identificano potenziali società target e conducono uno screening preliminare per valutare l'adeguatezza strategica.

Valutazione preliminare

Una valutazione preliminare delle aziende target coinvolge una prima **analisi di fattibilità**. Le aziende considerano criteri come l'allineamento strategico, la complementarità delle attività e la possibilità di sinergie.

Indagine di mercato e competitor analysis

Parallelamente, viene condotta un'**indagine di mercato** approfondita e un'analisi dei concorrenti. Questo fornisce una visione chiara del posizionamento dell'azienda target nel contesto competitivo e delle opportunità offerte dalla sua integrazione.

Fase di valutazione e analisi

Due diligence finanziaria
Una volta identificate le aziende target, inizia una due diligence finanziaria approfondita. Questa fase coinvolge l'**analisi dettagliata** dei documenti finanziari, inclusi bilanci, flussi di cassa e rapporti di indebitamento, al fine di valutare la solidità finanziaria dell'azienda target.

Due diligence legale
In parallelo, gli avvocati e gli esperti legali condurranno una due diligence legale. Questa fase verifica la **conformità** dell'azienda target a tutte le **leggi e** i **regolamenti**, identificando potenziali passività legali e rischi.

Due diligence operativa e tecnologica
La due diligence operativa si concentra sui **processi operativi** dell'azienda target, valutando l'efficienza e identificando possibili miglioramenti. Nel frattempo, la due diligence tecnologica esamina le risorse tecnologiche e l'innovazione dell'azienda.

Fase di definizione degli obiettivi strategici

Definizione chiara degli obiettivi
In questa fase, le imprese stabiliscono **obiettivi strategici** chiari. Questi possono includere la crescita del mercato, l'espansione geografica, la diversificazione del portafoglio o l'accesso a competenze chiave.

Analisi di impatto strategico
Le imprese valutano come l'acquisizione si integra nella loro **strategia complessiva**, valutando l'impatto a breve e lungo termine sull'azienda acquirente e sull'azienda target.

Fase di negoziazione delle condizioni contrattuali

Squadre di negoziazione
Le squadre di negoziazione, spesso composte da dirigenti senior, consulenti finanziari, fiscali e legali, iniziano le **trattative**. Le discussioni includono il prezzo di acquisto, le modalità di pagamento e le clausole contrattuali.

Strutturazione finanziaria
La strutturazione finanziaria dell'affare è essenziale. Le aziende determinano la **composizione del pagamento**, bilanciando denaro contante, azioni e altri strumenti finanziari.

Fase di due diligence legale

Indagini approfondite
La due diligence legale, benché già avviata, si intensifica durante la **fase di negoziazione**. Gli avvocati delle aziende coinvolte lavorano per risolvere eventuali questioni legali emerse durante le trattative.

Accordo preliminare
Durante questa fase, le parti coinvolte firmano un accordo preliminare, noto come "Letter of Intent" o "Memorandum of Understanding". Questo documento delineerà le **condizioni generali** dell'accordo e stabilirà l'impegno di entrambe le parti a procedere con l'operazione.

Fase di approvazioni regolamentari e autorizzazioni

Presentazione delle richieste
Le aziende presentano le richieste necessarie per ottenere le approvazioni regolamentari e le autorizzazioni. Questo processo coinvolge l'**interazione** con organismi governativi, antitrust e altre autorità regolamentari.

Processo di valutazione
Le autorità esaminano l'operazione, valutando gli impatti sul mercato, la concorrenza e la conformità normativa. Questo processo **può richiedere tempo**, influenzando la tempistica complessiva dell'operazione.

Fase di definizione dell'operazione

Closing
Una volta ottenute le approvazioni necessarie, le aziende procedono alla fase di closing. Durante questa fase si concludono gli aspetti legali, fiscali e finanziari dell'operazione, con il **trasferimento** ufficiale di **proprietà e controllo**.

Dichiarazione ufficiale
Le aziende emettono una dichiarazione ufficiale annunciando il **completamento dell'operazione**. Questo comunicato è cruciale per informare i dipendenti, gli azionisti e il pubblico delle nuove dinamiche aziendali.

Fase di integrazione operativa

Pianificazione dell'integrazione
Prima del closing e subito dopo, inizia la pianificazione dell'integrazione operativa. Le squadre coinvolte delineano un **piano dettagliato** per unire le operazioni, i processi e le culture aziendali.

Gestione del cambiamento
La gestione del cambiamento diventa cruciale durante questa fase. Comunicazioni chiare, coinvolgimento dei dipendenti e la creazione di un **ambiente** di lavoro **collaborativo** sono essenziali per mitigare la resistenza e garantire una transizione senza intoppi.

Fase di monitoraggio post-acquisizione

Valutazione dei risultati
Dopo l'integrazione operativa, le aziende valutano i risultati ottenuti **rispetto agli obiettivi strategici**. Questa fase coinvolge l'analisi delle performance

finanziarie, dell'efficienza operativa e del conseguimento delle sinergie previste.

Correzioni di rotta
Se necessario, vengono apportate correzioni di rotta. Questa fase richiede una **leadership agile** e la capacità di adattarsi alle dinamiche aziendali in evoluzione.

Fase di chiusura e apprendimento

Analisi post-mortem
Dopo un periodo di tempo, le aziende condurranno un'analisi post-mortem dell'operazione di M&A. Questa fase coinvolge un'**esamina approfondita** dei successi e degli errori, fornendo importanti lezioni per operazioni future.

Adattamento strategico
Le lezioni apprese durante l'analisi post-mortem possono portare a un adattamento strategico. Le aziende possono regolare la loro **strategia di M&A** in base alle esperienze passate per ottimizzare le future opportunità.

In sostanza, il processo di M&A è una **complessa sequenza di fasi** che richiede competenze specializzate, pianificazione strategica e un approccio sistematico. Ogni fase porta con sé opportunità e sfide uniche, e solo una gestione diligente attraverso l'intero ciclo può garantire il successo complessivo di un'operazione di fusione e acquisizione.

Gli attori

Le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) coinvolgono un vasto insieme di attori, ciascuno con un ruolo specifico che contribuisce al successo o al fallimento dell'operazione. In questo capitolo, esploreremo nel dettaglio gli **attori chiave coinvolti** nel processo di M&A, delineando le responsabilità e l'influenza di ciascun partecipante.

Dirigenti aziendali

CEO (Chief executive officer)
Il CEO è spesso il **principale architetto** di un'operazione di M&A. La sua visione strategica guida il processo dall'identificazione delle opportunità alla definizione degli obiettivi. Il CEO è coinvolto nelle trattative chiave e nell'approvazione finale dell'accordo.

CFO (Chief financial officer)
Il CFO è responsabile della **gestione finanziaria** dell'operazione di M&A. Supervisiona la valutazione finanziaria dell'azienda target, la strutturazione finanziaria dell'affare e garantisce la sostenibilità finanziaria post-acquisizione.

COO (Chief operating officer)
Il COO si concentra sull'**integrazione operativa**. Collabora con il gruppo operativo per unire le attività, garantendo una transizione senza intoppi e massimizzando le sinergie operative.

Consulenti finanziari, fiscali e legali

Investment bankers
Gli investment bankers svolgono un **ruolo cruciale** nelle fasi di valutazione e negoziazione. Forniscono consulenza finanziaria, determinano la giusta valutazione dell'azienda target e aiutano a strutturare l'affare in modo ottimale.

Avvocati specializzati in M&A
Gli avvocati specializzati in M&A gestiscono la **due diligence legale**, garantendo la conformità normativa e risolvendo eventuali questioni legali. Partecipano attivamente alla negoziazione dei contratti e delle clausole di protezione.

Dottori commercialisti specializzati in M&A
I dottori commercialisti specializzati in fusioni e acquisizioni (M&A) svolgono un ruolo cruciale nell'ambito delle operazioni straordinarie, fornendo una vasta gamma di **servizi e competenze**. Le principali attività gestite da questi professionisti includono la due diligence , la valutazione aziendale, la strutturazione e negoziazione, la consulenza fiscale, la gestione post-operazione e la consulenza strategica. In sintesi, i dottori commercialisti specializzati in M&A gestiscono tutte le fasi del processo di fusioni e acquisizioni, fornendo competenze multidisciplinari per garantire il successo dell'operazione e la creazione di valore per i clienti.

Dipendenti aziendali

Team di gestione del cambiamento
I dipendenti aziendali giocano un ruolo fondamentale durante l'integrazione operativa. I team di gestione del cambiamento **facilitano la transizione**, comunicando in modo chiaro e affrontando le preoccupazioni dei dipendenti.

Dipendenti chiave dell'azienda target
Mantenere i dipendenti chiave dell'azienda target è spesso cruciale per il successo a lungo termine. Gestire le preoccupazioni dei dipendenti, garantire un **ambiente di lavoro collaborativo** e riconoscere il loro valore sono aspetti chiave.

Autorità regolamentari

Antitrust e organi regolatori
Le autorità antitrust e altri organismi regolatori svolgono **un ruolo** nella fase di **approvazioni regolamentari e autorizzazioni**. La loro valutazione si concentra sull'impatto dell'operazione sulla concorrenza e sul rispetto delle normative di settore.

Autorità fiscali
Le autorità fiscali sono coinvolte nella **valutazione degli aspetti fiscali** dell'operazione, garantendo la conformità fiscale e identificando eventuali impatti sulla tassazione.

Azionisti

Azionisti dell'azienda acquirente
Gli azionisti dell'azienda acquirente valutano l'operazione in termini di **valore aggiunto** e ritorno sugli investimenti. Devono essere informati e, in alcuni casi, approvare l'operazione durante l'assemblea degli azionisti.

Azionisti dell'azienda target
Gli azionisti dell'azienda target possono influenzare l'**esito dell'operazione** attraverso il loro consenso o opposizione. La gestione delle aspettative e la comunicazione trasparente sono fondamentali.

Fase di monitoraggio post-acquisizione

Team di monitoraggio
Una squadra dedicata al monitoraggio post-acquisizione valuta i **risultati rispetto agli obiettivi strategici**. Questo gruppo è responsabile della gestione delle sfide emergenti e dell'adattamento continuo alle dinamiche aziendali.

Azionisti e analisti finanziari
Gli azionisti e gli analisti finanziari monitorano da vicino l'**andamento post-acquisizione** e valutano l'impatto dell'operazione sui risultati finanziari e sul valore per gli azionisti.

Advisory board

Consulenti esterni
Un advisory board composto da **esperti del settore** può fornire una guida strategica indipendente durante l'intero processo di M&A. La loro esperienza contribuisce a una prospettiva obiettiva e informata.

Conclusioni

Gli **attori coinvolti** nel processo di M&A sono diversi e interconnessi, ciascuno con un **ruolo cruciale** nel determinare il successo o il fallimento dell'operazione. La gestione efficace delle relazioni e la collaborazione tra questi attori sono essenziali per navigare attraverso le complessità delle fusioni e acquisizioni, plasmando il **destino delle aziende** coinvolte nel panorama aziendale globale.
In conclusione, il processo di M&A è un **viaggio complesso** che richiede pianificazione strategica, negoziazione abile e una gestione attenta dell'integrazione. Gli attori coinvolti, dalle leadership aziendali ai consulenti finanziari, contribuiscono ciascuno in modo unico al successo complessivo di queste transazioni, che plasmano il panorama aziendale globale e definiscono il futuro delle aziende coinvolte.

CAPITOLO 2

L'IMPORTANZA DELLE ANALISI E DELLE SINERGIE

di
Nicola Sallese

M&A e analisi

Il sistema imprenditoriale italiano è da sempre caratterizzato da imprese di piccole e medie dimensioni, le PMI. Fino a qualche tempo fa, le dimensioni ridotte e la capacità di sapersi adattare ai cambiamenti del mercato sono state per queste realtà un vero e proprio vantaggio competitivo. Alla luce però delle mutate condizioni del mercato e delle esigenze, tali condizioni hanno reso le Pmi meno competitive, in alcuni casi addirittura obsolete rispetto ai propri competitor nazionali e soprattutto internazionali. Pertanto, nel **panorama attuale**, sono poco le aziende che possiedono adeguate risorse finanziarie da impiegare per una crescita per linee interne, rendendo così l'alternativa più conveniente quella di optare per operazioni di M&A (merger&acquisition) ovvero crescita per linee esterne. La preferenza per questo genere di operazioni, indubbiamente, è dettata dalla **maggiore velocità** con cui si ritiene di poter raggiungere gli obiettivi prefissati. Premettendo che, prima di effettuare una crescita per linee interne o esterne, bisogna aver ben chiaro quali sono i punti di vantaggio e di svantaggio che l'alternativa presenta.

La **crescita dimensionale** delle imprese è un imperativo strategico per ottenere gli obiettivi di medio e lungo periodo rendendo così le fusioni e acquisizioni (M&A) una valida soluzione nelle scelte aziendali. Tale fenomeno complesso da un ventennio a questa parte ha riscontrato notevole interesse da parte di imprenditori e professionisti del settore.

Questo processo vede coinvolta la combinazione di due o più entità aziendali, spesso con l'obiettivo di raggiungere sinergie, espandere le operazioni o accedere a nuovi mercati, accrescere la quota di mercato, diversificare

le linee di prodotto, eliminare le inefficienze, ottenere vantaggi fiscali o semplificare le operazioni. Indipendentemente dall'obiettivo, l'**analisi** è una **componente chiave** in ogni fase del processo M&A per garantire che le decisioni prese siano basate su dati accurati ed assicurare una comprensione approfondita del contesto di mercato mitigando i rischi a esse connesse.

Prima ancora di intraprendere un processo di *Mergers and Acquisitions*, è essenziale condurre un'**analisi di mercato approfondita**. Questa fase iniziale è fondamentale per identificare opportunità e rischi, nonché per stabilire la fattibilità dell'operazione. L'analisi di mercato durante questa fase coinvolge:

- Ricerca di mercato: esplorare il panorama competitivo, identificando i principali concorrenti e comprendendo le tendenze di mercato.
- Analisi SWOT: valutare i punti di forza, debolezza, opportunità e minacce, fornendo una panoramica completa del contesto in cui si muovono le aziende coinvolte.
- Valutazione delle opportunità di crescita: esaminare le opportunità di espansione, inclusi nuovi segmenti di mercato o regioni geografiche.
- Ricerca e valutazione di sinergie: identificare potenziali sinergie operative, finanziarie o strategiche tra le aziende coinvolte.

Tale fase è **imprescindibile** per delineare la direzione strategica dell'operazione, fornendo una base solida per prendere decisioni consapevoli.

Nel corso delle M&A, l'**analisi finanziaria** svolge un ruolo centrale nella determinazione del valore dell'azienda target e nella negoziazione dei termini dell'operazione. Questa fase coinvolge:

- Lettera d'intenti e NDA: rappresentano la fase preliminare dell'operazione, quella in cui si definiscono insieme ai vertici delle realtà coinvolte quelle che potrebbero essere le finalità dell'operazione e ovviamente, un contrato di riservatezza per via della delicatezza delle informazioni oggetto di negoziazione.
- Valutazione aziendale: utilizzare più metodi di valutazione ritenuti idonei in base alla realtà e al business oggetto di analisi, come il discounted cash flow (DCF) o il metodo di mercato, sia come metodo principale che come metodo di controllo, al fin di poter arrivare alla determinazione di un range di valori ritenuto congruo.
- Due diligence finanziaria: condurre un'indagine approfondita dei bilanci finanziari, dei flussi di cassa e degli impegni finanziari dell'azienda target.
- Analisi di sensibilità: esaminare come variazioni nei parametri finanziari possono influenzare il valore dell'azienda target.

L'analisi finanziaria è cruciale per garantire che il prezzo di acquisto rifletta il reale valore dell'azienda e che gli investitori siano informati riguardo ai potenziali rischi finanziari associati all'operazione. Come ben noto, la valutazione d'azienda non determina quello che sarà il prezzo di vendita/acquisizione ma, bensì, indicherà il **valore economico** della realtà oggetto di negoziazione; saranno poi le parti, in libero arbitrio a definire un congruo prezzo.

Una volta completata l'acquisizione, l'analisi continua a giocare un ruolo chiave nella **fase "post" acquisizione**. Questa fase coinvolge:

- Integrazione operativa: analizzare come integrare le operazioni delle due aziende per massimizzare le sinergie e ridurre i costi.
- Analisi della performance: monitorare e valutare le performance dell'azienda risultante rispetto agli obiettivi stabiliti durante la fase di analisi iniziale.
- Adattamento strategico: se necessario, adattare la strategia aziendale in base alle dinamiche di mercato post-acquisizione.
- Valutazione della soddisfazione del cliente: analizzare il feedback dei clienti per garantire che l'acquisizione non abbia un impatto negativo sulla percezione del marchio.

L'analisi post-acquisizione è cruciale per garantire il successo a lungo termine dell'operazione, consentendo all'azienda di adattarsi dinamicamente alle nuove realtà del mercato.

Mentre l'analisi gioca un **ruolo cruciale** nelle M&A, è importante riconoscere anche le sfide associate a questo processo. La complessità delle operazioni, la gestione delle aspettative degli stakeholder e l'integrazione culturale sono solo alcune delle sfide che possono emergere. L'analisi deve essere flessibile e adattabile per affrontare queste sfide, aprendo contemporaneamente nuove opportunità strategiche.

In conclusione, l'**interconnessione tra M&A e analisi** è evidente in ogni fase del processo. L'analisi di mercato iniziale fornisce la direzione strategica, l'analisi finanziaria determina il valore e l'analisi post-acquisizione garantisce un'efficace integrazione e adattamento alle nuove realtà del mercato. Questo ciclo continuo di analisi è essenziale per il successo aziendale, guidando le decisioni e le azioni in un mondo in costante evoluzione. Le aziende che comprendono e abbracciano questa sinergia sono meglio posizionate per capitalizzare sulle opportunità di crescita e creare valore a lungo termine.

Analisi di mercato con individuazione del benchmark

Al fine di garantire il going concerne all'interno di un ambiente competitivo ed in continua evoluzione, le aziende devono attuare un **processo di miglioramento** attraverso l'analisi di mercato. Un'analisi di mercato approfondita consente all'azienda di identificare opportunità di crescita, individuare minacce potenziali e adattare le proprie strategie, di conseguenza, fornendo così una base solida per l'ottimizzazione dei processi aziendali.

L'analisi di mercato è un **tassello fondamentale** nella formulazione delle strategie aziendali. Questa pratica prevede la raccolta e l'interpretazione di dati riguardanti il contesto in cui opera l'azienda; offrendo cosi, una panoramica dettagliata delle dinamiche di mercato, dei trend emergenti e delle esigenze dei consumatori, consentendo alle aziende di valutare le proprie performance in relazione agli standard settoriali, individuando opportunità di miglioramento. La raccolta di dati può avvenire attraverso diverse fonti, come ad esempio: sondaggi, analisi statistiche, interviste e monitoraggio delle performance aziendali. Nel corso di tale processo, le realtà esaminano la domanda del consumatore, identificano i segmenti di mercato più redditizi e valutano le performance degli attori chiave del settore. La sua impor-

tanza risiede nell'abilitare le aziende a prendere decisioni consapevoli, adattando i loro prodotti, servizi e strategie di marketing alle esigenze mutevoli del mercato. Una volta completata l'analisi di mercato, l'**individuazione del benchmark** ovvero l'individuazione di punti di confronto, diventa cruciale per valutare le performance dell'azienda. L'individuazione del benchmark è il passo successivo nell'evoluzione di un'analisi di mercato; in questo processo, le aziende identificano e confrontano le proprie performance con quelle di aziende considerate leader o best-in-class nel settore di riferimento consentendo di confrontare metriche chiave, come redditività, quota di mercato, soddisfazione del cliente e innovazione. L'individuazione di questi punti di confronto offre innumerevoli **vantaggi**; in primo luogo, fornisce un punto di riferimento oggettivo per valutare il successo aziendale, identificando aree di forza e debolezza. In secondo luogo, consente di apprendere dalle best practice delle aziende di successo, integrando tali conoscenze per migliorare le proprie strategie offrendo così opportunità di innovazione e sviluppo, incoraggiando l'azienda a superare i limiti del settore.
Esistono diverse **metodologie di benchmarking**, ognuna adatta a contesti aziendali specifici. Quello **interno** coinvolge il confronto delle performance di diverse divisioni o reparti all'interno dell'azienda. Il benchmarking **competitivo**, invece, si concentra sul confronto con i concorrenti diretti. Infine, il la visione **funzionale** coinvolge l'analisi di specifiche funzioni aziendali, indipendentemente dal settore.
I benefici tangibili derivanti dall'analisi di mercato con individuazione del benchmark sono molteplici. Quest'approccio fornisce:

- Orientamento strategico: guida le decisioni aziendali fornendo una panoramica dettagliata del mercato e stabilendo obiettivi basati su standard settoriali.
- Miglioramento continuo: identifica aree di miglioramento attraverso il confronto con aziende di successo, promuovendo un approccio di miglioramento continuo.
- Riduzione dei rischi: minimizza i rischi attraverso l'analisi approfondita del mercato e l'adeguamento alle best practice settoriali.
- Competitività sostenibile: crea un vantaggio competitivo sostenibile adattando le strategie alle esigenze del mercato e superando gli standard del settore.

Un **esempio** concreto **di errata analisi di mercato** è la storia che lega il noto colosso tecnologico Finlandese **Nokia** e la casa americana Apple. Verso la fine degli anni 90 Nokia era il marchio di telefoni cellulari più venduti nel mendo, l'utile superava i 4 miliardi. È il 2003 quando viene lanciato sul mercato quello che in poco tempo diventerà il telefono più venduto del mondo, il Nokia 1100. Nel 2007 Apple lancia il primo iPhone guadagnandosi una quota irrisoria, intorno al 5%, ma in appena 6 anni il valore di mercato di Nokia diminuisce di quasi il 90% a discapito nel colosso americano e da qui in poi, il noto marchio finlandese registrerà solo tentativi di acquisizione volti a salvare l'azienda e dati in continuo declino. Nokia, da leader indiscusso del mercato, guardava questi nuovi device detti smartphone senza mai mettere in discussione il proprio bagaglio tecnologico, e proprio questa errata analisi del potenziale competitor e di come il mercato stava mutando

hanno portato Nokia a compiere tutta una serie di decisioni strategiche che si sarebbero di lì a poco rivelate fatali. Potremmo semplificare il concetto dell'errata analisi come navigare a vista, senza bussole o mappe di riferimento: si può fare, certo, ma il rischio di andare a schiantarsi da qualche parte è elevatissimo.
L'**analisi di mercato e** l'**individuazione del benchmark** sono componenti interconnesse vitali per il successo aziendale. Un'azienda informata e consapevole del proprio contesto di mercato è meglio posizionata per adattarsi alle mutevoli condizioni del settore e per sviluppare strategie vincenti. Il benchmarking, in particolare, offre un meccanismo tangibile per misurare le performance aziendali e promuovere un miglioramento continuo. Investire tempo ed energie in queste pratiche può delineare la strada verso il successo duraturo e la leadership nel mercato.
In letteratura, c'è una frase antichissima attribuita a Sun Tzu, generale dell'esercito cinese: *"Se conosci il nemico e te stesso, la tua vittoria è sicura. Se conosci te stesso ma non il nemico, le tue probabilità di vincere e perdere sono le stesse. Se non conosci il nemico e nemmeno te stesso, soccomberai in ogni battaglia"*[1].

Valutazione delle sinergie e degli impatti strategici

Il risultato di operazioni di *Mergers and Acquisitions* comporta l'unificazione di due imprese distinte sotto un unico soggetto economico neo o precostituito. Tale soggetto dovrà essere in grado di garantire alle imprese coinvolte il raggiungimento delle economie e sinergie desiderate grazie ad una **integrazione totale o parziale** che sia in grado di gestire, sviluppare, pianificare in maniera efficiente ed efficace le risorse coinvolte.
A prescindere dalle motivazioni precedentemente enunciate, che hanno portato i management delle aziende ad intraprendere quest'operazione, la giustificazione economica di tale scelta può essere ricondotta alla valorizzazione degli **effetti sinergici** che una gestione unitaria può portare; pertanto, le sinergie rappresentano uno degli elementi chiave che le aziende cercano di realizzare attraverso le M&A. In termini aziendali, le sinergie possono manifestarsi in vari modi, compresi benefici operativi, finanziari e strategici. Comprendere e valutare queste sinergie è cruciale per garantire che l'operazione generi il massimo valore possibile.
La **valutazione** delle sinergie è un passo critico nell'intero processo, senza una valutazione accurata, le aziende rischiano di sottostimare o sovrastimare il valore complessivo dell'operazione. Una corretta identificazione delle sinergie fornisce così maggiore consapevolezza nell'assunzione delle decisioni ottenendo così la massimizzazione del valore e la mitigazione dei rischi garantendo che le aspettative siano allineate con i risultati conseguiti.
Al fine di poter individuare quali possano essere i vantaggi ottenuti o che si otterranno, si conviene sull'importanza di dover scomporre le diverse realtà nelle singole attività della **catena del valore**. Mediante tale confronto, è possibile individuare come una gestione unitaria porti vantaggi in termini di efficienza operativa nel caso in cui ci fosse l'unificazione di aziende con

1 L'arte della guerra, Tzu Sun e M.Conti, 2013.

prodotti simili, concorrenti o sostitutivi. Bisogna evidenziare come le sinergie non derivino solo da attività considerate tangibili, come nell'esempio precedentemente illustrato ma, possano derivare anche dalla combinazione e dal coordinamento di attività intangibili del patrimonio culturale e conoscitivo delle imprese interessate. Questa affermazione risulta essere vera tanto più quando la combinazione di due istituti differenti non trasferisce solo conoscenze dall'una all'altra ma piuttosto quando riesce a generare una nuova conoscenza.

L'approccio alla valutazione delle sinergie richiede una combinazione di **metodologie quantitative e qualitative**. Le aziende spesso si affidano a consulenti esperti e modelli finanziari per guidare questo processo. Pertanto, bisognerà procedere con l'analisi delle aree in cui possono verificarsi sinergie, come integrazione operativa, ottimizzazione delle risorse umane, consolidamento delle catene di approvvigionamento, miglioramento della presenza di mercato ecc. utilizzare modelli finanziari per stimare in modo accurato il valore finanziario delle sinergie in termini di previsione di costi, miglioramenti di margine o incrementi nelle entrate. Ed infine, approfondire come la combinazione di risorse strategiche possa portare a vantaggi competitivi a lungo termine e testare come variazioni nei parametri chiave possano influenzare la realizzazione delle sinergie e valutare i potenziali impatti.

Un'accurata **analisi delle sinergie** può portare a miglioramenti sotto il punto di vista operativo della combinazione di competenze, risorse e capacità delle aziende coinvolte, consentendo loro di offrire prodotti o servizi più competitivi sul mercato. Portando così all'espansione geografica o all'ingresso in nuovi segmenti di mercato. Indubbiamente, il miglioramento della dimensione aziendale può portare ad un consolidamento del potere di negoziazione nei confronti di fornitori e clienti senza dimenticare che, la combinazione di competenze di ricerca e sviluppi può stimolare l'innovazione e la creazione di nuovi prodotti e servizi.

Sotto il profilo finanziario il beneficio che una operazione di *Mergers and Acquisitions* può portare si può evidenziare in una **riduzione del costo del capitale** per le realtà coinvolte o per la risultante; questo è possibile per due ragioni. *In primis* un miglioramento della posizione creditizia delle imprese coinvolte; infatti, pare ragionevole ipotizzare che, dopo un'aggregazione, l'impresa finanziariamente più debole possa presentarsi ai creditori vantando una garanzia in più rispetto a prima e ottenere quindi finanziamenti a un costo inferiore. Il secondo motivo per cui risulta convenevole è la possibilità di una riduzione del costo del capitale ricercata nella riduzione del rischio operativo risultante da una diversificazione dell'attività d'azienda, ottenendo così prestiti a un tasso inferiore e probabilmente anche di remunerare il capitale di rischio in misura ridotta. Anche da un punto di vista fiscale può assumere un ruolo determinante la scelta strategica di procedere a una unificazione; imputato ad ogni esercizio quote di ammortamento più elevate, in ragione della rivalutazione contabile dei beni strumentali iscritti in bilancio nonché dell'eventuale avviamento a seguito dell'emersione di disavanzi a essi attribuibili.

In termini generali, un'operazione straordinaria può essere considerata un successo solo se il valore della società risultante dall'operazione è superiore alla somma dei valori delle singole imprese coinvolte, ossia se l'operazione porta con sé un beneficio sinergico, al lordo del prezzo corrisposto, maggiore di zero[2].

Selezione dei target e valutazione delle società

Le fusioni e acquisizioni (M&A) sono strategie aziendali complesse che richiedono una valutazione approfondita nella fase di selezione dei target e nella valutazione delle società coinvolte. La scelta accurata dei partner e la valutazione accurata delle loro condizioni finanziarie, operative e strategiche sono fondamentali per garantire il successo di un'operazione di M&A. La selezione dei target rappresenta il punto di partenza cruciale andando così ad identificare le società che si allineano con gli obiettivi strategici dell'acquirente. Bisognerà pertanto avere una comprensione approfondita del mercato, della concorrenza e delle opportunità di crescita. In termini di **obiettivi strategici** volti ad allineare la scelta dei target con gli obiettivi a lungo termine dell'acquirente. Ad esempio, se l'obiettivo è l'espansione geografica, si dovrebbero cercare target con una forte presenza nelle aree di interesse. Identificare le sinergie potenziali tra l'acquirente e il target, al fine di poter garantire efficienze operative, complementarità di prodotti o competenze strategiche. Valutare il contesto di mercato in cui operano i potenziali target, valutando le opportunità e le minacce. Un'azienda che si concentra sull'innovazione potrebbe cercare target con tecnologie complementari.
Una volta identificati i target, la fase successiva coinvolge una **due diligence approfondita**. Come precedentemente illustrato, questo processo mira a esaminare in modo critico ogni aspetto dell'azienda target, compresi bilanci, operazioni, risorse umane e aspetti legali. Una volta completata la due diligence, è necessario valutare in modo accurato il valore dell'azienda target. Esistono diverse metodologie di valutazione, ciascuna con vantaggi e limitazioni. Sarà poi la professionalità e l'esperienza del perito incaricato a dover individuare il metodo di valutazione e di controllo ritenuto più opportuno in base alla realtà oggetto di valutazione. Secondo quest'ultima premessa, nella prassi odierna possiamo enunciare i **metodi di valutazione** secondo le principali macrocategorie. Il primo è il **metodo patrimoniale**, il quale stima il valore di un'azienda attraverso un approccio che considera il valore contabile delle attività e delle passività rettificate iscritte in bilancio. Come ogni metodo di valutazione tale approccio presenta vantaggi in termini di semplicità applicative e risulta essere particolarmente utile per stimare aziende il cui valore risiede in attività tangibili, come beni mobili, macchinari o inventario. D'altro canto, presenta notevoli limitazioni, infatti, non tiene conto degli elementi intangibili come il marchio, la reputazione, la proprietà intellettuale e il know-how aziendale, che possono rappresentare una parte significativa del valore di un'azienda. Non riflette le aspettative di redditività futura: non considerando le prospettive future dell'azienda, poiché si basa sui valori contabili e di mercato in un dato momento, è in grado

2 L'operazione di M&A come vantaggio competitivo, M. Snichelotto e A. Pegoraro, pag. 19, Rivista n. 3 del 2009.

solo di fornire una valutazione statica che non tiene conto delle dinamiche di mercato in evoluzione. Risultando così più idoneo per valutare situazioni di liquidazione o vendita di attività o quando la principale fonte di valore dell'azienda è rappresentata da beni tangibili.
Il secondo metodo utilizzato nella prassi odierna, che combina più di una metodologia di valutazione al fine di ottenere una stima più completa e accurata del valore di un'azienda, è il **metodo misto** con autonoma dell'avviamento. Tale approccio considera congiuntamente sia la dimensione patrimoniale che quella reddituale, esprimendo così il valore dell'azienda attraverso la sommatoria del patrimonio netto rettificato e dell'avviamento.
Il terzo **metodo** è quello **finanziario**, detto anche Discounted cash flow. Questo approccio va a stimare il valore attraverso l'attualizzazione lungo un orizzonte temporale dei flussi di cassa attesi. A seconda della configurazione sono due le tecniche utilizzate: *levered* vale a dire attualizzare flussi di cassa disponibili per gli azionisti ad un tasso (costo dell'equity) che considera il rischio sotteso. L'approccio *unlevered* a differenza del primo attualizza flussi di cassa disponibile per tutti i soggetti che apportano risorse all'interno dell'azienda, come azionisti e fornitori di capitale, ad un tasso (WACC) che ingloba il rischio sotteso. Questi flussi sono considerati al lordo degli interessi passivi. Secondo il parere di chi scrive, il metodo finanziario risulta essere quello **più razionale** nella valutazione di un'azienda; è doveroso però sottolineare come l'assunzione di ipotesi sottostanti la creazione di flussi di cassa futuri (cash flow) risulta essere attendibile entro un arco temporale considerato ragionevole (da 3 a 5 anni) sempre evidenziando come eventi del tutto eccezionali (l'emergenza sanitaria dovuta al Covid-19) possano portare tali considerazioni a non essere più attendibili e ragionevoli.
Infine, il **metodo di mercato**, comunerete denominato metodo dei multipli è quello che nella prassi professionale rispunta essere il più utilizzato. Tale approccio si basa sostanzialmente sull'individuazione di multipli (spesso e volentieri rettificati) ritenuti adeguati alla nostra azienda oggetto di valutazione, estrapolati da transazioni e società comparabili vale a dire individuare per un gruppo di imprese comparabili, una relazione tra prezzi e quantità (utili, ricavi, patrimonio netto ecc.) il cui valore medio sia applicabile all'impresa obiettivo. Tutto ciò è possibile solo se precedentemente è stata svolta un'adeguata un'analisi in termini di mercato, rischi, dimensione, personale, business ecc. volta a garantire al perito valutatore la ragionevole certezza sulla corretta individuazione del multiplo da utilizzare. Nonostante tale metodo sia basato su dati contabili ed economici oggettivi, risulta avere delle **limitazioni non trascurabili** risultanti dalle difficoltà nell'individuazione di società o transazioni comparabili comportando un elevato esborso in termini di risorse e di tempo.
Possiamo così concludere come **valutare una società** significa garantire che l'acquisizione sia allineata con gli obiettivi strategici dell'acquirente, evitando operazioni che possano deviare dalla visione a lungo termine, fornendo così una panoramica delle risorse necessarie per l'integrazione del target, consentendo una pianificazione adeguata delle fasi successive. Identificando e comprendendo i rischi associati l'operazione e le misure preventive da adottare; pertanto, la selezione dei target e la valutazione delle società sono processi articolati che richiedono attenzione ai dettagli, competenze analitiche

e una comprensione approfondita del contesto di mercato. Questi passaggi iniziali nell'ambito delle M&A pongono le basi per un successo sostenibile, garantendo che le operazioni siano allineate con la strategia aziendale, che i rischi siano adeguatamente gestiti e che il valore derivante sia massimizzato. Nell'evoluzione dinamica del panorama aziendale, la capacità di selezionare i **target giusti e valutare accuratamente le società** è un elemento cruciale per le aziende che perseguono la crescita e la competitività a lungo termine.

Analisi finanziaria ed economica delle società target

L'analisi finanziaria ed economica delle società target è un **processo dettagliato** che mira a valutare la salute finanziaria, le performance economiche e le prospettive future di un'azienda che potrebbe essere oggetto di un'operazione di fusione o acquisizione. Questo tipo di analisi è fondamentale per gli acquirenti poiché fornisce una **panoramica completa della situazione** dell'azienda target e aiuta a prendere decisioni informate sulla fattibilità e sul valore dell'operazione.

Pertanto, permette di ottenere una visione chiara della situazione attuale dell'azienda target. Esaminando i bilanci, il conto economico e i flussi di cassa, gli acquirenti possono valutare la stabilità finanziaria e la capacità dell'azienda di generare reddito e liquidità. Offrendo così la possibilità di valutare la sostenibilità del business dell'azienda target. Questo processo coinvolge l'esame della struttura del capitale, della redditività e della capacità di coprire gli obblighi finanziari. Una **comprensione approfondita** di questi fattori aiuta a identificare potenziali rischi finanziari e a garantire che l'acquisizione sia compatibile con la strategia complessiva dell'acquirente.

Guardare oltre le prestazioni passate è essenziale. Le previsioni finanziarie e l'analisi SWOT consentono di valutare le **prospettive future** dell'azienda target e di anticipare i rischi potenziali. Questo aspetto è particolarmente cruciale nelle operazioni M&A, in quanto gli acquirenti cercano di massimizzare il valore a lungo termine. L'analisi finanziaria ed economica non si limita ai numeri, considera anche elementi immateriali come la reputazione del marchio, la proprietà intellettuale e le risorse umane chiave. Questi fattori influenzano il valore a lungo termine dell'azienda e possono impattare l'integrazione post-acquisizione. Esaminare il contesto di mercato e la posizione competitiva dell'azienda target è fondamentale. L'analisi del settore, la concorrenza e le tendenze del mercato forniscono informazioni cruciali per valutare la resilienza dell'azienda e identificare opportunità di crescita. Un aspetto spesso sottovalutato ma di grande importanza è l'**analisi legale e contrattuale**. La due diligence legale contribuisce a identificare potenziali passività nascoste, controversie legali e obblighi contrattuali che possono impattare la transazione.

In conclusione, l'analisi finanziaria ed economica delle società target è un **tassello fondamentale** nel puzzle delle fusioni e acquisizioni. Offre una visione dettagliata e multidimensionale dell'azienda in questione, consentendo agli acquirenti di prendere decisioni informate e di massimizzare il valore derivante dalla transazione. La comprensione dei numeri, delle dinamiche di mercato e delle sfide future è essenziale per navigare con successo attraverso il complesso processo delle M&A e per garantire un'allocazione efficiente delle risorse aziendali.

CAPITOLO 3

PROCESSO DI NEGOZIAZIONE E CONTRATTAZIONE

di
Davide Pachera

Fasi del processo di negoziazione e aspetti critici nelle fasi di normalizzazione dei dati

Il procedimento che conduce alla realizzazione di una operazione di M&A può essere idealmente suddiviso in **quattro fasi fondamentali**: la selezione, la valutazione, la negoziazione e l'integrazione.

Come detto, tale distinzione è particolarmente utile in via astratta, posto che nella concreta esecuzione di un'operazione di M&A, le varie fasi devono sempre e costantemente mantenersi **interdipendenti** tra di esse per una efficiente attuazione del progetto di M&A.

La **prima fase**, quella della **selezione**, consiste nell'espletamento di diverse attività di analisi preventiva, funzionali a identificare la migliore strategia da attuare per la massimizzazione del risultato economico e la minimizzazione dei rischi operativi. Tra le attività che comunemente vi rientrano ci sono l'impostazione strategica e la definizione degli obiettivi, l'analisi di mercato e definizione delle caratteristiche della società target.

La **seconda fase**, quella della **valutazione**, si apre con i primi contatti con la società target, attraverso l'invio delle prime lettere. Successivamente, è necessario identificare il giusto prezzo della società target precedentemente individuata, attraverso l'analisi e la stima dei suoi elementi più caratteristici, quali ad esempio la posizione competitiva e quota di mercato, risorse, *know-how* e disponibilità di tecnologie, tipologia, stato e qualità degli impianti posseduti nonché la consistenza e il valore delle immobilizzazioni immateriali di proprietà. Oltre a ciò, è necessario verificare altresì la situazione patrimoniale e la performance economica della società target, sia in chiave storica che prospettica. Questa attività di analisi specifica avviene nella c.d.

data room, quando cioè il venditore e il suo *advisor* mettono a disposizione dei possibili acquirenti un insieme di informazioni sulla società in modo che questi siano in grado di formulare l'offerta[1]. In questa fase è necessario infine identificare le modalità di finanziamento e di strutturazione dell'operazione.

A quanto precede segue la **fase di negoziazione**, che si apre con la stipula di un accordo preliminare tra le parti dell'operazione, accordo che assume spesso le vesti di una LOI (c.d. *letter of intent*), funzionale a garantire la serietà delle trattative. Invero, nell'ambito della lettera di intenti, su cui si tornerà più approfonditamente *infra*, le parti identificano gli elementi attorno ai quali esse sono già pervenute ad un accordo, come ad esempio le modalità di pagamento. Nel corso delle trattative, che permeano questa fase, le parti espletano quegli incombenti necessari per una visione approfondita della società target, appositamente tutelati dagli accordi di riservatezza (c.d. *confidentiality agreements*). In questa fase prende avvio l'attività di due diligence, che consente uno screening completo della società target, analizzando tutte le sue posizioni giuridicamente vincolanti ed economicamente rilevanti, necessarie per poter conoscere ed individuare eventuali anomalie o difformità strutturali che possano incidere sul *quantum* del prezzo o addirittura, nei casi più gravi, sull'*an* dell'affare. In breve, la *due diligence* svolge la funzione di riduzione delle asimmetrie informative in un contesto di M&A[2]. Il suo obiettivo è dunque quello di minimizzare le probabilità di errore e di massimizzare il ritorno della transazione. A seconda del tipo di operazione alla quale si associa, si configurano diversi tipi di *due diligence* (*vendor*, *pre-Ipo*. ecc.).

Infine, a valle dell'attività di due diligence, ed è qui che si colloca la **quarta fase**, prende forma il contratto di compravendita vero e proprio, all'esito del quale l'intera operazione può dirsi conclusa. È importante evidenziare che quest'ultima fase non si esaurisce con la stipula del contratto di compravendita, ma prosegue fino all'efficiente e completa integrazione dell'azienda acquisita con quella acquirente, di modo da massimizzarne l'attività nonostante il cambio di proprietà.

Peraltro, la stipula del **contratto di compravendita**, che si realizza solitamente all'esito dell'attività di *due diligence*, comporta un'attività di c.d. **normalizzazione dei dati forniti** dalla società target. In particolare, una volta identificati i parametri rilevanti per la transazione oggetto di due diligence, il lavoro di analisi legale e finanziaria deve consentire di condurre la c.d. normalizzazione dei dati storici proposti dal target, che costituiranno l'input per il modello di valutazione preferito[3]. Invero, condurre efficacemente l'attività di due diligence (legale come contabile) appare fondamentale per individuare ed attuare gli aggiustamenti necessari per eliminare gli effetti di eventuali errori compiuti dal target, di politiche di bilancio distorsive, di

1 https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/acquisizione-impresa.htm.

2 D. Martinazzoli - G. Gagliardi (a cura di), *Il manuale della due diligence*, Il Sole 24 ORE, Milano, 2004.

3 G. Gagliardi, M. Ghiringhelli, Due diligence: il suo contributo al successo di un'acquisizione, in Finanza d'Impresa, 5, 2006, p. 433.

principi contabili la cui applicazione, nell'ottica dell'acquirente, non consente di rappresentare correttamente particolari transazioni, anche al fine di quantificare il giusto valore della società e, quindi, il prezzo di vendita[4].

Aspetti legali e regolatori delle operazioni di M&A

Come si è visto, l'operazione di M&A procede per gradi, costituiti da "punti fermi" a cui si addiviene per volta, man mano che procedono le trattative. È chiaro che più l'operazione avanza e minore sarà la probabilità che le trattative si fermino. Sotto questo profilo, uno dei "punti fermi" più rilevanti è costituito, come detto, dalla **c.d. lettera di intenti**. Si tratta, in breve, di una sorta di accordo preliminare, molto variabile in ordine ai contenuti e al grado di obbligatorietà, per essere il più possibile aderente alle esigenze concrete di ogni singola operazione.
Tale accordo risponde all'esigenza, sentita da entrambe le parti, di serietà dell'iniziativa, di modo dunque da garantire che le forze spese corrispondano ad un effettivo interesse a concludere positivamente l'operazione. Per queste ragioni, la lettera di intenti rappresenta un **primo fondamentale impegno**, che attenua il rischio di interruzione della trattiva e che rappresenta dunque, in modo chiaro e inequivocabile, aspetti fondamentali dell'operazione e condivisi tra le parti, come ad esempio i criteri di determinazione del prezzo e le modalità di pagamento, oltre a fissare un termine massimo entro cui le parti si prefiggono di completare l'operazione di compravendita.
Oltre a regolare, pur in via piuttosto generica, questi aspetti dell'operazione, la lettera di intenti costituisce lo **strumento legale** attraverso il quale devono essere preventivamente fissati i criteri vincolanti per lo svolgimento della due diligence[5].
In questo modo, la serietà e la buonafede vengono dunque garantite espressamente dalle parti e non solo attraverso i principi generali dell'ordinamento.

Diligenza dovuta (due diligence), non solo mero controllo ma analisi e condivisione "rischi e valori"

Si è già detto che la **due diligence** svolge la funzione di riduzione delle asimmetrie informative in un contesto di M&A[6], affinché vengano minimizzate le probabilità di errore e massimizzato il ritorno della transazione. Nell'ambito della due diligence si investiga su aspetti di diversa natura: economica, strategica, amministrativa, operativa, ambientale, commerciale e legale.
Più nello specifico, l'attività di due diligence coinvolge:

1. la congruità dei bilanci rispetto ai principi contabili;
2. la regolarità della posizione fiscale e previdenziale;
3. la ricognizione dei contenziosi in essere e potenziali;
4. le problematiche inerenti alla sicurezza aziendale e il rischio ambientale;
5. ogni aspetto specifico che si ritiene possa generare sopravvenienze passive.

4 *Ibid.*

5 https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/acquisizione-impresa.htm.

6 D. Martinazzoli - G. Gagliardi (a cura di), *Il manuale della due diligence*, Il Sole 24 ORE, Milano, 2004.

Questa fase, come le precedenti e le successive peraltro, deve essere permeata dal rispetto dei **principi di correttezza e buona**.
In particolare, se una parte decide di abbandonare le trattative in violazione del principio di buona fede, questa può essere tenuta a sostenere i c.d. *broken deal costs* o, in altre parole, a rispondere ai danni subiti dalla controparte. La base legale per tale responsabilità precontrattuale è l›istituto giuridico della c.d. *culpa in contraendo*. Essa sanziona l'inosservanza degli obblighi che risultano dal rapporto di fiducia tra le parti coinvolte in trattative contrattuali e costituisce, sostanzialmente, l'obbligo di risarcire i danni a condizione che:

i. le parti stiano negoziando un contratto;
ii. la parte lesa abbia subito un danno (nesso causale tra l'azione e il danno);
iii. la parte che ha recato il danno violi un obbligo precontrattuale (violazione del principio di buona fede) e
iv. alla parte che ha causato il danno sia imputabile una colpa.

In questi casi si tratterà perlopiù di **danni** corrispondenti al costo sostenuto per il reperimento e la messa a disposizione delle trattative, nonché il mancato guadagno concernente la perdita di altre occasioni di acquisto o vendita. Resta peraltro inteso che la prova di questi elementi deve essere fornita da chi si assuma danneggiato, secondo gli ordinari principi dell'ordinamento.

Dalla due diligence ai contratti ancestrali

Effettuata ed esaurita positivamente l'attività di due diligence, s'è visto che il prodotto è rappresentato dal **contratto di cessione** (c.d. *sale and purchase agreement*).
All'interno di tale contratto, si suole distinguere l'**oggetto immediato**, spesso rappresentato dalle partecipazioni sociali, dall'oggetto mediato dell'accordo, ovvero il patrimonio sociale e gli elementi che lo compongono. Questa distinzione non è affatto di poco momento, se si pensa che l'acquirente è legittimato a esperire i rimedi civilistici previsti in caso di vizi e mancanza di qualità della cosa venduta (ex artt. 1490 e ss. c.c.) solo in relazione all'oggetto immediato.
Diversamente, in relazione all'**oggetto mediato**, laddove il patrimonio sociale così come i dati contabili, economici e finanziari della società non riflettano il contenuto delle garanzie rilasciate dal venditore nel patto di garanzia, l'acquirente non è legittimato a esperire alcun tipo di tutela.
L'unico rimedio cui il l'acquirente può appellarsi qualora abbia la necessità di tutelarsi di fronte a elementi difformi dal vero è costituito dalla clausola di indennizzo, attraverso cui il venditore si obbliga a manlevare e tenere indenne l'acquirente o la stessa società target, nel caso in cui questi subiscano delle passività che non si sarebbero manifestate se le dichiarazioni rese fossero state veritiere e corrette[7].
A ben vedere, il rimedio rappresentato dalla **clausola di indennizzo** è molto

7 https://www.iusinitinere.it/tutele-nelle-operazione-le-polizze-warranty-idemnity-3387

utile per regolare questo tipo di danni; purtuttavia, essa offre una tutela ex post, attivabile solo laddove il danno si è già verificato. Nell'ottica di prevenire l'effetto dannoso, spostando dunque il rischio altrove, una soluzione potrebbe essere quella di dotarsi di una **polizza c.d. warranty & idemnity**, contro i danni derivanti dall'inesattezza delle dichiarazioni e delle garanzie previste nel contratto di compravendita delle partecipazioni sociali[8].

Presa di coscienza del valore aziendale vs clausole LOI (di prassi non vincolante)

Alla luce di quanto precede, si può affermare che l'aspetto chiave su cui ruota attorno l'intera operazione di M&A corrisponde alla **determinazione del giusto prezzo**. Si tratta di un'operazione non semplice, in quanto alle numerose variabili in gioco si aggiunge la difficoltà dell'asimmetria informativa di cui soffre il compratore. Gli strumenti descritti nel corso della presente trattazione sono funzionali ad affrontare tali difficoltà.
Peraltro, va detto che nella determinazione del prezzo influisce in maniera rilevante anche il **metodo di valutazione** adoperato. In breve, si può affermare che i metodi di valutazione più correntemente utilizzati per la determinazione del prezzo possono essere ricondotti a due distinte categorie: i metodi patrimoniali (ove il prezzo di trasferimento della partecipazione azionaria è sostanzialmente basato sul patrimonio netto della Target Company) e i metodi reddituali (che invece basano la determinazione del prezzo sulla capacità della Target Company di generare reddito in maniera continuativa nel tempo)[9]. Ora, è chiaro che la scelta del metodo di valutazione, **patrimoniale o reddituale**, varia anche a seconda del settore di attività della società oggetto di acquisizione, anche se, in ultima analisi, spesso dipende dal criterio scelto dal potenziale venditore (e dalla sua capacità di trovare dei potenziali compratori che condividano tale metodo)[10].
Ciò premesso, una delle clausole maggiormente utilizzate nell'ambito della determinazione del prezzo è la **clausola di earn-out**. Con tale clausola, le parti intendono regolare una parte del prezzo del bene al raggiungimento di un determinato obiettivo successivo all'acquisizione. In altri termini, il compratore si impegna a corrispondere al venditore un ulteriore importo, addizionale al prezzo di cessione corrisposto all'atto dell'acquisizione della Target Company, se ed in quanto la società così acquisita sia effettivamente in grado di raggiungere, in un periodo di tempo contrattualmente definito e successivo all'acquisizione, determinati risultati, preventivamente identificati dalle parti nel contratto di acquisizione.
Gli elementi che vengono determinati la clausola di earn-out sono sostanzialmente tre:

1. il *cap*, ossia l'importo massimo che l'acquirente è disposto a pagare;
2. il parametro sul quale viene fissato l'obiettivo e le modalità di calcolo (ad es., edibta, edibta/ricavi, roi);

8 Ibid.

9 https://contrattiinternazionalidimarcobianchi.it/ma-le-clausole-di-earn-out-nei-contratti-di-acquisizione-societaria-spa-sale-and-purchase-agreement/

10 *Ibid.*

3. il tempo intercorrente tra la chiusura del contratto e la verifica del raggiungimento degli obiettivi.

Esemplificando, si pensi alla cessione di una partecipazione totalitaria per 12.500.000 euro, a cui si aggiunge la possibilità per il venditore di incassare ulteriori 2.000.000 euro se l'Ebitda *margin* nei due anni successivi la cessione si mantiene al di sopra del 13%.

A ben vedere, questa clausola è particolarmente rilevante nella cessione di aziende il cui valore è fortemente legato alle competenze personali del venditore e viene utilizzata per stimolare una efficiente integrazione post-acquisizione.

Da un punto di vista pratico, si possono incontrare **diversi tipi** di earn-out:

- earn-out basati su **indicatori economici**. Si tratta di earn-out che, direttamente o indirettamente, dipendono dai risultati economici e dalla profittabilità della Target Company nel periodo di riferimento, utilizzando criteri quale il cash flow, il fatturato o, più spesso, l'Ebit (Earning Before Interest and Tax - l'utile prima del pagamento degli oneri finanziari, derivanti dall'indebitamento della Target Company, e delle tasse) o l'Ebitda (Earning Before Interest Taxes Depreciation & Amortization - l'utile dell'impresa prima di oneri finanziari , tasse, svalutazioni e ammortamenti, in poche parole l'utile lordo della Target Company, l'equivalente dell'italiano Margine operativo lordo);
- **performance earn-out**. Si tratta di variabili legati non tanto ad indicatori economici e finanziari, quanto piuttosto al raggiungimento di determinati obiettivi commerciali e/o di business, quali il raggiungimento di determinate quote di mercato piuttosto che l'omologazione in una data nazione di un nuovo prodotto.

Una clausola simile a quella appena studiata, anche se utilizzata più raramente, è la **clausola di c.d. reverse earn-out**. Si tratta di clausole previste a favore del compratore e destinate ad essere applicate, mediante una riduzione del prezzo, nel caso in cui la società target, nel periodo immediatamente successivo all'acquisizione, non raggiunga determinati obiettivi economici e/o commerciali concordati ed identificati nel contratto che i contraenti davano per ragionevolmente certi all'atto della sottoscrizione del contratto di acquisizione e sulla base dei quali avevano concordato il prezzo di cessione.

Nell'ambito di un'operazione di M&A, spesso la previsione di una "earn-out clause" rappresenta un **compromesso** tra la posizione del venditore, sovente più orientato a vedersi riconoscere un prezzo di cessione che tenga conto delle future prospettive di crescita della Società Target, tanto più se la sua attrattiva per i possibili acquirenti sia proprio rappresentata dalle potenzialità e dal trend di crescita atteso per la Target Company, e quella del compratore, che seppur consapevole di tali potenzialità, è certamente più interessato a valutare la Target Company sulla base dei risultati già consolidati[11].

In ogni caso, la ratio cui rispondono le clausole di determinazione del prezzo è presto detta: una migliore e più realistica quantificazione del corrispet-

11 *Ibid.*

tivo. Sono infatti ben evidenti al Compratore i rischi che esso si addosserebbe qualora accettasse di pagare alla firma del contratto un corrispettivo basato non tanto sui dati economici e di bilancio della società quanto piuttosto sulle ipotesi racchiuse in un business plan a tre o cinque anni predisposto dal venditore prima della vendita[12].

I patti parasociali

I patti parasociali sono costituiti da accordi stipulati tra gli azionisti delle società per azioni e finalizzati a "*stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società*" e sono regolati dagli articoli 2341-bis e 2341-ter del codice civile[13]. La disciplina civilistica non si applica però alle Spa quotate: i patti tra azionisti delle quotate vengono regolati dagli articoli 122 e 123 del Testo unico della finanza. Ancorché la disciplina legislativa ha quasi esclusivamente riguardo ai **patti parasociali** stipulati in seno alle società di capitali, è opportuno evidenziare che i patti parasociali afferenti in via diretta a società di persone non sono del tutto estranei al sistema normativo, posto che i patti relativi a società controllanti, quand'anche costituite in forma di società di persone, ove finalizzati a produrre effetti di stabilizzazione degli assetti proprietari o del governo di società azionarie controllate, rientrerebbero in via diretta nell'ambito di estensione delle fattispecie di cui agli articoli 2341- bis e 2341-ter c.c., così come i patti relativi a società (anche di persone) controllanti società quotate rientrerebbero nel raggio di applicazione degli artt. 122 e 123 TUF[14]. Né mancano, nella prassi, ipotesi di ricorso a pattuizioni parasociali anche tra soci di società di persone[15].
S'è detto che i patti parasociali hanno natura di **contratti plurilaterali**[16], potendo essere stipulati tra tutti gli azionisti, o più spesso solo alcuni di essi, al di fuori dell'atto costitutivo e dello statuto societario, e sono funzionali a regolare reciprocamente i rapporti e gli obblighi che scaturiscono dal contratto sociale.
In generale, possiamo ricalcare la distinzione che appronta l'articolo 2341 bis c.c.; i patti parasociali possono essere sussunti in tre tipologie, ossia quelli che:

a. hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società per azioni o nelle società che le controllano;
b. pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o delle partecipazioni in società che le controllano;
c. hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società, non possono avere durata superiore a cinque anni e si intendono stipulati per questa durata anche se le parti hanno previsto un termine maggiore; i patti sono rinnovabili alla scadenza.

12 *Ibid.*

13 https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/patti-parasociali.htm

14 V. Donativi, *Patti parasociali*, Torino, Giappichelli, 2022, pag. 18.

15 *Ibid.*

16 G. Oppo, *Le convenzioni parasociali fra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, Rivista di Diritto Civile, 1987; sul tema, diffusamente, cfr. anche L. Farenga, *I contratti parasociali*, Milano, 1987.

Nella prassi, i più comuni sono indubbiamente i **c.d. sindacati di voto**, con i quali si regola l'esercizio del diritto di voto in assemblea secondo quanto stabilito dalla maggioranza degli azionisti che aderiscono al patto, oppure secondo quanto deciso da un organo interno al patto o, ancora, mediante il rilascio di una delega ad un rappresentante comune (c.d. direttore del sindacato) che esprimerà il voto secondo le istruzioni impartite dagli stessi azionisti paciscenti[17]. Il sindacato di voto è chiaramente funzionale a garantire maggiore stabilità al governo della società, pur nel rispetto dei principi generali del buon funzionamento[18]. E sulla scorta di tale precisazione, si ritiene invalido, ad esempio, il patto che obbliga gli aderenti a non votare l'azione di responsabilità contro gli amministratori che abbiano cagionato un danno alla società[19].

Simile ai sindacati di voto sono i c.d. **patti di consultazione**, con i quali gli azionisti si impegnano semplicemente a discutere insieme le materie oggetto di voto nella successiva assemblea, senza imporne le modalità di esercizio (come invece accade nei primi).

Un'altra tipologia di patti parasociali spesso adoperata nella prassi è quella dei sindacati con cui si prevedono criteri di ripartizione degli utili e/o delle perdite differenti da quelli stabiliti nell'atto costitutivo o nello statuto della società, la cui validità discende dagli articoli 2346 e 2468 c.c., i quali consentono ai soci l'attribuzione di partecipazioni in misura non proporzionale ai conferimenti eseguiti, con il solo limite, sancito dall'art. 2265 c.c., del divieto di patto leonino (*i.e.* del patto con il quale uno o più soci sono esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite).

Ancora, possono aversi anche tipologie di patti, come i c.d. **sindacati di blocco**, che impongono agli aderenti il rispetto di alcuni vincoli al regime di circolazione delle azioni possedute, come ad esempio l'impossibilità di cedere, per l'aderente, tutte o parte delle proprie azioni senza il consenso degli altri. Rispetto ai sindacati di voto, per i quali la finalità di stabilizzazione è sempre immanente all'accordo tra gli aderenti, in quanto tipicamente volti a realizzare forme di controllo della società o di orientamento dell'azione degli organi sociali, i sindacati di blocco talora presentano una finalità di stabilizzazione, talaltra no, come nel caso di alcuni possibili patti di prelazione tra soci risparmiatori[20].

Quanto alla **durata**, essa è lasciata dal legislatore alla più completa autonomia delle parti. Invero, l'articolo 2341 bis, comma 2, c.c. si limita ad affermare che "*qualora il patto non preveda un termine di durata, ciascun contraente ha diritto di recedere con un preavviso di centottanta giorni*". Peraltro, se esso è dotato di un termine prestabilito, allora non potrà avere una durata maggiore a 5 anni, pur con la possibilità di essere rinnovato.

Per quanto riguarda la **forma**, essa è tendenzialmente libera: le parti pos-

17 C. A. Tofani, F. de Ficchy, I patti parasociali nelle società con azioni quotate nei mercati regolamentati, in PlusDiritto 24, https://www.studiolegaletofani.it/wp-content/uploads/2020/12/Esperto-Legale-Societa-I-patti.pdf

18 *Ibid*.

19 Cass. 28 aprile 2010, n. 10215.

20 V. Donativi, *Patti parasociali*, Torino, Giappichelli, 2022, pag. 19.

sono scegliere, dunque, liberamente, a patto che una particolare forma sia richiesta *ad substantiam* dalla legge, ovvero per adempiere agli obblighi di pubblicità di cui *infra*.

Per quel che concerne le **società quotate**, l'articolo 122 del Testo unico dell'intermediazione finanziaria - con una disposizione che s'innesta parallelamente a quella dell'articolo 2341-ter c.c. in tema di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio - stabilisce che per le società quotate (e per le società che le controllano) i patti parasociali devono essere comunicati alla Consob, al pubblico dei risparmiatori (mediante pubblicazione sulla stampa) e alla società stessa e all'inizio di ciascuna assemblea pena la nullità dei patti.

CAPITOLO 4

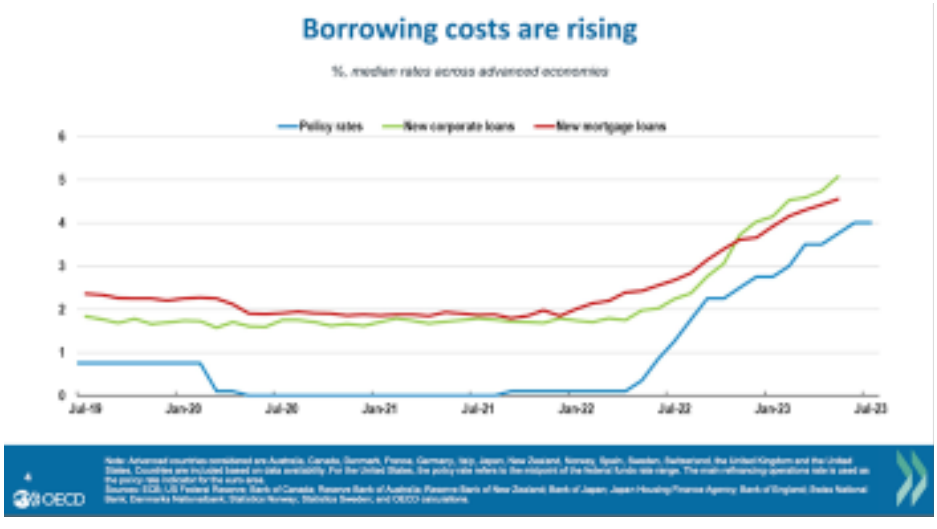
FINANZIAMENTO DELLE OPERAZIONI DI M&A

di
Francesco M.Renne

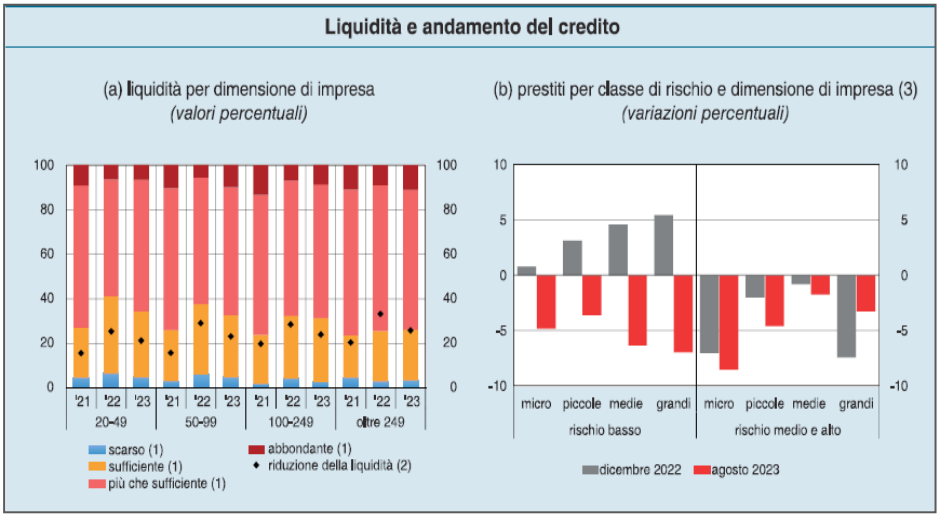
Strumenti finanziari: equity, debito e altre forme, finanziabilità e rating

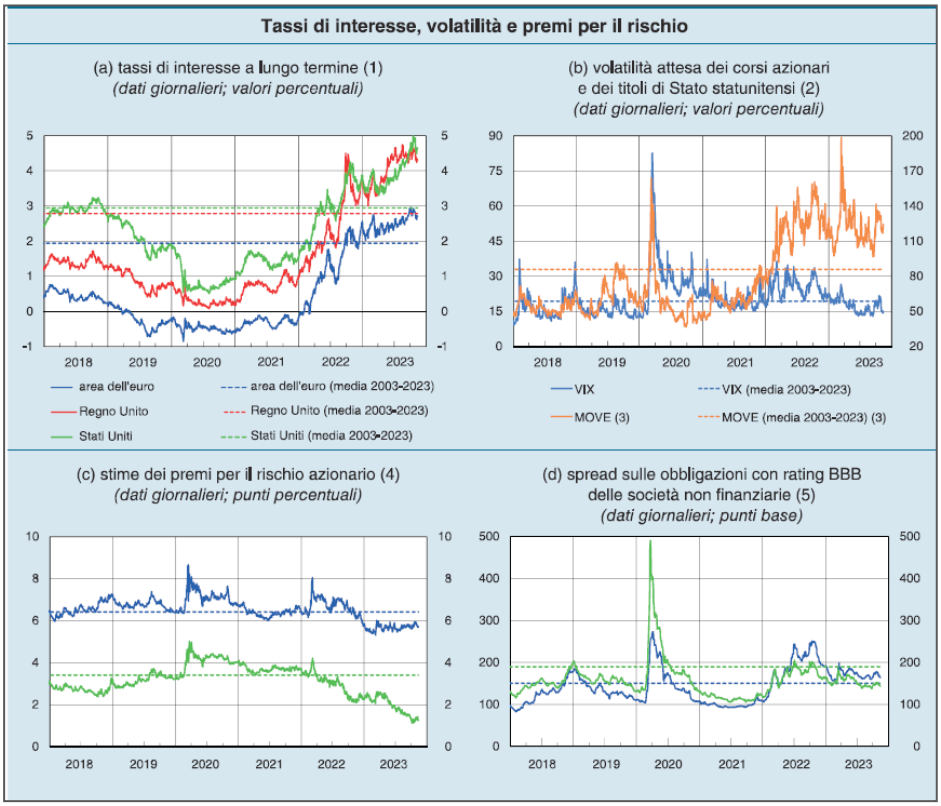
Le operazioni di M&A necessitano, per la loro riuscita, anche di attenta **valutazione** (e pianificazione) del **fabbisogno finanziario** derivante dall'operazione nel suo complesso. Il che comporta, necessariamente e prima di tutto, doversi confrontare con le dinamiche attuali di funding, notevolmente modificatesi a seguito, prima, dello scoppio della crisi del 2007/2008 e, poi, della crisi pandemica (col suo ricorso diffuso alle controgaranzie pubbliche).

I grafici qui riportati (tratti dai Rapporti sulla stabilità finanziaria redatti semestralmente da Banca d'Italia e da dati statistici OECD e Banca d'Italia stessa) ben evidenziano le dinamiche in atto:



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA
STATISTICHE
settembre 2023
tassi d'interesse sui nuovi prestiti bancari alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (TAEG)
4,7%
tassi d'interesse sui nuovi prestiti bancari alle società non finanziarie
5,4%
Banche e moneta: serie nazionali
10 novembre 2023


Liquidità e andamento del credito
(a) liquidità per dimensione di impresa
(valori percentuali)
(b) prestiti per classe di rischio e dimensione di impresa (3)
(variazioni percentuali)
20-49
50-99
100-249
oltre 249
scarso (1)
sufficiente (1)
più che sufficiente (1)
abbondante (1)
riduzione della liquidità (2)
micro
piccole
medie
grandi
rischio basso
rischio medio e alto
dicembre 2022
agosto 2023


Tassi di interesse, volatilità e premi per il rischio
(a) tassi di interesse a lungo termine (1)
(dati giornalieri; valori percentuali)
(b) volatilità attesa dei corsi azionari e dei titoli di Stato statunitensi (2)
(dati giornalieri; valori percentuali)
area dell'euro
area dell'euro (media 2003-2023)
Regno Unito
Regno Unito (media 2003-2023)
Stati Uniti
Stati Uniti (media 2003-2023)
VIX
VIX (media 2003-2023)
MOVE (3)
MOVE (media 2003-2023) (3)
(c) stime dei premi per il rischio azionario (4)
(dati giornalieri; punti percentuali)
(d) spread sulle obbligazioni con rating BBB delle società non finanziarie (5)
(dati giornalieri; punti base)

Dalla lettura dei grafici si può notare come sia in atto una fase di **contrazione generalizzata delle erogazioni** (sia per minor domanda che per maggior selezione), peraltro inserendosi su dinamiche della fase di concessione che denota oggi una stretta correlazione al variare della dimensione e della classe di rischio.
Va peraltro ricordato che, come noto, il decadimento della liquidità aziendale anticipa sempre il decadimento dei ratios di bilancio, quindi una buona "consapevolezza" (rectius, "controllo") della dinamica finanziaria aziendale, del suo fabbisogno e della gestione di tesoreria, costituisce elemento indispensabile per "saper gestire" il rapporto banca-impresa "anche" nei processi di M&A.
Solo ponendo attenzione anche a tale dinamica, si creano le condizioni per un corretto (rectius, "meno rischioso") ricorso all'**indebitamento a breve** e senza però dimenticare che una corretta struttura finanziaria poggia su un corretto mix delle fonti (patrimonio/debito) e una corretta correlazione delle scadenze (rectius, un "adeguato" ricorso al medio-termine).
Risulta con ciò evidente come, nelle valutazioni di finanziabilità delle operazioni di M&A, il tema del **rating post aggregazione**, nel tempo, è diventato ormai di pari importanza rispetto alla valutazione della rischiosità dell'investimento in sé. Questo sia per le banche finanziatrici (od organizzatrici della parte equity) che nella pianificazione dell'operazione da parte del soggetto aggregante.
Difatti, la strutturazione di un'operazione di acquisizione può assumere molteplici forme:

- sotto il profilo del **perimetro acquisito**, si deve distinguere fra share deal (cessione/acquisto di una partecipazione societaria, in tutto o in parte, dove il cedente è uno o più detentori delle quote/azioni) e asset deal (cessione/acquisto di un complesso aziendale o di un singolo ramo d'azienda, dove il cedente è la stessa società target che ha in bilancio quei beni aziendali);
- sotto il profilo della **modalità di aggregazione**, si deve distinguere fra fusioni "pure" (aggregazione di due o più società che non hanno partecipazioni incrociate), fusioni "per incorporazione" (della partecipata, in tutto o in parte, nella partecipante), fusioni "inverse" (della partecipante, in tutto o in parte, nella partecipata), fusioni "complesse" (a seguito di acquisizione "a debito" della partecipazione target, dette anche leveraged buy out o management buy out, i cui acronimi sono, rispettivamente, LBO o MBO), scambi di partecipazioni (dove la partecipazione target è scambiata con azioni esistenti o di nuova emissione di un'altra società, sia direttamente quella acquirente ovvero altra del medesimo gruppo), conferimenti (in cambio di emissione di nuove azioni) o cessioni di complessi aziendali o di singoli rami d'azienda (in cambio del pagamento di un corrispettivo in denaro);
- sotto il profilo del **funding per l'acquirente**, si deve distinguere tra l'emissione (riservate ai soggetti già soci o aperte, in tutto o in parte, a nuovi soci, anche attraverso il ricorso a quotazioni sui mercati dei capitali) di nuove azioni (tenendo conto del potenziale effetto diluitivo sul valore delle singole azioni) o di obbligazioni (convertibili o meno), il ricorso a

strumenti ibridi (tipicamente prestiti subordinati o mezzanini) ovvero il ricorso al capitale di debito ordinario (tipicamente a medio/lungo termine);
- sotto il **profilo tributario**, infine, si deve distinguere fra operazioni in regime di "neutralità fiscale" (tipicamente fusioni, conferimenti e scambi di partecipazioni, rispettando specifiche condizioni antielusive) e operazioni soggette ad "imposizione fiscale", siano esse ordinarie (gravame a carico dei venditori) che, ove di volta in volta eventualmente ne ricorrano i presupposti, "agevolata sostitutiva" (gravame, a seconda delle norme di riferimento, a volte a carico dei venditori e altre a carico dei soggetti acquirenti, in specie per la "liberazione" delle riserve o dell'avviamento).

Ciascuna di queste variabili determina un diverso impatto sul fabbisogno complessivo al servizio dell'operazione di aggregazione.

Più in dettaglio, il **fabbisogno da supportare** (e da sostenere in seguito) sarà, a seconda delle combinazioni possibili, (i) solo per il "prezzo" del deal e degli oneri di execution dell'operazione (sia quelli notarili, legali e di due diligence, che quelli organizzativi dati da interventi logistici, informatici o sul personale), (ii) anche per il fabbisogno di circolante della struttura acquisita (ove le banche esistenti non seguano l'acquirente, circostanza abbastanza tipica negli asset deal), ovvero (iii) anche per gli oneri tributari dati dalla tipologia di modalità di aggregazione scelta.

Una corretta scelta di pianificazione iniziale, peraltro, ha a sua volta un impatto sia nella valutazione di sostenibilità dei piani industriali previsionali redatti a supporto delle decisioni strategiche di M&A che, specularmente, nell'evoluzione prevedibile del rating di merito creditizio assegnato al soggetto compratore nel tempo.

Va tenuto inoltre presente, infine, che le modalità di aggregazione e gli impatti fin qui descritti possono mutare in parallelo all'evoluzione delle sorti della negoziazione del valore (rectius, prezzo) attribuito al perimetro del singolo deal, in virtù anche del diverso impatto tributario connesso al variare della modalità di aggregazione utilizzabile e, nondimeno, del trade off tra garanzie richieste (sui beni oggetto di acquisizione) ed eventuali riduzioni di prezzo offerto.

Tutto ciò porta a ritenere **essenziale** il ruolo di **una corretta** (ed "on going") **pianificazione finanziaria** a supporto del processo di aggregazione e, d'altro canto, ad attribuire un ruolo rilevante nell'analisi dell'operazione da finanziare (ove vi sia, come spesso vi è, in tutto o in parte, il ricorso a nuova finanza di debito o ibrida ovvero a collocamenti di nuovi titoli azionari/obbligazionari) da parte delle banche finanziatrici coinvolte.

Difatti, è proprio tenendo conto di tutti questi fattori sin qui descritti che prendono forma le **motivazioni finanziarie** (di rating, di costo del funding, di rischio sostenibilità nel tempo) che fanno di volta in volta propendere per un'acquisizione tramite l'azienda aggregante, o la holding di gruppo, ovvero tramite un proprio veicolo "newco", ovvero ancora propendere per la realizzazione di uno share deal o di un asset deal e, nel primo caso, procedendo a fusione immediata ovvero rinviandola nel tempo.

Tale ultima variabile, data dal **"quando" procedere** alla fusione successiva all'acquisizione, impatta anche sulla sostenibilità del rimborso del debito acceso per l'acquisizione, poiché l'effetto sarà diverso ove sia previsto di

utilizzare il solo autofinanziamento della società acquirente ovvero anche quello della società acquisita. Per contro, in questo ultimo caso il Legislatore pone dei paletti procedurali ben precisi (ex articolo 2501-bis c.c.) al fine di evitare che i creditori preesistenti e le eventuali minoranze siano danneggiate dal ricorso ad una eccessiva leva finanziaria.

Gestione dell'effetto leva finanziaria: valore, fiscalità e costo del capitale nelle operazioni di M&A

Se sul tema della leva finanziaria (rapporto fra capitale proprio e capitale di debito) è intuitivo cogliere il collegamento con le questioni legate all'accesso al credito e alla sua sostenibilità nel tempo, le sue correlazioni con il "valore creato" dall'impresa, anche attraverso i processi di aggregazione tra più imprese, meritano una riflessione più attenta.
In estrema sintesi, posto che la **creazione di valore** (in termini quantitativi) derivante dalla gestione di un'azienda, è riassumibile con la (ormai storica) formula dell'EVA (economic value added) e il valore di una azienda (enterprise value, cioè al lordo della posizione finanziaria netta) è misurabile essenzialmente con le formule finanziarie DCF (discounted cash flow), che attualizzano i flussi di cassa futuri attesi, nell'applicazione di dette formule nell'ambito dei processi di M&A occorre tener presente due particolarità: da un lato, la **"discontinuità"** dei valori - in termini soprattutto di capitale investito, indebitamento e flussi attesi - tra il "prima" e il "dopo" dell'aggregazione nonché, dall'altro, la **possibile "disomogeneità"** del costo medio ponderato del capitale (c.d. WACC, weight average cost of capital) fra le singole imprese oggetto di aggregazione.
Infatti, se il calcolo del WACC può essere così rappresentato

La formula del costo medio ponderato del capitale è la seguente:

$$WACC = C_e * \frac{E}{(E+D)} + C_d * (1-T) * \frac{D}{(D+E)}$$

(*dove: Ce = costo "opportunità" del capitale proprio, E = valore del capitale proprio, D = valore del capitale di debito, Cd = costo "a mercato" del debito, T = tax rate "effettivo"*)

e, nell'utilizzo dei richiamati approcci valutativi, il WACC viene applicato sul capitale investito netto (nella formula dell'EVA) e per l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi (nelle formule DCF), allora è intuitivo che tanto la "discontinuità" del primo, a seguito dell'aggregazione, che la "disomogeneità" del costo opportunità del capitale proprio e del costo del capitale di debito delle società oggetto di aggregazione (l'ultimo citato, dipendente anche dal probabile diverso rating a ciascuna di esse attribuito) determinano un **impatto** nel processo valutativo previsionale impossibile da sottovalutare.
E ciò, sia in tema della definizione dei valori aziendali che, soprattutto, nella pianificazione della corretta struttura del capitale post acquisizione. La definizione di quanta patrimonializzazione e quale leva finanziaria (e la sua sostenibilità nel tempo) sono infatti, come già accennato,

elementi determinanti in un'operazione di M&A, dati i loro effetti non solo sul merito creditizio e sul costo del denaro, ma anche sul **"rischio intrinseco operativo"** (espresso appunto dal WACC) e, specularmente, sul **valore stesso aziendale**. Se il maggior indebitamento porta generalmente ad un complessivo decremento del costo medio ponderato del capitale, questo tenderà ad alzarsi repentinamente ove il livello del debito venisse percepito come troppo elevato (rectius, non sostenibile nel tempo), poiché si genererebbe un deterioramento del merito creditizio (rectius, maggior rischiosità di interruzione/riduzione delle linee di credito post aggregazione). Di contro, un'operazione che poggi su un eccesso di capitale proprio si troverebbe ad avere maggior appeal creditizio nel tempo, ma anche un costo medio ponderato del capitale più elevato che, formule citate alla mano, determinerebbe - a parità di capitale investito e di flussi finanziari attesi - un minor valore economico. In sintesi, le **formule finanziarie** da tener presente possono essere così rappresentate:

- EVA à NOPAT > NTA (*) WACC [ove il "net operating profit after taxes" (reddito operativo normalizzato netto dopo le imposte) deve essere superiore al WACC (costo medio ponderato sul capitale) applicato al "net total assets" (capitale investito netto), per creare valore nel tempo; da calcolarsi come differenziale inizio/metà/termine piano].
- Leva finanziaria operativa à +ROI > +ROD [ove l'incremento del "return on investments" (margine operativo su capitale investito netto) deve essere superiore all'incremento del "return on debts" (costo medio dei finanziamenti attivi)].
- Sostenibilità del debito à DSCR(t) > 1 [ove il "debt service coverage ratio" complessivo del periodo di piano (flussi di cassa prospettici "liberi" maggiori del "complessivo assorbimento di flussi finanziari al servizio del debito", per capitale e interesse, dovrà essere superiore a 1].

Inoltre, occorre anche sottolineare come, sviluppando questo approccio al tema, il calcolo del mix ottimale delle fonti e del WACC si incroci con gli impatti fiscali.

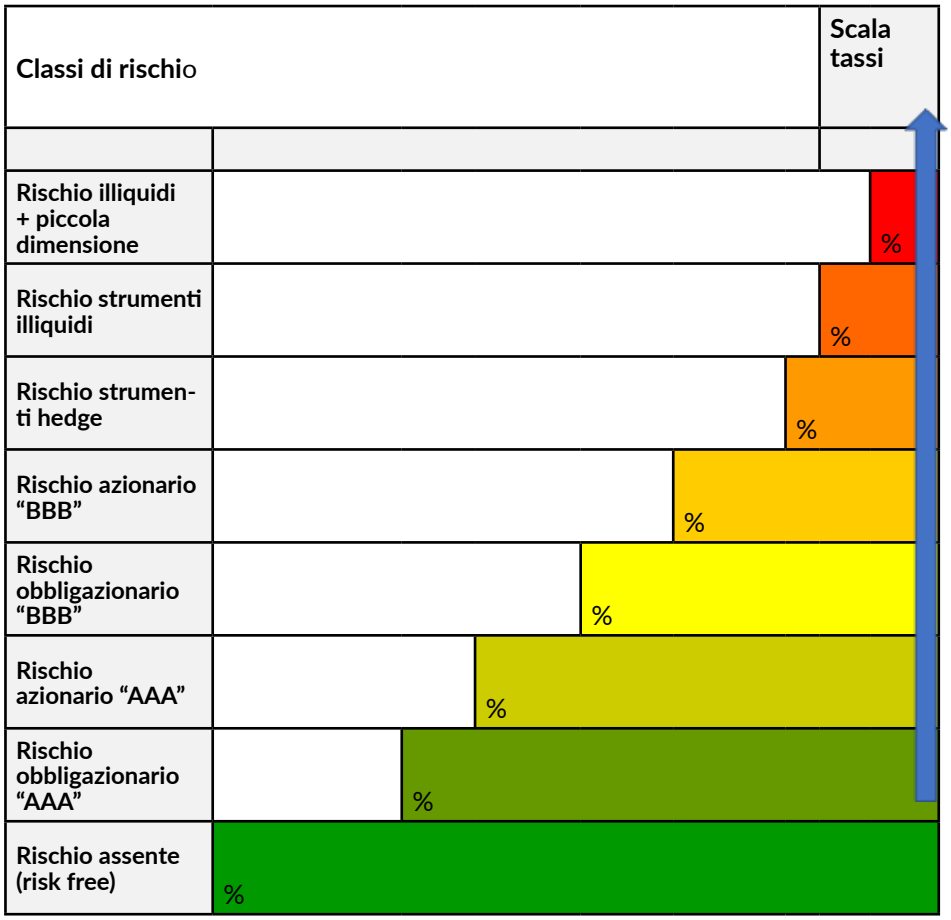
Sulle imprese, come è noto, il range dell'**incidenza fiscale sugli utili** (ad esempio, di una società di capitali) varia in una forchetta ampissima che, approssimativamente, può aggirarsi, salvo eccezioni legate a partecipazioni estere, tra un minimo intorno al 22/25% (aziende ad alta redditività che sfruttano l'effetto premiale Irap sulla leva finanziaria positiva e le agevolazioni dell'ACE, ora in corso di depotenziamento) ad un massimo intorno al 60/65% (per le aziende c.d. sane) e anche di più (per quelle "meno" solide, poiché al diminuire della redditività cresce l'incidenza della componente Irap), fino anche a casi con incidenza superiore agli utili lordi di bilancio. Il nostro sistema fiscale, infatti, incide diversamente al variare di alcune decisioni strategiche - di struttura finanziaria, degli investimenti e dei costi - che le aziende sono chiamate a prendere. Così, in sintesi e prescindendo per mere ragioni di spazio dalla spiegazione tecnica di ciascun singolo elemento, oggi

sono fiscalmente favoriti i settori alto marginanti e capital intensive e le aziende, anche degli altri settori, con leva finanziaria operativa positiva (ROI > ROD), patrimonializzate recentemente e con bassa incidenza di costi indeducibili, mentre sono penalizzati i settori basso marginanti e, in parte, labour intensive nonché le imprese ad alto indebitamento e basso autofinanziamento e quelle in crisi o in fase di risanamento.
È pertanto intuitivo affermare che il **calcolo del WACC** di ciascuna azienda partecipante all'aggregazione subisce il differente effetto fiscale derivante dalla struttura del capitale e dei costi gestionali richiamati, rendendosi così necessario inserire, nei processi di pianificazione degli effetti "a regime" delle operazioni di M&A, anche una corretta "pianificazione fiscale virtuosa".

Sostenibilità del debito, covenants e alcune particolarità nei processi di aggregazione

Il tema della sostenibilità del debito, qui più volte richiamato, appare dunque centrale nella tematica del ruolo della finanza (rectius, delle scelte finanziarie) nell'ambito delle operazioni di M&A.
Ai fini del ragionamento qui esposto e senza entrare nel merito delle metodologie "avanzate" (approcci AIRB delle banche maggiori, metodologie proprietarie delle varie società di Rating, simulazioni Montecarlo sulle variabili aziendali e simili), tra i tanti, generalmente utilizzati dagli analisti finanziari esterni alle aziende, si farà riferimento all'**indicatore sintetico "PMI Z-Score"**.
Questo è infatti un approccio metodologico di facile uso per la **stima** - in base ai dati di bilancio - **della "classe di rischio"** (rectius, di default) di un'azienda sottoposta a valutazione, elaborato originariamente dal prof. Altman utilizzando la metodologia statistica dell'analisi "discriminante". In estrema sintesi, il metodo si basa principalmente sul **peso ponderato** della misurazione di cinque indici di bilancio (senza alcuna pretesa di esaustività, ma al solo scopo di far comprendere meglio, si tratta di: indice di flessibilità aziendale, cioè capitale circolante su capitale investito; indice di autofinanziamento, cioè utili e riserve su capitale investito; ROI, cioè margine operativo netto su capitale investito; indice di capitalizzazione o anche detto indice di indipendenza da terzi, cioè patrimonio netto su passività consolidate e di terzi; turnover delle attività totali sul fatturato) e determina un **range probabilistico di risultati** (statisticamente attendibili) che "classano" la rischiosità di un'impresa (alta, se il risultato è inferiore a 1,79; bassa, se il risultato è maggiore a 3; media - di non facile interpretazione - se compreso fra 1.8 e 2,9).
Per ciò che qui interessa, va considerato come l'applicazione di tale metodologia (o di altra, eventualmente ritenuta più idonea) alle risultanze dei business plan attesi (di solito, più d'uno) e posti a base dell'operazione di aggregazione oggetto di analisi, consentirà di ottenere una "visualizzazione" della **rischiosità finanziaria** (rectius, dei mutamenti attesi nel tempo del rischio finanziario). Sulla base di tali elaborazioni, diverrà così più semplice - anche tenendo conto di quanto di seguito illustrato - definire (e contrattare) eventuali covenant di bilancio con gli intermediari finanziari che sosterranno l'operazione di acquisizione.
Occorre tener presente infatti - come visto nelle tabelle all'inizio della

seconda parte del capitolo -che al crescere del **grado di rischio**, definibile come probability of default, cresce il costo del debito e decresce il merito creditizio (e quindi la finanziabilità nel tempo), secondo una raffigurazione sintetizzata, per le legal entity in bonis, nella tabella seguente:



Dal che risulta evidente come il fattore dimensionale - per tutti i ragionamenti prima espressi, non ultimi la maggior "capacità predittiva" e la maggior "compliance informativa" - sia correlato positivamente alla capacità di ottenere/mantenere un minor costo del debito.
Per completezza di trattazione, infine, essendo strettamente connesse alle operazioni di M&A, occorre segnalare alcune particolarità operative legate ai "veicoli di investimento" e a talune forme "ibride" di funding.
Quanto ai **soggetti investitori**, l'attuale fase di mercato vede sovrapporsi alcune tipologie di "veicoli di investimento":

- Fondi di private equity (e assimilabili); trattasi generalmente di fondi gestiti da una Società di gestione del risparmio italiana (o un Asset manager estero) che raccolgono capitali da istituzionali o da soggetti investitori qualificati e che hanno lo scopo di intervenire nel capitale di aziende target (nelle fasi di early stage seeding, venture capital, mid cap ovvero large corporate) finanziandone con equity la crescita per guadagnare sul plusvalore nel tempo;
- Spac (special purpose acquisition company); trattasi di IPO (initial public offering) di società "vuote" che, quotandosi, raccolgono capitali allo scopo

di selezionare una società non quotata da acquisire e incorporare tramite fusione, ottenendo così, per gli investitori, la possibilità di guadagnare sulla crescita di valore ottenibile e, per la società acquisita, una sorta di fast track agevolato nelle procedure di quotazione;

- Sis (società di investimento semplice); di recentissima introduzione, sono veicoli societari simili alle Spac ma non quotate e vincolate ad investimenti in sole PMI.

Generalmente, le operazioni di acquisizione realizzate da questi soggetti hanno in comune la **forza finanziaria**, che tendono a far pesare nelle fasi di negoziazione contrattuale, nonché un focus alle implementazioni decisionali e di monitoraggio proprie dell'area amministrazione, finanza e controllo. Pur portando competenze tecnico-amministrative e organizzative (e spesso facilitazioni finanziarie), non tutte sono focalizzate per settori merceologici e spesso ricorrono fortemente all'utilizzo della leva finanziaria per massimizzare il ritorno del loro investimento. Divergono fra loro, invece, in tema di **"exit"**. I Fondi di private equity hanno infatti un timing di dismissione previsto statutariamente, generalmente fra i tre e i cinque anni, oltre a una soglia di "tolleranza" di uno/due anni per non dover "svendere" la partecipazione acquisita. Spesso, ai fini che qui interessano, premono affinché la società acquisita (in minoranza con patti parascoiali di gestione, in maggioranza o anche in forma totalitaria) cresca per linee esterne ovvero tendono ad aggregare fra loro più partecipate dello stesso settore. Le Spac, invece, "chiudono" necessariamente la loro operazione con l'incorporazione della società acquisita. Le Sis, infine, appena introdotte nel nostro ordinamento, possono avere un orizzonte di investimento meno rigidamente vincolato.

Valutazioni delle opzioni di finanziamento nelle operazioni di M&A

Cercando di proporre uno schema di sintesi pragmatica della tematica qui analizzata e tenendo conto delle variabili fin qui ricordate, si potrebbe riassumerla come segue:

	TARGET	STRUMENTI	note	rischio principale
1.	ramo azienda	chirografo medio termine	ipotecario se immobili	integrazione
2.	quote/azioni (senza fusione / fusione differita)	chirografo medio termine; mezzanino	pegno su quote/azioni target	target
3.	quote azioni (con fusione)	chirografo medio termine; ibridi/mezzanino	pegno su quote/azioni target e incorporante	integrazione; incorporante
4.	leveraged/management buy out	chirografo medio termine; ibridi/mezzanino	pegno su quote/azioni target e incorporante	integrazione; target
5.	equity veicolo per acquisizione	chirografo medio termine; ibridi/mezzanino; private equity	pegno su quote/azioni target e veicolo	sorti veicolo
6.	cost aggregation	chirografo breve termine		attendibilità stime
7.	fabbisogno a regime post acquisizione	autoliquidante; chirografo a breve termine; chirografo a medio termine		attendibilità stime
8.	restructuring	chirografo medio termine; ibridi/mezzanino; private equity	pegno su quote/azioni target (e incorporante se fusione)	target; attendibilità stime

Occorre segnalare come eventuali periodi di **preammortamento** (decorrenza delle rate di rimborso del capitale posticipate al secondo o terzo anno) ovvero l'utilizzo, nel mix delle fonti, di strumenti obbligazionari "bullet" (rimborso in unica soluzione a scadenza, eventualmente rinnovabili/sostituibili) genereranno, pur a fronte di un probabile maggior costo in termini di interessi, un minor assorbimento di flussi finanziari, ottenendo così un miglior DSCR e, quindi, una minor tensione finanziaria nei primi anni del piano.
Il ricorso alle **forme tecniche "ibride"** (remunerate in mix tra interessi e partecipazione agli utili) appare - empiricamente, dai dati di mercato disponibili - di crescente utilizzazione in quei casi in cui servono risorse finanziarie ma non viene ceduta la maggioranza/totalità della società acquisita. Tali forme (tra cui ban si possono annoverare i classici c.d. mezzanini), infatti, sono degli strumenti ibridi (atipici) di finanziamento che consentono una **particolare duttilità**, tanto dal punto di vista del soggetto finanziato che dal punto di vista del soggetto investitore. Per il primo, verranno conteggiate come forme subordinate di patrimonio netto, costituendo così strumento utile per i rafforzamenti patrimoniali; per il secondo, non costituiranno immobilizzazione di capitale poiché a scadenza saranno rimborsabili (anche se, spesso, viene prevista la possibile alternativa della convertibilità in azioni). Anche la **remunerazione** di questi strumenti è **altrettanto duttile**, ben potendo essere prevista tramite corresponsione di interessi che tramite distribuzioni di dividendi non correlati alla sola quota di partecipazione societaria acquisita.
La valutazione di quali forme tecniche (e in quale mix, eventualmente) dipenderà dunque dalla tipologia di operazione sottostante e, come visto, dalle singole specifiche scelte temporali di integrazione post acquisizione. Tipicamente, l'orizzonte temporale di finanziamento tende a racchiudersi fra i 3/5 e gli 8/10 anni di durata complessiva, in cui - per effetto del già citato **"effetto leva"** - l'operazione dovrebbe aver prodotto i suoi effetti economico-finanziari in termini di ritorno dell'investimento.

La complessità nei processi di M&A

Per concludere, si è cercato di illustrare come la gestione dei processi di M&A - che di per sé già comporta il confrontarsi con una notevole complessità operativa, organizzativa, giuridica, economica e strategica - necessiti di un'**attenta pianificazione finanziaria**. Servono quindi competenze tecniche specialistiche, certo, ma soprattutto una "visione" strategica trasversale, ancorata all'obiettivo ultimo della creazione di valore sostenibile nel tempo. Crescere per linee esterne espone a grandi sfide, ma premia il merito dei singoli "visionari" e premierebbe il sistema-Paese, ove il Legislatore intervenisse per promuoverne lo sviluppo. Ma necessita di un (miglior) ruolo della finanza, inteso come consapevolezza razionale delle scelte di struttura finanziaria, da un lato, e un diverso (e più attento) ruolo degli intermediari finanziari coinvolti.
Quello che fa riflettere, invero, è che le **potenzialità di sviluppo economico** che un mercato dei capitali efficiente potrebbe dare, anche attraverso le operazioni di aggregazioni fra imprese, come contributo allo sviluppo del

sistema-Italia e quindi al Pil e alla competitività-paese, invece che essere poste al centro di un ripensamento della nostra economia, sono marginalizzate nel dibattito economico-politico, tutto proteso a demonizzare la finanza piuttosto che, come invece sarebbe più razionale, le patologie (ancora esistenti) di un capitalismo relazionale e di una fiscalità inefficiente.

CAPITOLO 5

INTEGRAZIONE POST ACQUISIZIONE

di
Gianluca Scacco

Definizione di post acquisizione e post merger integration (PMI)

Delle operazioni di fusione e acquisizione (M&A) si ha memoria da prima del secolo scorso, mentre la **ricerca strutturata "accademica"** risale solo a circa metà ventesimo secolo. L'interesse è andato crescendo di pari passo con la crescita della complessità del mercato ed i settori di riferimento, ma ciò ha fatto sì che la letteratura a riguardo rimane frammentata con molteplici approcci nello studio di questo fenomeno complesso.

Di seguito una tabella riassuntiva delle fasi di un processo tipo di M&A

OPERATION	**FASE PREPARATIVA (fase di valutazione)**	DEAL-CORE	**L'OPERAZIONE (I STEP)**
	Analisi situazione iniziale		Offerente/metodo
	Strategia aziendale (costruire o comprare)		Contatto e negoziazioni
	Ricerca opportunità/acquisizioni		Valutazione del business
	Documentazione		Prezzo di acquisto
	Incontri conoscitivi		Due diligence
	Due diligence culturale		Data Room
			Struttura finanziaria
	FASE POST DEAL (PMI-fase assimilazione)		**CLOSING (II STEP)**
	Approcci/proiezioni		Competitive examination e valutazione
	Merger Manager		LOI
	Valutazioni KPI/gestione dei rischi (vs garanzie)		Memorandum of Understanding
	Integrazione Culturale		Negoziazione dei contratti - garanzie
	Reputazione		Closing
	Riduzioni distanze		

Ad esclusione delle operazioni di M&A con la sola finalità di ottenere la mera proprietà del capitale azionario di un'organizzazione altra che rappresentano una discreta casistica, la **fase PMI** (post merger integration) rappresenta un passaggio necessario di un processo acquisitivo. La possibilità di raggiungere gli obiettivi prefissati si vincola ad una integrazione tra le due realtà. "la fase dell'integrazione rappresenta dunque il momento della verità, nel quale si misurano sia la bontà del progetto strategico iniziale sia la capacità del management di gestire la situazione e conseguire i risultati previsti" (Conca, 2010).
Il concetto di post-merger integration (PMI) varia tra gli autori, contribuendo ad una **molteplicità di prospettive**. Di seguito, riporto due delle definizioni proposte dalla letteratura per illustrare il concetto di PMI.
"È il processo mediante il quale si realizza il coordinamento delle aziende e si raggiunge un pieno controllo dei sistemi e di altri elementi utili a permettere alle due imprese di operare all'unisono. Questo termine include tutte quelle attività volte al raggiungimento dell'integrazione in ambito procedurale, strutturale, manageriale e socio-culturale che una fusione e un'acquisizione comportano."
P. Shrivastava. Postmerger Integration. *Journal of BusinessStrategy*, 7:65 –76, 1986.- Shrivastava, 1986
"L'integrazione è un processo interattivo e graduale durante il quale individui di due organizzazioni imparano a lavorare insieme e a cooperare per il trasferimento di competenze strategiche."
P. C.Haspeslagh andD. B. Jemison.*Managing Acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal*. The Free Press, 1991.- Haspeslagh & Jamison, 1991
Dalle precedenti definizioni, ma non solo, di PMI traiamo la considerazione che hanno a fattor comune una serie di **concetti cardine** quali per esempio cultura e fattore umano.

Gestione dell'integrazione post-acquisizione

Il processo di gestione dell'integrazione tra organizzazioni non si limita ad unire semplicemente due culture. Si tratta piuttosto di creare un **nuovo modello aziendale**, selezionando, coordinando e sviluppando comportamenti e mentalità dalle organizzazioni coinvolte. Il modello MBI per team multiculturali ad alte prestazioni, proposto per la prima volta da Maznevski e DiStefano (2000), sta per Mapping, Bridging, Integrating. Il modello ha ottenuto ampia accettazione nei campi del business, delle comunicazioni e della gestione per la sua semplicità e adattabilità a diversi contesti (2019).
"(...) dove la comprensione (dalla mappatura) e la comunicazione (dal bridging) si convertono in risultati produttivi (dall'integrazione)".
(Maznevski and DiStefano, 2000).
Il modello MBI - mappare, collegare, integrare - aiuta a migliorare l'interazione tra persone provenienti da contesti culturali diversi. Questo processo ha tre fasi principali:
Mapping: consiste nel comprendere le differenze culturali individuali e di gruppo, individuando potenziali tensioni e sinergie.
Bridging: qui si stabilisce una comunicazione efficace tra le culture coinvolte, cercando un terreno comune attraverso preparazione, decentramento e ricentramento.
Integrating: si applica in pratica la comprensione delle differenze (mapping)

e della comunicazione (bridging) per creare e implementare nuove idee, gestire conflitti e sviluppare soluzioni innovative.
L'obiettivo è far diventare le varietà culturali un **plus in competizione**, usando la diversità per creare collaborazioni più forti. Gestire attivamente queste varietà usando tecniche come il "deep learning" aiuta a migliorare la collaborazione, la comunicazione e la fiducia tra i membri delle diverse organizzazioni coinvolte. Durante le fusioni e acquisizioni internazionali, le differenze di valori e credenze tra persone di background culturali diversi possono diventare un problema. Questa mancanza di un terreno comune può rendere difficile l'integrazione mentale e generare divisioni interne. Ma se gestite efficacemente, queste differenze possono diventare **vantaggi competitivi** una volta incorporate nella nuova organizzazione.

Post-acquisizione totalitaria o non

L'acquisizione di una partecipazione totalitaria e non totalitaria rappresenta **due approcci diversi** nell'investimento in un'azienda.
L'**acquisizione totalitaria** avviene quando un'azienda o un investitore acquisisce l'intera partecipazione di un'altra azienda, ottenendo così il controllo completo su di essa. Questo significa che l'azienda acquirente ha il potere decisionale assoluto nella gestione e nel futuro della società acquisita.
D'altra parte, l'**acquisizione** non totalitaria (**parziale**) si verifica quando un'azienda o un investitore acquisisce solo una parte delle azioni di un'altra azienda, senza ottenere il controllo completo. In questa situazione, l'azienda acquirente può influenzare le decisioni e partecipare alle attività della società target, ma non ha il pieno controllo sulle operazioni.
Entrambi gli approcci hanno i loro **vantaggi e svantaggi**. Un'acquisizione totalitaria offre il controllo completo e la possibilità di implementare cambiamenti senza ostacoli, ma può essere costosa e comportare maggiori responsabilità. D'altro canto, un'acquisizione non totalitaria può consentire di diversificare il portafoglio senza impegnare eccessive risorse finanziarie, ma potrebbe non offrire il controllo necessario per influenzare le decisioni chiave dell'azienda.
La **scelta** tra una partecipazione totalitaria e non totalitaria dipende dagli obiettivi dell'investitore, dalla strategia aziendale e dalle risorse disponibili per l'acquisizione.
In un'acquisizione non totalitaria, le opzioni di put e call sono strumenti finanziari che possono essere utilizzati per regolare o facilitare la compravendita di azioni tra gli investitori come le **clausole di drag along e tag along** sono tipiche nelle transazioni di acquisto di quote societarie e sono progettate per proteggere gli interessi degli investitori.

- **Opzione Long Put**: un'opzione put dà al possessore il diritto (ma non l'obbligo) di vendere un determinato numero di azioni a un prezzo prestabilito entro un periodo specifico. Nell'ambito di un'acquisizione non totalitaria, potrebbe essere utilizzata per consentire a un investitore di vendere la propria quota di azioni alla controparte interessata.
- **Opzione Long Call**: al contrario, un'opzione call dà al possessore il diritto (ma non l'obbligo) di acquistare un determinato numero di azioni a un prezzo prestabilito entro un periodo specifico. In questo contesto,

potrebbe essere utilizzata per consentire a un investitore di acquistare più azioni e aumentare la propria partecipazione nell'azienda.

- **Drag along**: la clausola dragalong obbliga gli azionisti minoritari a cedere le loro quote insieme agli azionisti di maggioranza nel caso in cui questi ultimi decidano di vendere la loro partecipazione. Questa clausola è spesso utilizzata per garantire che un potenziale acquirente possa acquistare l'intera società senza essere ostacolato dagli azionisti minoritari.
- **Tag along**: al contrario, la clausola tag along protegge gli azionisti minoritari consentendo loro di vendere le loro azioni insieme agli azionisti di maggioranza nel caso in cui questi ultimi decidano di vendere la propria partecipazione. Ciò garantisce agli azionisti minoritari di non essere lasciati fuori dall'operazione di vendita e di beneficiare delle stesse condizioni di vendita degli azionisti di maggioranza.

Ricordiamo che nei patti parasociali, che sono accordi stipulati tra azionisti di una società al di fuori dei documenti ufficiali come lo statuto sociale, può essere incluso un **"diritto di veto"** per il socio di minoranza.
Il diritto di veto conferisce al socio di minoranza il potere di opporsi a certe decisioni o azioni proposte dall'azionista di maggioranza o da altri partner aziendali. Nel contesto di un'acquisizione non totalitaria, questo potrebbe significare che il socio di minoranza ha il diritto di impedire o bloccare determinate azioni relative all'acquisizione, come la vendita di una parte significativa delle azioni o la fusione con un'altra entità.
Tale diritto di veto può esser operativo anche nella **gestione ordinaria** nell'approvazione nei diversi budget gestori dell'azienda, ciò permette di stabile preventivamente anche eventuali correttivi/neutralizzazioni di effetti economici/monetari riguardanti scelte gestionali (non perfettamente aderenti agli interessi di entrambe le parti) che impatteranno nel determinare la base di valore (ad esempio, EBITDA/Pfn) tra le parti.

Aspetti organizzativi e gestione delle risorse umane

Le differenze culturali complesse, esplorate da diverse prospettive, complicano il legame tra cultura e risultati aziendali tanto è che la definizione sfuggente e mutevole della cultura rende difficile trovare collegamenti chiari. La ricerca sulle fusioni e acquisizioni esamina varie modalità di valutazione della performance aziendali ma l'unione con l'analisi culturali con diversità di approcci ne impedisce la creazione di teorie universali.
Si rammenta che molto spesso le maggiori casistiche di differenze culturali analizzate da più autori e professionisti si trovino sia tra le maggiori cause di fallimento delle operazioni di M&A che allo stesso modo indicate tra i fattori di successo di tali transazioni.
"Nessuna teoria sulla cultura può essere in definitiva ritenuta superiore a un'altra." -Martin & Frost, 1996-J.Martin and P. Frost. *The organizational culture war games: a struggle for intellectual dominance*. Sage Publications, Londra.
La cultura è un concetto complesso che permea ogni aspetto della nostra esistenza, plasmando il nostro modo di comunicare, agire, percepire il mondo e definire la nostra identità. Le influenze culturali derivano da molteplici fonti, come le differenze nazionali, religiose, di classe, politiche ed etniche. Anche nelle organizzazioni aziendali, emergono culture proprie, influenzate

dalle diverse sfumature nazionali, settoriali e personali dei loro leader. Sebbene le **culture aziendali** possano convergere a causa della globalizzazione, le fusioni tra imprese con culture diverse possono generare conflitti, ostacolare la collaborazione e suscitare resistenza al cambiamento.
Le molteplici definizioni di cultura includono concetti come modelli ricorrenti di pensiero, programmi mentali condivisi che distinguono gruppi, insieme di principi, norme, valori e credenze. Autori come Hofstede categorizzano la cultura in livelli universali, inter-soggettivi e individuali. Altri, come Kilmann, la vedono come una collezione di elementi condivisi che favoriscono l'unità, mentre Hall la paragona a un iceberg: la parte visibile sono le manifestazioni esterne della cultura, mentre la parte invisibile costituisce le sue fondamenta, più complesse da individuare e comprendere.
Hofstede sottolinea che i valori sono appresi inconsciamente, plasmando così le azioni e le mentalità all'interno di una società.
Alla luce di quanto emerso, è chiaro come esaminare le diverse culture sia molto importante quando si parla di unire o acquistare aziende in contesto internazionale. Durante questi processi, è fondamentale che persone provenienti da background culturali, settoriali e aziendali diversi collaborino per raggiungere gli obiettivi strategici e ottenere benefici dall'unione.
Per meglio comprenderne la crucialità, di seguito si ricordano in estrema sintesi, alcuni **modelli e mappature** da parte di alcuni autori quali il modello culturale di Hofstede, che prevede sei indici relativi alle dimensioni culturali :

Il modello interpretativo di Hofstede

FONTE: G. HOFSTEDE, "CULTURES AND ORGANIZATIONS: SOFTWARE OF THE MIND", 1991

Individualismo (legami sociali allentati, auto-realizzazione, rapporti di indipendenza)	↔	Collettivismo (legami sociali stretti, fedeltà al gruppo, rapporti di interdipendenza)
Mascolinità (alto profilo, assertività, bisogno di successo)	↔	Femminilità (modestia, qualità della vita, assistenzialismo)
Avversione al rischio (codici rigidi formalità, ansia e stress)	↔	Propensione al rischio (flessibilità, capacità innovative, tolleranza)
Elevata distanza gerarchica (sistema castale, stretto rispetto delle figure di potere)	↔	Bassa distanza gerarchica (valorizzazione delle differenze)
Orientamento a lungo termine (investimenti per il futuro, pragmatismo)	↔	Orientamento a breve termine (investimenti per il presente, risultati rapidi)

Fonte: Osservatorio di Pavia - Misurare la cultura pro business dell'Italia per migliorare attrattività e competitività, pag. 60.

Il modello interpretativo di Trompenaars

FONTE: F. TROMPENAARS, C. HAMPDEN-TURNER, "RIDING THE WAVES OF CULTURE", 1997

Universalismo (regole e generalizzazioni)	↔	Particolarismo (eccezioni e legami unici)
Individualismo (libertà personale e competizione)	↔	Comunitarismo (responsabilità sociale e cooperazione)
Neutrale (prevalenza della ragione)	↔	Affettivo (prevalenza delle emozioni)
Specifico (atomizzato e oggettivo)	↔	Diffuso (olistico e relazionale)
Status conquistato (meritocrazia)	↔	Status attribuito (oligarchia)
Sequenzialità temporale (tempo inteso come percorso lineare)	↔	Sincronia temporale (tempo inteso in senso circolare e parallelo)
Controllo interno (coscienza interiore)	↔	Controllo esterno (influenza esteriore)

Fonte: Osservatorio di Pavia - Misurare la cultura pro business dell'Italia per migliorare attrattività e competitività, pag. 62.

Si evidenzia come ogni operazione possa essere influenzata dal contesto nazionale in cui si sviluppa. Ogni organizzazione è plasmata dal contesto istituzionale, sociale e culturale in cui opera, integrando varie sfere culturali come quella industriale, professionale e di dipartimento. La cultura organizzativa è anche influenzata dalla cultura individuale dei manager e dei fondatori. Tuttavia, la dimensione nazionale contribuisce con valori, credenze e assunti basilari, radicati anche nel sistema legislativo, che non possono essere direttamente controllati dai manager in contesti internazionali.
Dai modelli si può evincere che nei Paesi con alta distanza dal potere, le imprese tendono a essere gerarchiche, mentre in quelli con bassa distanza dal potere prevalgono strutture paritarie. In contesti individualistici, c'è enfasi sull'iniziativa individuale, mentre in contesti collettivisti, le responsabilità sono condivise.
Alcuni studiosi, come Harrison, classificano le culture aziendali in base a **quattro tipologie**: power culture (accentramento del potere), role culture (efficienza e rispetto delle regole), task/achievement culture (raggiungimento degli obiettivi e flessibilità) e person/support culture (uguaglianza e crescita personale).
Cartwright e Cooper evidenziano che maggiore è il cambiamento necessario, minore è la probabilità di successo dell'alleanza. Il successo dipende dal grado di compatibilità delle culture e dalla capacità dei manager di gestire l'integrazione.
Di prassi i primi 3/4 mesi posso rappresentare una criticità, poiché bisogna stabilire un equilibrio tra le persone coinvolte, considerando le differenze culturali e strutturali e l'integrazione dipende anche dagli obiettivi strategici e dalle caratteristiche delle aziende coinvolte.
Un modello che potrebbe venire in aiuto in qualità di **linea guida** è quello di Nahavandi e Malekzadeh, basato sulla teoria dell'acculturazione di Berry, che identifica quattro modelli di integrazione in cui viene messa in luce la fase di integrazione post-acquisizione che si sostanzia nel modo in cui i due gruppi si adattano reciprocamente e risolvono questo conflitto emergente:

- ***Integrazione***: entrambe le aziende mantengono la propria identità culturale, integrando strutture e pratiche, senza una predominanza chiara di una sull'altra.
- ***Assimilazione:*** una delle parti adotta completamente l'identità e la cultura dell'altra, spesso quando la cultura di una delle aziende ostacola l'operazione.
- ***Separazione***: entrambe le aziende mantengono la propria cultura e struttura, operando in modo autonomo, talvolta sotto il controllo finanziario della casa madre.
- ***Deculturazione***: si verifica quando i dipendenti dell'azienda acquisita respingono entrambe le culture, portando alla disintegrazione dell'identità aziendale.

L'**adeguata integrazione** dipende dalle circostanze specifiche di ciascuna operazione e non esiste un modello universale.
Secondo il loro modello **quattro scenari** delineano come le aziende si adattano e gestiscono i conflitti culturali in cui la scelta dell'acquirente dipende dal multiculturalismo e dalla correlazione con l'azienda acquisita, mentre

quest'ultima basa la scelta sull'interesse a preservare la propria cultura e sull'attrattiva dell'acquirente. Gli autori sostengono che la similitudine iniziale non agevola l'acculturazione, ma piuttosto la gestione della relazione tra le aziende. Tuttavia, assumono che le modalità di acculturazione siano congruenti e che l'acquirente consideri l'opinione dell'acquisita; altrimenti, prevedono la subordinazione dell'acquisita con aumento dello stress da acculturazione. Viene criticata la semplificazione del concetto di cultura, presentato come qualcosa che un gruppo può rigettare se disfunzionale.
Un **altro modello** di sicuro interesse è quello di Haspeslagh e Jemison basato su due variabili chiave: il bisogno di autonomia organizzativa e il bisogno di interdipendenza strategica.
L'integrazione post M&A è descritta come un processo di trasferimento di competenze strategiche per creare valore.
La creazione di valore può avvenire attraverso **varie strategie** come la condivisione di risorse, il trasferimento di abilità funzionali e manageriali, e benefici derivanti dalla combinazione. Ogni strategia comporta un grado diverso di interdipendenza e un'operazione può perseguire più strategie contemporaneamente.
In base al valore attribuito alle due variabili, propongono quattro modelli di integrazione ottimali:

- ***Preservazione***: bassa interdipendenza, l'azienda acquisita mantiene l'autonomia, utile quando la società target genera valore ma ha bisogno di capitale.
- ***Simbiosi:*** trasferimento di competenze con autonomia operativa per entrambe le unità, richiede capacità gestionali per bilanciare l'integrazione e l'autonomia.
- ***Holding***: bassa volontà di integrazione, bassa interdipendenza, valore dalla diversificazione del rischio o finanziario, poca autonomia concessa all'azienda acquisita.
- ***Assorbimento:*** alta interdipendenza, bassa autonomia organizzativa, completa fusione dell'azienda acquisita nell'organizzazione acquirente.

		Need for strategic interdependence: Low	Need for strategic interdependence: High
Need for autonomy	High	Preservation	Symbiosis
	Low	Holding	Absorption

Fonte: Haspeslagh and Jemison (1991).

Definita come un processo interattivo e graduale in cui gli individui di due organizzazioni imparano a lavorare insieme e a cooperare per il trasferimento di competenze strategiche, l'integrazione è considerata un elemento chiave per la realizzazione delle sinergie.
Gli autori, Haspeslagh e Jemison, identificano **tre problemi comuni** e le circostanze che li favoriscono:

- ***Determinismo:*** si verifica quando i manager persistono nell'attuare il

piano originale nonostante cambiamenti nelle circostanze. Questo atteggiamento inflessibile può essere dannoso poiché impedisce di adattarsi ai cambiamenti.

- ***Distruzione di valore:*** si riferisce all'impatto negativo dell'acquisizione su manager e dipendenti. I cambiamenti derivanti dall'integrazione possono generare incertezze e difese culturali, portando a una percezione di perdita di valore sia economico che psicologico.
- ***Vuoto di leadership:*** è la mancanza di una guida definita per la nuova organizzazione. Senza una leadership forte, i dipendenti possono sentirsi smarriti, creando confusione su ruoli e comportamenti. Fonte(Haspeslagh & Jemison, Making acquisitions work, 1991)

Il mancato affrontare questi problemi può causare il fallimento dell'integrazione post-acquisizione. Gli autori sottolineano l'importanza di non usare il processo di integrazione per rendere le organizzazioni simili ma consigliano ai team di gestione di considerare le specificità dell'azienda acquisita.
Nello scenario bisogna porre attenzione, comunque, al tema delle **aspettative anche post M&A** tra l'acquisita e l'acquirente che potrebbe ad esempio portare a scenari di preservazione in operazioni non totalitarie.

Integrazione dei processi operativi e dei sistemi informativi

La ricerca sulle fusioni e acquisizioni (M&A) ha attraversato un percorso di evoluzione, dando vita a diverse **linee di studio** che si concentrano su metodologie e argomenti diversi che in sintesi si son suddivise principalmente in quattro categorie principali:

- ***Analisi finanziaria***: orientata verso motivazioni finanziarie e performance nelle acquisizioni.
- ***Prospettiva strategica ed economica***: esamina le motivazioni, le performance e l'impatto sul panorama economico generale.
- ***Studio organizzativo***: approfondisce gli aspetti umani e socio-culturali nella fase post-acquisizione.
- ***Analisi mediatica***: tratta gli aspetti più visibili e pubblici delle acquisizioni, concentrandosi su casi notevoli come gli acquisiti ostili.

Prima degli anni '90, l'integrazione dopo un'acquisizione non riceveva molta attenzione. Tuttavia, con il cambiamento nelle tipologie di M&A - dal conglomeration alle acquisizioni orizzontali e cross-border - l'**importanza dell'integrazione** è cresciuta. Le acquisizioni orizzontali e cross-border richiedono una maggiore competenza nell'unire le entità coinvolte.
Nonostante un crescente interesse nella gestione post-acquisizione riguardante aspetti culturali, ritenendoli tuttora fondamentali per la creazione di valore, la ricerca dopo il contributo iniziale di Haspeslagh e Jeminson si è focalizzata principalmente sugli **aspetti strategici e operativi** dell'integrazione.
Alcuni autori evidenziano l'importanza di considerare il **lato "soft"** delle organizzazioni coinvolte, poiché questa prospettiva agevola l'integrazione, riducendo la resistenza individuale e facilitando l'adozione di nuove norme culturali.

AREE DI DI SFIDA PER LE RISORSE UMANE	EFFETTI PER LE RISORSE UMANE
• Progettazione del processo integrativo • Realizzazione del processo integrativo • Supporto alla governance • Apprendimento	• Definizione degli obiettivi dell'integrazione • Definizione post study grado di compatibilità (fit) del grado di intensità dell'integrazione auspicato • Definizione delle azioni/singoli piani di integrazione • Individuazione delle persone e creazione del Team di transizione • Realizzazione di valore "human know how" attraverso l'integrazione

Fonte: Schuler, Jackson S., HR issue and Activities in mergers and acquisition.

Si ricorda che differenze culturali in modo più o meno evidente possono impattare su molteplici aspetti della vita aziendale:

- Modo di gestire a livello manageriale (solitario Vs collaborativo)
- Processi decisionali (consenso Vs comando)
- Motivazioni (risultati Vs lealtà)
- Comunicazione (formale Vs informale)

Ciò pone l'accento ancor più su un elemento cruciale: il concetto di "fit" tra le aziende coinvolte, che può essere di natura strategica, organizzativa o culturale. Questo **concetto di compatibilità** è diventato vitale non solo nella selezione dei partner aziendali, ma anche nell'evoluzione dell'integrazione.
Il concetto di grado di compatibilità "fit" permea ogni comparto delle aziende, citando un esempio pratico trasversale il matching o mismatching nell'apparato IT delle due entità (ad esempio, gradi di compatibilità tra ERP, CRM).

Monitoraggio e valutazione delle sinergie post-acquisizione

Il fallimento dell'approccio tradizionale

Le fusioni e acquisizioni spesso falliscono per **scarsa integrazione post-accordo**, specialmente in operazioni tra culture aziendali diverse. Questa fase viene trascurata durante le trattative, creando problemi nonostante l'obiettivo di valore. Oltre a problemi finanziari, gli aspetti culturali ed emotivi, come la compatibilità e le procedure, influenzano il successo. È vitale integrare sia gli aspetti pratici sia quelli culturali per creare valore. È cruciale unire la cultura aziendale alla strategia per trasferire competenze e favorire la collaborazione. Un'efficace integrazione richiede equilibrio tra cultura e operatività. La necessità di integrare sia gli aspetti "hard" (sistemi e procedure) sia quelli "soft" (culture aziendali e stili manageriali). La **strategia** di integrazione deve essere allineata strettamente alla strategia aziendale per garantire il trasferimento di competenze e la collaborazione tra le persone coinvolte, creando valore.
Oltre alle differenze culturali, ci sono **ostacoli** legali, finanziari e politici che possono generare resistenze da parte dei governi o delle imprese coinvolte. Ad esempio, si ricorda che le imprese di alcuni paesi posso aver restrizioni di tipo embarghi vs paesi ostili o possono avere restrizioni finanziarie (su prestiti e/o sulle riserve di valuta estera) che limitano l'espansione all'estero o il successo dell'operazione di M&A.

FOCUS

SOCIETÀ IMMOBILIARI, BREVI CENNI SULLA DISCIPLINA

IL DLGS 19/2023: UNA NUOVA FATTISPECIE PENALE E I SUOI RIFLESSI SULLA RESPONSABILITÀ DA REATO DELL'ENTE

Società immobiliari, brevi cenni sulla disciplina

di
Alessandro Carlotti

Premessa

Le società immobiliari italiane sono aziende specializzate nel settore immobiliare. Queste società possono essere coinvolte in una serie di attività legate all'acquisto, alla vendita, alla gestione e allo sviluppo di beni immobili, tra cui terreni, edifici commerciali, residenziali e industriali. Alcune di queste società operano anche nel settore delle costruzioni, progettando e realizzando nuovi edifici.

Le società immobiliari italiane possono essere quotate in borsa o private e possono avere diverse dimensioni, da piccole imprese locali a grandi gruppi che operano a livello nazionale o internazionale. Svolgono un ruolo importante nell'economia italiana, contribuendo alla creazione di posti di lavoro e alla crescita economica attraverso le loro attività nel settore immobiliare.

Le operazioni straordinarie relative alle transazioni immobiliari si riferiscono a situazioni particolari in cui vengono adottate strategie o tecniche specifiche per ottenere vantaggi aggiuntivi o per affrontare situazioni complesse. Di seguito sono elencati alcuni vantaggi derivanti dalle operazioni straordinarie in operazioni immobiliari:

- *Gestione del rischio*: le operazioni straordinarie possono essere utilizzate per mitigare il rischio associato alle transazioni immobiliari, ad esempio attraverso operazioni di copertura o la creazione di strutture di gestione del rischio.
- *Ottimizzazione delle imposte*: l'uso di operazioni straordinarie può consentire di ridurre l'onere fiscale legato alle transazioni immobiliari. Ad esempio, la creazione di una struttura societaria adeguata può consentire di beneficiare di agevolazioni fiscali o di detrazioni specifiche.
- *Accesso a finanziamenti più vantaggiosi*: in alcuni casi, operazioni straordinarie come la cessione di un immobile a una struttura specializzata (come un REIT) possono consentire di accedere a finanziamenti più vantaggiosi o di ottenere una maggiore liquidità.
- *Miglioramento del rendimento*: l'uso di operazioni straordinarie può mirare a migliorare il rendimento complessivo degli investimenti immobiliari, ad esempio attraverso la ristrutturazione di un edificio per aumentarne il valore o la redditività.
- *Accesso a nuove opportunità*: le operazioni straordinarie possono consentire di accedere a nuove opportunità di investimento o di sfruttare occasioni di mercato uniche.

Convenienza nell'uso delle società immobiliari

L'uso di società immobiliari può essere conveniente per una serie di motivi, ma è importante valutare attentamente la propria situazione finanziaria e le esigenze personali prima di prendere una decisione. Ecco alcuni vantaggi e considerazioni da tenere in considerazione:

1. *Limitazione della responsabilità*: le società immobiliari, come le società a responsabilità limitata (Srl) o le società per azioni (Spa), offrono la protezione della responsabilità limitata. Ciò significa che, in caso di debiti o problemi legali legati alla proprietà immobiliare, il patrimonio personale dei proprietari della società di solito è al sicuro.
2. *Benefici fiscali*: in alcune giurisdizioni, le società immobiliari possono beneficiare di vantaggi fiscali, come deduzioni fiscali o agevolazioni fiscali per le spese immobiliari e per il reddito generato dalle proprietà immobiliari. Tuttavia, la situazione fiscale può variare notevolmente da un paese all'altro, quindi è importante consultare un consulente fiscale prima di prendere una decisione.
3. *Facilità nella gestione patrimoniale*: le società immobiliari semplificano la gestione patrimoniale, in quanto è più facile trasferire quote di proprietà o passare la gestione a terzi, come gestori patrimoniali o eredi.
4. *Accesso al finanziamento*: le società immobiliari possono più facilmente accedere a finanziamenti e prestiti per l'acquisto di proprietà o per miglioramenti. La capacità di ottenere finanziamenti può essere più ampia rispetto a un individuo.
5. *Diversificazione del portafoglio*: utilizzare una società immobiliare per investire in immobili consente agli investitori di diversificare il loro portafoglio, riducendo il rischio di concentrarsi troppo in un singolo asset immobiliare.
6. *Consolidamento di proprietà*: le operazioni straordinarie come le fusioni e le acquisizioni possono consentire di consolidare diverse proprietà immobiliari in un'unica entità, semplificando la gestione e la valorizzazione dell'investimento immobiliare.
7. *Ristrutturazione finanziaria*: in alcune situazioni, le operazioni straordinarie possono essere utilizzate per ridurre l'indebitamento immobiliare o per ottenere condizioni di finanziamento più favorevoli, migliorando così la situazione finanziaria.
8. *Pianificazione successoria*: le operazioni straordinarie possono essere utilizzate per la pianificazione successoria, consentendo una distribuzione più efficiente del patrimonio immobiliare tra gli eredi o la creazione di trust immobiliari per proteggere il patrimonio.
9. *Ottimizzazione dei costi operativi*: attraverso operazioni di razionalizzazione o consolidamento, è possibile ridurre i costi operativi associati alla gestione delle proprietà immobiliari.

Classificazione delle società immobiliari

Le società immobiliari si suddividono ulteriormente in base all'attività principale, però spesso nel tempo cambiano il loro core business oppure compiono più attività contemporaneamente fra le seguenti:

- attività di costruzione che consiste nella costruzione/ristrutturazione di immobili per la successiva rivendita;
- attività di mera compravendita che consiste nell'acquisto e nella rivendita di immobili;
- attività di gestione che consiste nella gestione di immobili (prevalentemente tramite concessione in locazione a terzi).

Classificazione degli immobili

Gli immobili hanno una distinzione in base alla loro natura e al loro uso Si definisce come:

- *immobile strumentale per natura*: l'immobile che per la sua caratteristica non è suscettibile di diversa utilizzazione senza radicali trasformazioni (Cat. A/10,

B, C, D ed E);

- *immobile strumentale per destinazione*: l'immobile utilizzato esclusivamente per l'esercizio dell'impresa commerciale da parte dell'utilizzatore;
- *immobile strumentale pro tempore*: quando concesso ai propri dipendenti per esigenze di lavoro per un massimo di tre annualità;
- *immobile merce*: l'immobile alla cui produzione o al cui scambio è diretta l'attività di impresa;
- *immobile patrimonio*: l'immobile acquistato a titolo di investimento.

I trust immobiliari in "pillole"

Può essere interessante per le società che detengono immobili separare il destino di una parte o di tutti gli immobili per finalità precise e usare la forma giuridica "Trust" per gestire i beni. Per il fisco il trust è per ipotesi un ente non commerciale. Per il codice civile il trust trova il suo riconoscimento con l'adesione dell'Italia alla Convenzione de L'Aja del 18 luglio 1985, nasce il riconoscimento giuridico del trust "*per trust si intendono i rapporti giuridici istituiti da una persona con atto tra vivi o mortis causa qualora dei beni siano stati posti sotto il controllo di un trustee nell'interesse di un beneficiario o per un fine determinato*"

Il trust trova la nascita nei paesi anglosassoni e lentamente si è evoluto in forme sempre più articolate in varie giurisdizioni.

Alcuni vantaggi del trust nelle operazioni di M&A

I beni nel trust a certe condizioni non sono aggredibili dai creditori e questo permette che eventuali successive assegnazioni siano prive di vincoli con debitori.

Nel caso in cui il trust abbia un regolamento con uno scopo ben preciso una determinata operazione immobiliare non dovrebbe essere pregiudicata da eventuali lutti dei promotori. Diversamente da una società di capitali dove a seguito della morte del socio unico o maggioritario che spesso è anche amministratore si rischia la paralisi fino alla conclusione delle operazioni di successione, nel trust il trustee dovrebbe portare avanti le operazioni legate allo scopo del trust, così come erano state concordate.

Il trust come holding di società anche immobiliari al momento pare esentato dall'obbligo sul bilancio consolidato e a certe condizioni a quelle sulla direzione e coordinamento.

In alcuni casi la liquidazione dell'imposta di registro è rimandata al momento di uscita dei beni dal trust e non invece al momento di ingresso dei beni nel trust in ragione di eventuali scopi donativi e/o successori condizionati ad un momento futuro.

La creazione di un trust ed elementi essenziali e caratterizzanti

Si ricorda che una cosa è l'istituzione di un trust, cioè l'atto che contiene le regole, la nomina del trustee e dei beneficiari (ove già esistenti), altro è l'atto di trasferimento in trust dei beni che serviranno al trustee per porre in essere il programma definito e voluto dal disponente. I trust possono essere anche revocabili a certe condizioni. Per il fisco, a certe condizioni, i conferimenti immobiliari sono soggetti all'imposta di registro fissa

I soggetti e gli elementi caratterizzanti il trust dopo aver istituito il trust sono i seguenti:
1) il disponente cioè colui che conferisce i beni nel trust e può anche nominarsi trustee e può conservare alcuni diritti e facoltà;
2) il fondo cioè i beni conferiti in trust che costituiscono un fondo distinto e non sono parte né del patrimonio del trustee e non più del disponente;
3) il trustee cioè colui a cui è demandato il compito e l'onere di amministrare, gestire o disporre dei beni in conformità alle disposizioni del trust;
4) i guardiani (che sono soggetti non obbligatori) ossia coloro che controllano l'operato del trustee;
5) I beneficiari cioè coloro a cui sono attribuiti i frutti (il reddito) e i beni nel fondo a certe condizioni. I beneficiari del reddito possono non coincidere con i beneficiari finali dei beni immobili conferiti quale fondo del trust. I beneficiari del fondo sono coloro ai quali, sopraggiunto il termine finale o l'obiettivo del trust, i beni saranno trasferiti. Essi, a loro volta, si dividono in beneficiari trasparenti, e beneficiari opachi. I primi sono quelli già individuati nell'atto, mentre quelli opachi possono essere individuati a una condizione sospensiva e/o successiva.

La legge regolatrice
La Convenzione afferma che il trust è regolato dalla legge scelta dal disponente e, dato che in Italia manca tale legge regolatrice anche se l'istituto del Trust è riconosciuto e dato che è un istituto nato e regolato nei paesi anglosassoni, di solito si sceglie una legge di loro riferimento; la più nota è quella di Jersey.

Tutela dai creditori e dei legittimari
Si ricorda che la Cassazione non ammette protezione per i trust creati per ledere i diritti dei creditori del disponente *in malus*. Per avere la protezione occorre che il disponente sia *in bonis* al momento dell'istituzione del trust e del conferimento dei beni.
Fatta prima questa precisazione:
I beni in trust sono separati dal patrimonio personale del trustee e non fanno parte del suo regime patrimoniale o della sua successione (quindi non vengono trasferiti agli eredi del trustee).
I creditori personali del trustee non possono aggredire i beni del fondo in trust.
Il trustee è investito del potere e onerato dell'obbligo, di cui deve rendere conto, di amministrare, gestire o disporre dei beni secondo i termini del trust e le norme particolari impostegli dalla legge.
I beni in trust sono "segregati" e dunque non sono soggetti alle pretese di:
a) creditori personali del trustee, giacché non rientrano nel suo regime patrimoniale, matrimoniale né in quello successorio;
b) creditori del disponente, perché non fanno più parte del suo patrimonio (salva l'ipotesi di revocatoria ordinaria e fallimentare);
c) creditori dei beneficiari sino a che costoro non ricevono tali beni dal Trustee.

Quando conviene creare un Trust
Applicazioni frequenti del trust si rinvengono nel passaggio generazionale dei beni o delle quote di aziende, della tutela dei soggetti di deboli, nella tutela delle situazioni di fatto quali le convivenze, nella pianificazione e sistemazione di interessi patrimoniali e reddituali della famiglia, oppure con funzione di garanzia in luogo delle fidejussioni.

Il Dlgs 19/2023: una nuova fattispecie penale e i suoi riflessi sulla responsabilità da reato dell'ente

di
Barbara Chelazzi

Articolo 54 del Dlgs 19/2023 *"False o omesse dichiarazioni per il rilascio del certificato preliminare.*

1. Chiunque, al fine di far apparire adempiute le condizioni per il rilascio del certificato preliminare di cui all'articolo 29, forma documenti in tutto o in parte falsi, altera documenti veri, rende dichiarazioni false oppure omette informazioni rilevanti, è punito con la reclusione da sei mesi a tre anni.
2. In caso di condanna ad una pena non inferiore a mesi otto di reclusione segue l'applicazione della pena accessoria di cui all'articolo 32-bis del codice penale".

Articolo 55 del Dlgs 19/2023: *"Modifiche al decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231.*

1. All'articolo 25-ter, comma 1, del decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231, sono apportate le seguenti modificazioni:
a) all'alinea, dopo le parole «dal codice civile», sono inserite le seguenti: «o da altre leggi speciali»;
b) alla lettera s-bis), il segno di interpunzione «.» è sostituito con il seguente: «;»;
c) dopo la lettera s-bis) è inserita la seguente: «s-ter) per il delitto di false o omesse dichiarazioni per il rilascio del certificato preliminare previsto dalla normativa attuativa della direttiva (UE) 2019/2121, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 novembre 2019, la sanzione pecuniaria da centocinquanta a trecento quote".

Il Dlgs n. 19 del 2 marzo 2023 (pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 56 del 7 marzo 2023) ha dato attuazione della direttiva (Ue) 2019/2121 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019, che modifica la direttiva (Ue) 2017/1132 per quanto riguarda le trasformazioni, le fusioni e le scissioni transfrontaliere.
Il certificato preliminare, come stabilisce l'articolo 29 del decreto, è rilasciato dal notaio su richiesta della società italiana partecipante alla fusione transfrontaliera e attesta il regolare adempimento, in conformità alla legge, degli atti e delle formalità preliminari alla realizzazione della fusione, ovvero la liceità dell'operazione transfrontaliera.
La fattispecie penale introdotta dall'articolo 54 del decreto tutela la veridicità delle informazioni contenute nel certificato preliminare: si tratta di un reato comune, che può essere commesso da chiunque partecipi all'attività di preparazione di quanto occorre per il rilascio del certificato preliminare, con condotta commissiva o omissiva; è perseguibile d'ufficio; prevede il dolo specifico *"al fine di far apparire adempiute le condizioni per il rilascio del certificato preliminare di cui all'articolo 29"*; in caso di condanna non inferiore a otto mesi di reclusione segue la pena accessoria dell'interdizione temporanea dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese (sospesa *ex* articolo 166 c.p. in caso di sospensione del-

la pena *ex* articolo 163 c.p.).
Oltre alla ridetta fattispecie penale, il decreto (al successivo articolo 55) introduce un nuovo "reato presupposto", attraverso l'inserimento del reato di false o omesse dichiarazioni per il rilascio del certificato preliminare di cui all'articolo 54 nei reati societari richiamati dall'articolo 25-*ter* del Dlgs 231/2001 e prevede una responsabilità "amministrativa" - con conseguente applicazione di una sanzione pecuniaria - in capo all'ente nel cui interesse o vantaggio il reato è stato commesso da persone che rivestono funzioni di rappresentanza, amministrazione o direzione dell'ente o di una sua unità organizzativa dotata di autonomia finanziaria e funzionale, nonché da persone che esercitano, anche di fatto, la gestione ed il controllo dello stesso, ovvero da persone sottoposte alla direzione o alla vigilanza di uno di tali soggetti, come previsto dall'articolo 5 del Dlgs 231/2001.
A seguito delle suddette novità, le società coinvolte in operazioni transfrontaliere dovranno adeguare i propri modelli organizzativi *ex* Dlgs 231/2001 rispetto alla nuova fattispecie di reato per evitare una sanzione pecuniaria che potrà arrivare fino a 464.700 euro (in considerazione del valore della quota stabilito dall'articolo 10 del Dlgs 231/2001) e che - in caso di conseguimento di un profitto di rilevante entità - potrà essere aumentata fino ad un terzo.
Le nuove disposizioni hanno effetto a decorrere dal 3 luglio 2023 e si applicano alle operazioni transfrontaliere e internazionali (non solo alle fusioni) nelle quali nessuna delle società partecipanti, alla medesima data, abbia pubblicato il progetto (articolo 56 del decreto).

APPROFONDIMENTI

a cura di 24 Ore Professionale

- INTEGRAZIONE DEI FATTORI ESG NELLE OPERAZIONI DI M&A E NELL'ACCESSO AL CREDITO DELL'AZIENDA
- M&A, MOLTE OPERAZIONI PICCOLE E MEDIE MA CONTROVALORI IN CADUTA DI 44 MILIARDI
- M&A, EUROPA META FAVORITA DALL'INSTABILITÀ GEOPOLITICA

Integrazione dei fattori ESG nelle operazioni di M&A e nell'accesso al credito dell'azienda

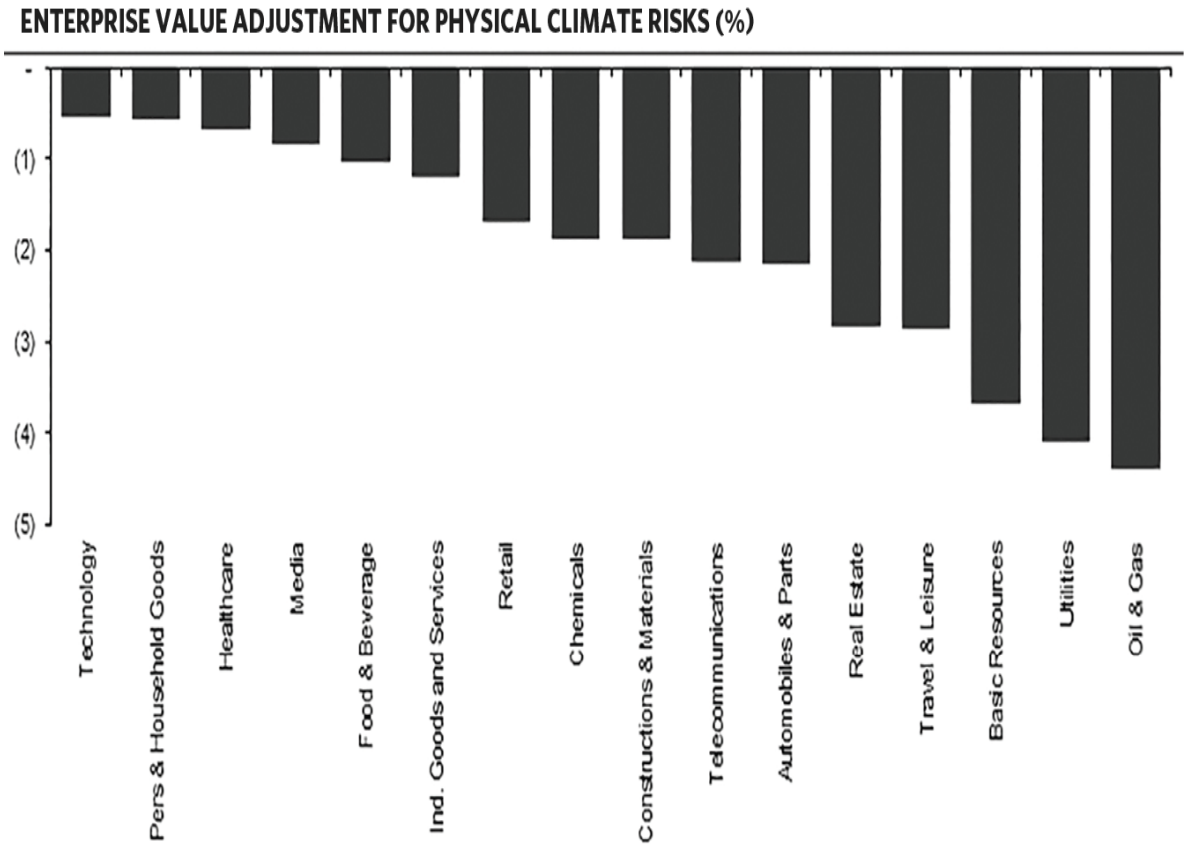
Adriano Gaetani, Claudio Balsani, Andrea Minervini, Il Sole 24 Ore, estratto da Edicola Fisco | 8 novembre 2023 | p. 103-108 |

L'adozione di pratiche di investimento sostenibili consente agli investitori di evitare impatti negativi sulla società e sull'ambiente. Come le tematiche ESG influenzano le transazioni di fusione e acquisizione

Sempre più investitori considerano l'investimento responsabile come un approccio essenziale per servire i propri clienti e i beneficiari. "*I dati parlano chiaro: le aziende e gli investitori stanno sempre più integrando le considerazioni ESG nelle loro strategie di fusioni e acquisizioni, non solo perché è giusto e responsabile farlo, ma anche a causa delle implicazioni di valore legate alle tematiche ESG*", ha dichiarato Mark Golovcsenko, Responsabile dei Servizi ESG e Climatici degli Stati Uniti presso KPMG.
Questo slancio è stato guidato da diverse forze trainanti, di seguito sintetizzate, il cui peso specifico sta diventando determinante sia nell'ambito delle operazioni di M&A che di accesso alla finanza.
L'ESG sta guadagnando importanza nei mercati finanziari, poiché si riconosce sempre di più il suo ruolo cruciale nella valutazione del rischio e del rendimento degli investimenti. Questa consapevolezza ha portato ad una crescente propensione ad adottare pratiche di investimento responsabile per le quali gli investitori, ed i finanziatori, necessitano di maggiore *disclosure* nell›allocazione del capitale delle società target e negli impatti che ne derivano. In questo contesto è fondamentale l'intervento degli enti regolatori che hanno il compito di orientare le strategie di investimento verso investimenti responsabili, all'interno dei quali i fattori ESG risultano parte integrante e centrale.
L'esigenza di più trasparenza e la crescente attenzione a questi temi nella pianificazione di lungo termine hanno comportato il moltiplicarsi delle informazioni a disposizione in ambito ESG. Sebbene questo fenomeno rischi di generare *rumore* nella selezione dei dati da utilizzare nel processo decisionale di investimento, una serie di agenzie di rating hanno sviluppato prodotti specifici in tale campo. Il ruolo di queste agenzie è quello di valutare tramite metriche e indicatori la capacità di un›azienda di gestire i rischi e cogliere le opportunità legate a questioni ambientali, sociali e di governance.
La tendenza evidenzia che è fondamentale considerare i driver del valore degli investimenti a lungo termine, tra cui l'ESG, in quanto aspetto cruciale del dovere fiduciario nelle pratiche di investimento moderne, enfatizzando il ruolo dell'investimento responsabile e sostenibile nell'ambito delle decisioni economiche e finanziarie in evoluzione.

A che punto sono gli investimenti interessati dalle tematiche ESG?
L'adozione di pratiche di investimento sostenibili consente agli investitori di raggiungere vari obiettivi. Non solo evitano gli impatti negativi sulla società e sull'ambiente associati agli investimenti tradizionali, ma mitigano anche i rischi finanziari e reputazionali. Questo approccio soddisfa le aspettative dei clienti e contribuisce agli obiettivi globali di clima e sviluppo sostenibile.
Tra il 2022 ed il 2023, KPMG ha condotto due sondaggi che hanno coinvolto ben oltre 200 professionisti che operano nel mondo delle operazioni straordinarie tra investitori aziendali, investitori finanziari e finanziatori delle attività di M&A, negli Stati Uniti e nell'Europa, Medio Oriente e Africa (EMA). Lo studio aveva l'obiettivo di comprendere come le tematiche ESG influenzino le loro transazioni di fusione e acquisizione.
A conferma del fatto che il tema ESG sia oramai centrale nelle scelte strategiche degli investitori, dai sondaggi è emerso che 4 *dealmakers* su 5 hanno affermato che le considerazioni ESG sono all'interno

delle loro agende di investimento. Questa tendenza è riscontrata sia tra gli investitori finanziari (72% negli Stati Uniti e 94% nell›EMA) che tra gli investitori aziendali (76% negli Stati Uniti e 77% nell›EMA). "*Crediamo che l'aspetto della sostenibilità abbia un impatto positivo sul business*" – afferma uno dei professionisti coinvolti nel sondaggio – "*I fattori ESG ci aiutano a ridurre il rischio Beta (cioè il rischio sistemico) dei nostri investimenti*".
Proprio per questo motivo, vi è una progressiva tendenza ad incorporare le considerazioni ESG nel programma di fusioni e acquisizioni degli investitori, come afferma il 74% degli intervistati. Tuttavia, un dato da non sottovalutare è che di questi solo il 51% possiede una comprensione adeguata delle questioni ESG nella loro area di investimento.
Ad ogni modo, gli investitori si dimostrano sempre più propensi a portare avanti approfondite analisi in ambito ESG tramite apposite due diligence più frequentemente in futuro, con il 48% degli investitori nell'EMA e il 27% negli Stati Uniti, in aumento rispetto al 25% nell'EMA e al 16% negli Stati Uniti nei due anni precedenti, al fine di fattorizzare nella loro valutazione complessiva gli impatti derivanti dai fattori ESG.
Questi risultati evidenziano l'importante ruolo che le considerazioni ESG stanno svolgendo nelle strategie di fusione e acquisizione e la crescente consapevolezza degli investitori riguardo a tali fattori nell'ambito delle transazioni economiche.



Perché è importante l'integrazione di fattori ESG nelle operazioni straordinarie?
Le tematiche ESG stanno diventando sempre più un punto di grande criticità nella finalizzazione o meno di un deal.
Il dato più significativo dai sondaggi sopracitati, per trovare riscontro di quanto sopradetto in termini numerici, è che il 53% degli investitori intervistati negli Stati Uniti ed il 66% nell'EMA (Europa, Medio Oriente e Africa) non hanno portato a termine le loro operazioni di acquisizione individuando come motivazione principale la scoperta di problematiche in ambito ESG.

Proprio per questo motivo, è importante considerare il rilevante impatto che l'integrazione di tali fattori sta avendo sulle strategie di investimento e sulla valutazione delle singole aziende.
A titolo esemplificativo, ma non esaustivo, basti pensare alle aziende operanti nei settori che hanno un maggiore impatto ambientale per via dell'elevata concentrazione di emissioni di CO2 prodotta. Come riportato nello studio di Schroders sintetizzato nel grafico sopra esposto, le società che generano più esternalità negative sull'ambiente subiranno un maggiore impatto sul loro *enterprise value* in quanto ritenute meno conformi agli standard ESG delineati dalle autorità e agenzie competenti.
Ad ogni modo, è bene tenere sempre a mente che l'aspetto ambientale è solo uno dei tre fattori che, sulla base di quanto discusso in questo contesto, hanno un impatto sul calcolo dell'*enterprise value* di un'azienda. Pertanto, come l'ambiente, così anche la componente S (Social) e G (Governance) hanno particolare rilievo ai fini della valutazione di una società.
Dai sondaggi KPMG precedentemente citati è emerso che gli investitori intervistati sono disposti a pagare di più per un Target sostenibile che dimostri un elevato livello di maturità ESG in aree che si allineano alle loro priorità ESG. La metà degli intervistati ha dichiarato che il premio sarebbe compreso tra l'1% e il 5% del valore e tra il 5% e il 10% per quasi un quinto degli stessi.
In un contesto in così rapida evoluzione, è bene ricordare che l'integrazione di questi fattori presenta alcune sfide. L'assenza di un unico standard a disposizione che presenti una chiara definizione delle metodologie di calcolo e della terminologia da utilizzare rende difficile la comparabilità dei dati analizzati.
Inoltre, a causa della pressoché recente espansione di queste strategie di investimento, i dati a disposizione utili al monitoraggio e alla valutazione delle performance di un'azienda in ambito ESG risultano ancora limitati. A conferma di ciò, è stato riscontrato che il 49% degli investitori intervistati nei sondaggi nell'EMA e il 59% negli Stati Uniti hanno identificato la "*mancanza di dati robusti o di policy chiaramente definite e adottate dal target*" come una delle sfide principali.
In aggiunta, l'eterogeneità degli asset presenti sotto il controllo di una società o un fondo e le diverse tecniche utilizzate per mitigare criticità in ambito ESG possono ostacolare l'integrazione di tali fattori all'interno di un portafoglio.

La due diligence ESG – ruolo cruciale nelle operazioni straordinarie di M&A e di valutazione delle aziende

Come commentato in precedenza, l'integrazione dei fattori ESG nell'ambito delle operazioni straordinarie di M&A sta assumendo un'importanza sempre più significativa con un diretto impatto nella determinazione del valore di un'azienda oltre che nell'opportunità di procedere o meno con la conclusione di un'acquisizione.
Ai fini dell'attività di stesura di un solido piano industriale che possa allo stesso tempo anche determinare un congruo valore di un'azienda oggetto di acquisizione, è fondamentale che gli operatori di mercato valutino la struttura e siano consapevoli del livello di maturità in ambito ESG di un'azienda Target.
A tale fine diventa sempre più necessario effettuare valutazioni sulla materialità degli aspetti ESG tramite un'analisi approfondita di Due Diligence che permetta ai *dealmakers* di comprendere quali sono i rischi e le opportunità dal punto di vista ambientale, sociale e di governance associati all'acquisizione di un'azienda target. Una volta definito lo stato attuale dell'azienda, è fondamentale definire gli obiettivi ESG da perseguire, gli eventuali investimenti da effettuare, sviluppare le relative strategie e adottare pratiche responsabili per ottenere quanto preposto.
Il tutto dovrà essere debitamente fattorizzato nell'ambito del piano industriale di un'azienda.
Diviene, pertanto, un'idea sempre più comune che l'integrazione dei fattori ESG non debba essere trattata come componente esterna alla visione aziendale ma, al contrario, vista come beneficio nel momento in cui si fonde con gli altri elementi che compongono la strategia di lungo periodo, divenendo così parte integrante delle dinamiche aziendali.
Un'attenta analisi preliminare della maturità di un'azienda Target nell'ambito delle tematiche ESG per il

tramite dello strumento della c.d. Due Diligence rappresenta pertanto un elemento cardine ed ormai imprescindibile nell'ambito di un processo di M&A. È oramai assodato che la Due Diligence ESG entri nella prassi delle operazioni straordinarie, tanto quanto quella legale, finanziaria o fiscale.
Le attività di due diligence nell'ambito di acquisizioni e/o cessioni societarie consistono nella raccolta delle informazioni concernenti la società oggetto della trattativa, al fine di esprimere un giudizio sul valore di mercato dell'attività, ridurre l'asimmetria informativa tra acquirente e venditore e rivelare possibili rischi e incertezze che sono intrinsecamente presenti in qualsiasi azienda. Nel caso della Due Diligence ESG le attività di indagine si concentrano su tematiche come la gestione dei rischi ambientali, emissioni di gas serra, protezione dei diritti umani e dei lavoratori, gestione responsabile della catena di fornitura e Corporate Governance e Integrità aziendale.
L'evoluzione normativa europea in atto, di cui recenti esempi sono la Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD) e la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), sta avvalorando i processi di Due Diligence ESG come strumento di presidio alla conformità normativa.
La Due Diligence ESG è uno strumento in evoluzione, il cui sviluppo è relativamente recente. Questo processo di sviluppo riguarda le procedure di analisi adottate dai soggetti incaricati di condurre le analisi, tipicamente le società di consulenza e, allo stesso tempo, si sta lavorando anche sull'adozione di strumenti di misurazione dei KPI analizzati dalla Due Diligence ESG da parte delle stesse imprese che sono oggetto di verifica.
All'attuale stato dei fatti, bisogna riconoscere che solamente una minoranza delle imprese operanti nel nostro paese dispone di una struttura di controllo adeguata all'analisi di una Due Diligence ESG, come rilevato anche dai sondaggi sopracitati. In assenza di tale struttura, i risultati di una Due Diligence ESG potrebbero limitarsi alla mancanza di dati sufficienti per emettere un giudizio, trasformando così l'intera procedura in uno strumento per segnalare rischi legali o di conformità derivanti da questa lacuna nel controllo aziendale.
Certamente lo sviluppo di una maggiore cultura aziendale riguardo alle tematiche ESG da parte delle imprese sarà incentivato da un punto di vista normativo nei prossimi anni. Infatti, l'obbligo di rendicontare le informazioni di sostenibilità secondo uno standard unico e obbligatorio a livello di UE, il cosiddetto Bilancio di Sostenibilità, entrerà in vigore dal 1° gennaio 2024 per gli enti di interesse pubblico con più di 500 dipendenti (anche EIPR), ma già dall'anno successivo per tutte le aziende di grandi dimensioni (diverse dagli EIPR) – cioè le aziende che superano almeno due dei tre limiti individuati dal legislatore: 250 dipendenti impiegati in media, 40 milioni di euro di ricavi netti o 20 milioni di euro di totale attivo – e riguarderà oltre 49.000 aziende in tutta Europa.
Analogamente alle altre forme di due diligence, l'oggetto dell'incarico della Due Diligence ESG non segue una codifica standard, ma si modella in base alle specifiche peculiarità del settore in cui opera l'impresa o il Gruppo coinvolto nella transazione. Ciò richiede una stretta collaborazione tra il cliente e il consulente incaricato al fine di identificare con precisione i punti focali dell'analisi.
Una volta determinato il perimetro dell'incarico la prima parte del lavoro di due diligence si concentra su uno screening dei rischi e opportunità del settore, in cui vengono valutati i rischi ESG intrinseci del business, e su come il business condotto possa contribuire positivamente agli obiettivi ambientali e sociali dell'Unione Europea.
A tale prima fase seguono le fasi di analisi delle informazioni ESG disponibili e della loro qualità, con la definizione dei parametri valutativi ("KPI" ESG del business) e valutazione della performance sulla base di tali parametri, interviste con i responsabili coinvolti nella gestione di tematiche ESG e *site visit* per la conferma delle analisi effettuate. Infine, si procede all›elaborazione di un report di Due Diligence ESG in cui vengono documentate le evidenze rilevate e ciascun punto di rischio ESG viene esaminato insieme agli strumenti utilizzati per il suo controllo. Alla valutazione complessiva vengono aggiunte una serie di raccomandazioni per il miglioramento, con l›obiettivo di allineare la società oggetto dell›analisi alle best practice o alle disposizioni legislative vigenti.

In particolare, è sulle raccomandazioni per il miglioramento che si stanno concentrando gli sforzi dei soggetti incaricati dello svolgimento della due diligence, volti ad integrare sempre più spesso la raccomandazione con la quantificazione monetaria dei rischi finanziari o degli investimenti necessari all'allineamento alle disposizioni legislative vigenti e prospettiche.
Tale esigenza è quanto mai sentita dal momento in cui si moltiplicano sempre più gli esempi di introduzione di tributi e oneri di rendicontazione legati a tematiche ESG, come la Plastic tax introdotta dal 1° gennaio 2023 in Spagna, o il regolamento europeo CBAM, approvato nella prima metà del 2023, il cui fine è limitare la delocalizzazione fuori dall'Unione Europea delle imprese che producono merci la cui produzione comporta un elevato dispendio di emissioni di CO2 di determinati settori.
Col passare del tempo diventerà quindi necessario elaborare modelli adeguati a integrare queste tipologie di considerazioni all'interno dei piani industriali sottostanti alle valutazioni aziendali.

Le considerazioni ESG nell'accesso al credito dell'azienda
L'obiettivo delle aziende è quello di favorire e migliorare le loro prestazioni ESG, ridurre i rischi e sfruttare le opportunità nel contesto delle operazioni di M&A, migliorando così la loro sostenibilità, la loro reputazione ed il loro valore di mercato.
A conferma di quanto detto, i sondaggi condotti da KPMG hanno riscontrato come numerosi professionisti vedano nell'integrazione dei fattori ESG un elemento che ha anche permesso e permetterà loro di accedere più facilmente a nuove fonti di finanziamento, tra cui i fondi sostenibili, divenendo così un argomento di discussione nelle trattative con prestatori e mutuatari.
Recenti sondaggi riportano che, a seguito di rilievi materiali in ambito ESG scoperti su società oggetto di finanziamento in ambito di operazioni straordinarie di fusioni e acquisizioni, il 76% dei finanziatori ha proceduto con il finanziamento o l'underwriting a condizioni più conservative.
Quando le aziende cercano finanziamenti per portare avanti le loro attività di breve, medio e lungo termine, sempre più spesso vedono valore nell'adottare l'approccio ESG per soddisfare i loro stakeholder. Allo stesso tempo, sempre più finanziatori sono spinti a concedere prestiti in linea con i principi ESG. Questo crea un perfetto allineamento tra i fornitori e i potenziali beneficiari del finanziamento ESG. Il secondo grande catalizzatore della crescita del finanziamento ESG è il quadro normativo, strettamente legato all'agenda sul cambiamento climatico.
Se da una parte l'Unione Europea favorisce la transizione ecologica tramite l'applicazione di una legislazione che sfavorisce i settori con alto impatto ambientale, con lo stesso scopo ha individuato una serie di azioni che possono incentivare lo sviluppo di attività ESG attraverso un accesso agevolato ai finanziamenti, stanziando fondi dedicati o incoraggiando le banche a fornire tassi di finanziamento agevolato. Inoltre, attraverso l'EU *Action Plan for Financing Sustainable Growth*, l'Unione Europea ha identificato le attività di finanziamento come fattore fondamentale del processo di transizione ad una economia più sostenibile, richiedendo alle banche di migliorare la gestione dei propri «*material ESG risks*» e di integrare i fattori ESG nelle proprie attività di finanziamento.
Ciò comporta che l'accesso ai finanziamenti è fra le variabili finanziarie destinate ad essere impattate in maniera maggiore dalle analisi ESG, e si possono citare dei recenti esempi di tali sostegni come:

- ***Climate Action Programme Loan***, approvato nel 2020 dall'Unione Europea, ovvero una provvista specifica per finanziare prestiti per sostenere progetti di efficienza energetica, energie rinnovabili e biogas di piccole e medie dimensioni in tutta Italia, che saranno realizzati da promotori privati e/o pubblici selezionati. La valutazione degli impatti e dei rischi ESG farà parte del processo standard di due diligence che i Promotori dovranno svolgere per ogni investimento sottostante.
- ***ESG Linked Loan***, prodotti di finanziamento a medio-lungo termine, offerti attualmente dal sistema bancario italiano, caratterizzati da condizioni economiche favorevoli e correlate a uno scoring ESG, misurato dal finanziatore utilizzando un parametro di riferimento predeterminato, come un rating ESG di una terza parte.

- ***Green Bond e Social Bond***, le obbligazioni la cui emissione è legata a progetti che hanno un impatto positivo per l'ambiente e che permettono quindi di finanziare vari tipi di progetti con caratteristiche di sostenibilità ambientale, identificate a partire dal 13 marzo 2017 da Borsa Italiana.
- Secondo uno studio di Morgan Stanley, solamente nella prima metà del 2023, i fondi sostenibili hanno attratto capitale per 57 miliardi di dollari, maggior parte del quale proveniente dall'Europa. Questi influssi consistenti di capitale hanno portato il AUM a superare la soglia dei 3 trilioni di dollari totali (circa l'8% del AUM globale). A questi esempi si aggiunge inoltre il principio generale del *Do No Significant Harm (DNSH)*, che riguarda tutti gli interventi previsti dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza. Tale principio costituisce una base fondamentale per accedere ai fondi del PNRR, prevedendo che le attività finanziabili non arrechino alcun danno significativo all'ambiente.

Conclusioni

L'integrazione dei fattori ESG nelle operazioni di fusione e acquisizione ovvero nell'accesso alla finanza è diventata cruciale nel panorama economico e finanziario odierno. Basti pensare che a livello globale i finanziamenti da venture capital e private equity nel settore ESG avevano già superato i 35 miliardi di dollari nell'anno 2021 (16 miliardi di dollari nel 2020). Nel corso degli ultimi anni sono stati costituti molteplici fondi di investimenti aventi come primario obiettivo investimenti ESG.

Il crescente flusso di Asset Under Management previsto in crescita a doppia cifra annua fino a 1,46 trilioni di dollari nel 2025 verso investimenti responsabili indica un cambiamento significativo nell›atteggiamento degli investitori, che non considerano più l›ESG come una mera questione etica, ma come un elemento chiave nella valutazione delle opportunità di investimento o di finanziamento.

La consapevolezza dell'importanza dell'ESG si sta radicando profondamente tra le aziende, che stanno riconoscendo i benefici che derivano dall'adozione di tali criteri. Questi vantaggi non riguardano solo l'immagine pubblica e la reputazione, ma anche gli aspetti economici. L'ESG può ridurre i rischi operativi e legali, aumentare l'efficienza e aprire nuove opportunità di accesso al credito ovvero di business legate a soluzioni sostenibili e innovative.

Questo processo è favorito dall'ampia presenza di istituzioni e agenzie di rating specializzate nell'analisi ESG. Tuttavia, è importante sottolineare che l'integrazione di questi fattori nei processi di redazione di piani industriali, reperimento dei finanziamenti e due diligence è ancora in una fase di sviluppo e non completamente matura. Le aziende stanno lavorando per affinare tali processi e per garantire che l'ESG sia integrato in modo sistematico in tutte le fasi delle operazioni straordinarie societarie.

L'importanza dell'ESG nelle transazioni è destinata a crescere ulteriormente. Non si tratta semplicemente di una tendenza momentanea, ma di un movimento fondamentale che sta rivoluzionando il panorama aziendale. Le imprese che investono nella comprensione e nell'integrazione efficace dei fattori ESG stanno posizionandosi per il successo a lungo termine, potenziando la loro resilienza e sostenibilità in un mondo sempre più orientato alla responsabilità sociale e ambientale. In definitiva, l'ESG sta diventando un pilastro chiave per il successo nelle operazioni di M&A e nell'intero mondo degli affari.

M&A, molte operazioni piccole e medie ma controvalori in caduta di 44 miliardi

Carlo Festa, Il Sole 24 Ore, estratto da FINANZA E MERCATI, 5 ottobre 2023, p. 28

MILANO Il mercato italiano delle fusioni e acquisizioni continua a mostrare segnali di rallentamento derivanti dalla situazione di incertezza che persiste, sia nello scenario macroeconomico, sia sui mercati finanziari. Nei primi 9 mesi del 2023 sono state concluse 888 operazioni (-6% rispetto alle 942 operazioni dello stesso periodo dello scorso anno) per un controvalore pari a oltre 17 miliardi di euro (rispetto ai circa 61 miliardi dei primi nove mesi 2022). È dunque un mercato sostanzialmente di operazioni di mid-market con pochi grandi deal. Su questo secondo versante negli ultimi tre mesi c'è stata la chiusura dell'acquisizione da parte di Exor del 15% del capitale dell'olandese Philips, leader nelle tecnologie sanitarie, per un controvalore di oltre 2 miliardi di euro. L'investimento conferma l'interesse della holding verso il settore della diagnostica e delle biotecnologie, iniziato lo scorso anno con l'acquisizione del 10% del gruppo sanitario francese Institut Mérieux. «Il mercato M&A segna una frenata, in particolare sul segmento dei grandi deal, che aveva caratterizzato gli ultimi due anni – spiega Max Fiani, partner di Kpmg e curatore del rapporto – I controvalori subiscono una contrazione del 70%, mentre tengono bene i volumi, in termini di transazioni chiuse, grazie al mid-market ed ai settori consumer e industriale, tipici del Made in Italy». Si conferma l'interesse da parte di investitori italiani per i mercati esteri: circa il 60% del controvalore dei primi nove mesi fa riferimento infatti ad operazioni realizzate da gruppi italiani all'estero. Oltre all'investimento da parte di Exor in Philips, sono in evidenza le grandi famiglie imprenditoriali che proseguono nell'utilizzo dell'M&A per creare campioni europei in grado di competere sullo scenario mondiale. Ne sono un esempio Dufry-Autogrill, Chiesi Farmaceutici-Amryt Pharma, Ariston-Centrotec Climate Systems, e l'acquisizione da parte del gruppo Ermenegildo Zegna dell'americana Tom Ford International. Con riferimento ai principali settori attivi nei primi nove mesi del 2023, c'è il consumer market con 270 deal per un controvalore di oltre 9 miliardi di euro, poi l'industrial market con 3 miliardi di euro per 225 operazioni e il settore dell'energia e delle utility che conta 72 acquisizioni per un ammontare investito di circa 1,7 miliardi di euro. Risulta inoltre particolarmente significativo il contributo, in termini di volumi, del comparto Tmt (tecnologia, telecomunicazioni e media), che ha registrato 173 deal. Tra le principali operazioni del consumer market oltre ai citati deal, Dufry-Autogrill ed Exor-Philips, continua il consolidamento della filiera produttiva dell'abbigliamento, con la finalizzazione dell'acquisizione da parte di Nb Renaissance Partners del 70% di U-Invest (marchio U-power), per un controvalore complessivo di 800 milioni di euro. Nel corso dei primi 9 mesi 2023, diminuiscono anche gli investimenti di private equity che, in termini di controvalore, confermano l'assenza di grandi deal, con gli operatori di private capital che si stanno orientando su operazioni di dimensioni inferiori rispetto all'anno precedente. Per la fine del 2023 ci sono infine grandi aspettative sull'operazione Tim-Kkr per l'acquisizione della rete Tim che rappresenterebbe la transazione più rilevante per l'anno in corso, per circa 23 miliardi.

FUSIONI E ACQUISIZIONI IN ITALIA	888 Le operazioni nei 9 mesi Nei primi 9 mesi del 2023 sono state concluse in Italia 888 operazioni di fusione e acquisizione (M&A). Si tratta di un calo del 6% rispetto alle 942 operazioni dello stesso periodo dello scorso anno in Italia. Il controvalore nel 2023 è pari a oltre 17 miliardi di euro: il calo è ancora più netto, rispetto ai circa 61 miliardi di euro registrati nei primi nove mesi 2022. 270 Le operazioni nel consumer Tra i settori più attivi nei primi nove mesi c'è il consumer markets con 270 operazioni per un controvalore di oltre 9 miliardi. Segue l'industrial markets con 3 miliardi di euro per 225 operazioni e il settore dell'energia e delle utility che conta 72 acquisizioni per un ammontare investito di 1,7 miliardi. Significativo, in termini di volumi, il comparto Tmt: 173 operazioni.

M&A, Europa meta favorita dall'instabilità geopolitica

Nino Amadore, Il Sole 24 Ore, estratto da IMPRESE E TERRITORI, 27 settembre 2023, p. 24

La burocrazia scandinava è peggio di quella italiana. Almeno secondo i manager del grandi gruppi asiatici e in particolare cinesi. È questo il dato più curioso che emerge da "Risky Business: US and Asian investment atittudes amid shifting geopolitics", l'annuale rapporto di 36Brains e Mergermarket redatto sulla base di 60 interviste condotte a top manager cinesi e statunitensi a capo di aziende, fondi di private equity e speculativi, per raccogliere informazioni sul rischio di investimento in Europa e sulle nuove tematiche supply chain e Esg. È un segnale dell'atteggiamento dei manager: la percezione del rischio per chi vuole investire si sta capovolgendo. «Gli ostacoli normativi dei Paesi del Nord Europa, tipicamente percepiti come sicuri, scoraggiano alcuni investitori; i mercati tradizionalmente rischiosi dell'Europa meridionale non sono più considerati tali» si legge. Il Paese con meno ostacoli è la Francia (lo dice il 42% degli intervistati) e poi a seguire, in seconda posizione ma ex aequo con il Portogallo e la Spagna, c'è l'Italia (33% degli intervistati). Mentre metà degli interpellati cita i Paesi scandinavi come i più rischiosi. Un terzo del campione è dell'opinione che Regno Unito e Irlanda offriranno le migliori opportunità di M&A in Europa nei prossimi 12 mesi. Per quanto riguarda i vari Paesi, però, ci sono differenze notevoli tra americani e asiatici: i dirigenti americani vedono come migliori destinazioni per un M&A il Regno Unito e la Francia, mentre gli asiatici privilegiano Germania, Francia, Italia, Spagna e Portogallo. Il tutto in un quadro chiaro: le tensioni internazionali spingono i manager americani e cinesi a prediligere l'Europa: la maggior parte degli intervistati ritiene che le tensioni tra Usa e Cina (l'83%) e la guerra tra Russia e Ucraina (il 55%) renderanno il Vecchio Continente una destinazione vantaggiosa per l'M&A nei prossimi 12 mesi, in particolare nei settori della tecnologia e dell'energia; oltre un terzo degli interpellati asiatici reputa che a determinare le proprie mosse saranno principalmente le opportunità di ristrutturazione e turnaround di imprese in crisi – in aumento rispetto allo scorso anno – mentre il 37% degli statunitensi darà priorità alla creazione di sinergie. Per quanto riguarda i settori c'è da dire che anche il settore tecnologia & media è destinato a crescere rapidamente: poco meno di un terzo del campione (32%) prevede che l'ambito registrerà la maggiore crescita in attività di M&A in Europa nei prossimi 12 mesi, di gran lunga la percentuale più alta. Aumenta poi l'attenzione verso le questioni relative alle tematiche Esg: un quinto degli intervistati ammette di aver abbandonato almeno un'operazione a causa della scarsa valutazione delle pratiche ambientali di una società target. E infatti le competenze Esg sono diventate sempre più richieste per investitori che cercano advisor in grado di garantire il successo di lungo periodo di una iniziativa: è ritenuto sempre più fondamentale avvalersi della collaborazione di consulenti con una conoscenza approfondita non solo delle normative locali, ma delle diverse sfumature relative alle pratiche commerciali. «Spagna, Portogallo e Italia – dice Marianna Vintiadis, ad di 36Brains – sono diventati mercati invitanti per gli investitori stranieri. Gli osservatori statunitensi e asiatici vedono grandi opportunità di M&A in Europa. Ma il controllo sulle operazioni è in aumento, in particolare in relazione ai fattori Esg».

I NUMERI	42% Primato della Francia Il 42% degli intervistati ritiene che il Paese con meno ostacoli per gli investimenti in operazioni di M&A cross border sia la Francia, seguita da Portogallo, Spagna e Italia (33%). Un terzo del campione è dell'opinione che Regno Unito e Irlanda offriranno le migliori opportunità di M&A in Europa nei prossimi 12 mesi

TMC TAX | ADVISORY | LEGAL | SEDI

LE SEDI TMC ADVISORY:

Verona
Corso Cavour, 2
37121 Verona – IT

Milano
Via Vitruvio, 47
20124 Milano – IT

Ferrara
Via Leonello Poletti, 28
44122 Ferrara - IT

Bologna
Strada Maggiore, 29
40125 Bologna – IT

Varese
Via Giuseppe Ferrari, 5
21100 Varese – IT

Köln
Aachener Straße 222
50931 Köln – DE

München
Hirschgartenallee 45
80639 München – DE

Gijon
C. Llaranes, 10
33207 Gijòn – ES

info@tmcadvisory.com