



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN
"ECONOMIA E DIRITTO"**

TESI DI LAUREA

**"LE CROSS-BORDER M&A COME STRUMENTO DI CRESCITA
INTERNAZIONALE: IL CASO GIMI S.P.A."**

RELATORE:

CH.MA PROF.SSA AMBRA GALEAZZO

LAUREANDO:

GIOVANNI GAGLIARDO

MATRICOLA N. 1136377

ANNO ACCADEMICO 2018 – 2019

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

The candidate declares that the present work is original and has not already been submitted, totally or in part, for the purposes of attaining an academic degree in other Italian or foreign universities. The candidate also declares that all the materials used during the preparation of the thesis have been explicitly indicated in the text and in the section "Bibliographical references" and that any textual citations can be identified through an explicit reference to the original publication.

Firma dello studente

Indice

Introduzione

1 Le operazioni di Merger and Acquisition

1.1 Introduzione

1.2 Le operazioni di M&A: Definizione

1.3 Crescita interna Vs. crescita esterna: pro e contro delle due principali alternative

1.4 Le motivazioni

1.4.1 Le motivazioni del venditore

1.4.2 Le motivazioni del compratore

1.5 Le fasi delle operazioni di M&A

1.5.1 Fase 1: Analisi e valutazione strategica

1.5.2 Fase 2: Negoziazione e closing

1.5.3 Fase 3: Integrazione ex-post

2 Cross- border M&A e valutazione economica delle sinergie

2.1 Introduzione

2.2 Cross-border M&A

2.3 Le sinergie realizzabili: tipologie e principali metodi di valutazione

2.3.1 Modalità di calcolo

3 Gimi S.P.A.

3.1 Introduzione

3.2 Storia e vicende aziendali

3.3 Prodotti e strategia distributiva

3.4 Strategia d'internazionalizzazione

3.4.1 Aspetti commerciali

3.4.2 Aspetti produttivi e logistici

3.5 Processo innovativo

3.6 Analisi strategica dell'azienda

3.6.1 Analisi di settore

3.6.2 Catena del valore di Porter

4 Il gruppo Freudenberg

4.1 Introduzione

4.2 Storia e vicende aziendali

4.3 Panoramica sul gruppo

4.3.1 Struttura

4.3.2 Composizione del fatturato e crescita

4.4 Motivazioni d'acquisto e strategie di crescita

4.5 Negoziazione e closing

4.6 Processo d'integrazione ex-post e sue modalità operative

5 Analisi economico finanziaria di "Gimi S.P.A."

5.1 Introduzione

5.2 Analisi economico-finanziaria

Conclusioni

Indice di figure tabelle ed equazioni

- Figure

Figura 1, Pagina 19: Trend globale delle operazioni di M&A negli anni 2008 – primo trimestre 2018

Figura 2, Pagina 23: rend globale delle operazioni di M&A cross-sector negli anni 2008 – primo trimestre 2018

Figura 3, Pagina 42: Matrice di Haspeslagh e Jamison sui possibili modelli d'integrazione

Figura 4, Pagina 46: Trend globale delle operazioni di M&A cross-border negli anni 2008 – primo trimestre 2018

Figura 5, Pagina 49: Schema della composizione del valore in una M&A

Figura 6, Pagina 58: Esempificazione prodotti di Gimi SPA

Figura 7, Pagina 59: Rappresentazione geografica di ricavi e struttura logistica di Gimi SPA

Figura 8, Pagina 61: Descrizione su scala europea di ricavi e modalità di presidio dei mercati

Figura 9, Pagina 68: Schema della "Catena del valore di Porter"

Figura 10, Pagina 73: Paesi presidiati dal gruppo Freudenberg e relativi tassi di crescita

Figura 11, Pagina 74: Organigramma e struttura del gruppo Freudenberg

Figura 12, Pagina 75: Analisi ricavi globali del gruppo Freudenberg con confronto 2016-2017

Figura 13, Pagina 76: Distribuzione ricavi per settore merceologico

Figura 14, Pagina 77: Dati di vendita e di impiego della divisione HCS

Figura 15, Pagina 78: Ricavi per area geografica ed indicatori finanziari divisione HCS

Figura 81, Pagina 79: Analisi incidenza delle diverse fonti di crescita del gruppo Freudenberg

Figura 17, Pagina 81: Descrizione dell'ampiezza della nuova piattaforma Gimi- Freudenber

- Tabelle

Tabella 1, Pagina 92: Dati salienti dello Stato Patrimoniale di Gimi SPA

Tabella 2, Pagina 93: Variazioni patrimoniali di Gimi SPA, intercorse tra il 2015 ed il 2016

Tabella 3, Pagina 94: Variazioni patrimoniali di Gimi SPA, intercorse tra il 2016 ed il 2017

Tabella 4, Pagina 95: Dati salienti del Conto Economico di Gimi SPA

Tabella 5, Pagina 96: Variazioni economiche di Gimi SPA, intercorse tra il 2015 ed il 2016

Tabella 6, Pagina 97: Variazioni economiche di Gimi SPA, intercorse tra il 2015 ed il 2016

Tabella 7, Pagina 98: Principali indicatori economico-finanziari

- Equazioni

Equazione 1, Pagina 50: Net Value Added (N.V.A)

Equazione 2, Pagina 52: Metodo dei multipli

Introduzione

Il fine ultimo della presente tesi è quello di stabilire una connessione tra letteratura e pratica, cercando di trovare riscontri concreti circa le considerazioni addotte dagli studiosi. Concordemente con ciò, la parte iniziale del primo capitolo è stata interamente dedicata a delineare i contorni delle operazioni di M&A, introducendo il lettore verso la comprensione delle dinamiche economiche poste alla base di tali interventi. Successivamente, lo sviluppo di questo primo capitolo è proseguito con un'analisi del costo opportunità legato alle operazioni di M&A, esaminandole sia singolarmente che rispetto ad operazioni alternative, al fine comprendere perché tale strumento rappresenti ad oggi una delle principali leve di crescita su cui le aziende decidono di puntare. Tale disamina è stata condotta eseguendo in prima battuta un'indagine su punti di forza e debolezza caratterizzanti le operazioni di M&A, confrontando poi tali risultati con i medesimi aspetti di operazioni alternative, segnatamente joint venture e crescita interna, dando al lettore un quadro d'insieme sulle principali strategie di crescita a disposizione di un'impresa.

La tesi poi prosegue indagando le motivazioni, talvolta anche di carattere psicologico, che spingono le parti in causa a porre in essere la compravendita di una società, specialmente per quanto riguarda la parte alienante, quindi ponendo particolare attenzione su quelle che possono essere le motivazioni che più ricorrentemente spingono il management di una target verso l'alienazione della società. Successivamente, l'attenzione è stata rivolta agli aspetti tecnico-procedurali caratterizzanti le M&A, avendo cura di descrivere sia le principali fasi in cui l'operazione può essere concettualmente suddivisa, che le pratiche operative caratterizzanti i diversi momenti dell'operazione, andando a descrivere sia i metodi di valutazione aziendale più frequentemente utilizzati, che le clausole contrattuali più rilevanti, con particolare riguardo a quelle in grado di risolvere eventuali situazioni di stallo, come avviene con l'utilizzo dell'earn out.

Il secondo capitolo dell'elaborato è stato strutturato nell'intento di fornire un approfondimento su alcune tematiche particolarmente rilevanti nella letteratura sulle M&A. Il tema affrontato nel primo dei due paragrafi è stato quello relativo alle cross-border M&A, ovvero interventi acquisitivi aventi come attori società provenienti da Paesi diversi, rispetto al quale sono stati indagati gli aspetti che maggiormente identificano questa tipologia di interventi, focalizzando la disamina sugli elementi di criticità maggiormente ricorrenti. Le principali difficoltà caratterizzanti questo genere di operazioni, sono sostanzialmente riconducibili alle differenze culturali ed istituzionali esistenti, sia a livello d'impresa che di Paese, tra le entità aziendali in

causa, le quali emergono con forza sia con riguardo alla fase di valutazione preventiva della convenienza strategica dell'acquisizione, sia rispetto alla fase post-acquisitiva, generando notevoli difficoltà nelle pratiche d'integrazione.

L'altro argomento affrontato in questo capitolo, è stato quello relativo alle sinergie, le quali si sono volute indagare specialmente dal punto di vista della loro misurazione, descrivendo quali possono essere delle valide tecniche di quantificazione da potersi utilizzare con profitto al fine di "dare un prezzo" a questi elementi. L'attenzione è stata in particolare concentrata su due misure: il discounted cash flow (DCF) ed i multipli di mercato, le quali risultano essere quelle più utilizzate nella pratica comune. Nonostante lo sviluppo sia differente, in quanto il DCF prevede l'attualizzazione dei flussi di cassa mentre il metodo dei multipli prevede che venga utilizzato il multiplo di settore per "prezzare" l'oggetto d'indagine, entrambi questi metodi poggiano su un'iniziale quantificazione dei vantaggi economici che le aziende suppongono di conseguire in virtù dell'acquisizione, la quale costituisce la consistenza di base da cui partire per la l'assegnazione di un valore scambio alle sinergie.

Il terzo capitolo della tesi è quello che segna il passaggio dalla parte teorica al caso di studio affrontato, essendo interamente dedicato alla descrizione di Gimi SPA e delle sue vicende aziendali.

Gimi è una società padovana operante nel settore del laundry care, che produce in particolare stendibiancheria e carrelli porta spesa. Mediante l'utilizzo della "catena del valore di Porter, emerge che le competenze che più di tutte la distinguono dai propri competitors, specialmente dopo il passaggio di proprietà avvenuto nel 2016, sono l'efficienza produttiva e la qualità dei propri manufatti.

Per quanto concerne la conformazione del mercato di riferimento di Gimi, esso è caratterizzato da un grado di sostituzione del prodotto sostanzialmente contenuto e da una minaccia di nuovi potenziali entranti esistente, ma non imminente. Tali risultati derivano, rispettivamente, dal fatto che il principale prodotto sostituto dello stendibiancheria è rappresentato dall'asciugatrice, la quale ha un prezzo di vendita di molto superiore a quello degli stendini, fatto a cui si aggiungono problematiche di utilizzo pratico legate al considerevole consumo di energia e ad all'eventuale mancanza di spazi adeguati all'interno delle abitazioni; per quanto concerne il contenuto livello di concorrenza potenziale esistente in questo settore, esso dipende sostanzialmente dagli ingenti investimenti necessari ad avviare una produzione con un livello di efficienza tale da consentire un'equa competizione, e da una reputazione ormai consolidata dei soggetti incumbent. Tali evidenze sono pervenute grazie all'utilizzo del modello delle "Cinque forze di Porter", il quale è stato utile per analizzare scientificamente le informazioni fornite dal management della società monselicense.

I paragrafi seguenti, sono invece stati dedicati alla conduzione di un'analisi globale di Gimi SPA, la quale ha avuto inizio con un'indagine sulle strategie d'internazionalizzazione, per poi proseguire con una descrizione del processo innovativo della società monselicense.

Il quarto capitolo della tesi descrive il soggetto acquirente, Freudenberg, evidenziandone i più importanti aspetti organizzativi ed operativi, nell'intento di fornire una solida base da cui partire per indagare le motivazioni strategiche che hanno condotto il gruppo tedesco ad intraprendere l'acquisizione di Gimi SPA. Nella seconda parte di questo capitolo, ho orientato la mia attività sulla descrizione, specialmente sotto un profilo "soft", di come sono avvenute le fasi di negoziazione, closing ed integrazione post-acquisitiva, evidenziando come gli aspetti rilevanti. Il quinto ed ultimo capitolo della tesi invece, è stato interamente dedicato all'esecuzione di un'analisi economico-finanziaria della società, la quale ha riguardato l'anno precedente il passaggio di proprietà, ovvero il 2015, ed i due successivi, con l'intento di voler fornire una rappresentazione dell'andamento dell'impresa a cavallo dell'acquisizione. I risultati ottenuti sono concordi nell'individuare univocamente un peggioramento generale delle performance economiche di Gimi, cui fa da contraltare un'aumentata solidità finanziaria grazie alla sostanziale assenza di indebitamento finanziario verso terzi.

Oltre che per dar conto dell'andamento economico della società, quanto evidenziato da quest'analisi è stato utilizzato come punto di partenza per indagare su una possibile connessione tra i cambiamenti strategici subiti da Gimi e l'andamento economico della società, arrivando a concludere che tale nesso causale esiste, ed è in grado di incidere fortemente sulle performance. Tale asserzione deriva dal fatto che il peggioramento degli indicatori economico-finanziari non sembra attribuibile a problematiche di carattere operativo o commerciale, ma appare totalmente ascrivibile al riorientamento strategico subito da Gimi SPA, in ragione del suo inserimento in un gruppo di società ed al nuovo ruolo affidatole.

CAPITOLO 1

LE OPERAZIONI DI MERGER & ACQUISITION

1.1 Introduzione

In questo capitolo il mio proposito è stato quello di eseguire un'accurata descrizione e disamina dei principali aspetti concernenti le operazioni di merger and acquisition. In prima battuta è stata fornita una descrizione di massima del concetto di acquisizione, in modo da consentire al lettore una più immediata comprensione della tematica trattata, nonché un univoco intendimento semantico sulla terminologia tecnica che si sarebbe utilizzata successivamente. In seguito a questa fase di primo approccio, è stata mia cura operare una comparazione tra le due principali alternative di crescita, interna od esterna, a disposizione di una società, nell'intento di fornire una spiegazione sul perché l'opzione acquisitiva sia riuscita via via ad assumere una sempre maggior rilevanza all'interno delle dinamiche imprenditoriali, divenendo certamente uno degli strumenti di sviluppo più utilizzati. Esaurita la ricerca di una risposta a tale quesito, il capitolo prosegue con la disamina delle dinamiche decisionali che conducono le controparti in causa a portare a termine un'operazione di questo genere, fornendo adeguati chiarimenti anche sulle motivazioni che conducono la parte alienante a voler concludere tale operazione; tema forse a volte lasciato in secondo piano a causa dell'inevitabile focalizzazione sulle questioni afferenti la parte acquirente. Il capitolo prosegue con un'accurata descrizione delle tre principali fasi in cui è possibile scomporre un'operazione di M&A, evidenziando difficoltà, soluzioni e peculiarità preminenti, caratterizzanti i diversi momenti di tale attività. Infine, si segnala come lungo tutta la mia trattazione abbiano trovato spazio approfondimenti afferenti diversi aspetti tecnici, sia di matrice finanziaria che giuridica, rilevanti in tali operazioni.

1.2 Le operazioni di M&A: definizione

Le operazioni di Merger and Acquisition (M&A), sono operazioni di finanza straordinaria che hanno ad oggetto la compravendita di intere società, o di parti di esse.

Nello specifico, tali operazioni possono riguardare la compravendita di quote azionarie, in particolare del cosiddetto “pacchetto di maggioranza”, l’acquisto d’azienda, ovvero l’acquisto di tutti gli asset attraverso cui la società svolge la propria attività operativa, oppure l’acquisto di singoli rami d’azienda od, in modo ancora più mirato, di singole attività dall’elevato peso strategico.

Per quanto riguarda la compravendita di quote azionarie, è possibile acquisire la governance di una società senza che vi sia stato necessariamente l’acquisto del 50% + 1 del numero delle quote rappresentanti il capitale sociale.

A tal proposito, non di rado si verificano situazioni in cui il soggetto di maggioranza non gestisce la società mediante una situazione di “controllo di diritto”¹, ma in virtù di una mera maggioranza fattuale², in grado di consentire a questo di operare attraverso il possesso di una quantità di azioni inferiore, almeno, alla metà più uno del totale.

In questi casi, il numero di quote generalmente necessario per l’esercizio di questo tipo di controllo, si attesta su valori pari al 10, 20 o 30 % del totale. Tale circostanza trova terreno fertile in situazioni in cui l’azionariato è particolarmente atomizzato, in quanto, in tali contesti è difficile che i soci riescano a coalizzarsi in modo proficuo a causa delle difficoltà legate alla conglomerazione di un numero di voti tale da consentire la creazione di una stabile maggioranza in assemblea, in grado di garantire il controllo della società. Specialmente in presenza di basi azionarie molto ampie, non è raro imbattersi in situazioni in cui, una parte, talvolta piuttosto cospicua, degli aventi diritto di voto, non intenda partecipare attivamente alla vita aziendale,

¹ Secondo l’art 2359 C.C., il controllo di diritto consiste in una situazione in cui un soggetto “[...]dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell’assemblea ordinaria.”.

² L’articolo 2359 C.C. identifica il controllo di fatto nello sostanziarsi di due fattispecie, normalmente alternative:

- 1) *“Le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria”;*
- 2) *“le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa”.*

Ai fini della mia trattazione, con l’espressione “controllo di fatto” si farà riferimento, nella quasi totalità dei casi, alla prima delle due fattispecie di influenza dominante riportate in nota.

interpretando la detenzione di quote azionarie come un mero investimento finanziario da “vivere” passivamente.

Peculiare è il caso di un investimento eseguito da un gruppo: in questa fattispecie, infatti, nel caso in cui una società detenesse la maggioranza di diritto di un'altra, e attraverso quest'ultima investisse in una terza società acquistandone il controllo di diritto, la capogruppo si troverebbe nella condizione di aver direttamente investito nella terza unità aziendale una quantità di denaro pari al 25% del capitale di questa. Il sostanzarsi dell'evento appena descritto, è possibile in quanto l'investimento del restante 25 % sarebbe da attribuire alla compagine di minoranza del secondo soggetto aziendale, di cui, però, la holding detiene sempre la maggioranza; il meccanismo di controllo appena descritto prende il nome di “Leva Azionaria”.³ Tale sistema di organizzazione del controllo, risulta avere effetti molto più marcati quando la verticalità del gruppo aumenta: a parità di numero di controllate, infatti, una holding “a pettine”, ovvero strutturata orizzontalmente, seppur composta da più di un livello di controllate, sconta un livello di leva azionaria inferiore ad un gruppo esclusivamente verticale, generando, ad esempio, differenze nei tempi cui la controllante è in grado di appropriarsi degli utili distribuiti dalle controllate, i quali appaiono soggetti ad un processo di dilatazione direttamente correlato al grado di verticalità del gruppo.

Per quanto concerne l'acquisto di rami d'azienda⁴, questo profilo attiene alla rilevazione di una parte degli asset produttivi di una società terza, con lo scopo di acquisire un “complesso di beni organizzati”, attraverso cui il cedente svolgeva una precisa attività produttiva, in grado di generare uno specifico output. In questi casi, normalmente l'alienante si configura come un'unica società multi-business articolata in più divisioni operative, definite “rami d'azienda”, specificatamente dedicate alla produzione di una certa tipologia di bene/i. Seppur con un ridotto numero di produzioni, le quali molto spesso attengono al “vero” core business dell'impresa, generalmente, al termine di queste operazioni l'azienda cedente continua ad essere attiva nel mercato. Alla base di queste manovre, spesso sussistono logiche di riposizionamento, e/o di rifocalizzazione sulla propria attività principale, le quali vengono spesso intraprese mediante un “alleggerimento” della propria struttura, il quale frequentemente passa per una dismissione più o meno ingente dei business vari collaterali. Non è infrequente veder eseguire tali operazioni

³ Si veda, F. Cerbioni, U. Sostero, C. Saccon. 2016. *Bilancio consolidato: disciplina nazionale e IFRS*. Milano: McGraw – Hill Education. P. 4.

⁴ La definizione di ramo d'azienda è chiaramente desumibile dall'art. 2112 C.C., secondo il quale esso ravvisabile in “[...] parte dell'azienda, intesa come articolazione funzionalmente autonoma di un'attività economica organizzata, identificata come tale dal cedente e dal cessionario al momento del suo trasferimento.”.

all'interno di procedure concorsuali, nell'ambito delle quali vengono utilizzate come utile mezzo di monetizzazione, per il successivo soddisfacimento della compagine creditoria.

Da un punto di vista strettamente letterale, la locuzione “merger and acquisition” significa “acquisizione e fusione”. Concettualmente, acquisizione e fusione sono due aspetti, ed ancor prima due operazioni, tra loro non necessariamente legate: non sembra infatti sussistere alcun tipo di consequenzialità o causalità tra le due operazioni, le quali si presentano come due fatti non necessariamente correlati ed a sé stanti, almeno per quanto riguarda il modo di intendere italiano. L'operazione di acquisizione può consistere nell'acquisto di una società, congiuntamente a tutti gli asset di sua proprietà, oppure nel mero acquisto d'azienda, inteso secondo l'accezione civilistica del termine.⁵ Una volta esaurita questa prima fase, l'oggetto di compravendita potrà essere gestito mantenendo la sua indipendenza giuridico-formale, quindi lasciando che le società rimangano soggetti giuridici distinti, oppure procedendo ad un'operazione di fusione con cui incorporarlo nella società acquirente, facendo così cessare, da un punto di vista giuridico, l'esistenza dell'entità acquisita, delineando una situazione con un solo soggetto giuridico esistente.

Sempre in quest'ottica, si potrebbe quindi ritenere che l'operazione di fusione afferisca ad una sfera strettamente gestoria, rappresentando solamente una scelta di carattere organizzativo, anziché un fatto essenziale ai fini del controllo.

Nel mondo anglosassone invece, il concetto di acquisizione ed integrazione viene inteso in maniera più estensiva: in questo contesto culturale-operativo, infatti, non viene eseguita alcuna puntuale discriminazione concettuale tra i due tipi di operazione, facendo sì che con il termine “M&A” si faccia riferimento alla generalità delle operazioni di acquisizione, senza compiere alcun discernimento tra quelle a cui farà, o ha fatto, seguito l'incorporazione dell'acquisita, da quelle in cui ciò non avverrà, o non è avvenuto.

Ai fini della mia trattazione, con il termine “Merger and Acquisition” (M&A) farò indistintamente riferimento a tutti i processi acquisitivi, prescindendo dal tipo di scelta organizzativa operata dalla parte acquisente, ovvero dal concretizzarsi o meno dell'atto di fusione. Nonostante l'ampio spettro di fattispecie che, per oggetto e assetti gestionali, viene coperto da queste operazioni, tali le pratiche possono sommariamente essere definite come atti di compravendita di società/aziende.

Per quanto riguarda lo scopo delle M&A, l'obiettivo perseguito dalle parti in causa è duplice: da un lato, infatti, lo scopo ultimo dell'intervento può essere ricercato nella volontà di crescita,

⁵ La definizione di azienda viene esplicitamente fornita dall'art. 2525 C.C., che recita: “L'azienda è il complesso di beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa.”.

sia in termini di dimensioni che, non di rado, in termini di “business presidiati”, mentre dall’altro nell’intenzione di disinvestire, talvolta per la salvaguardia dell’azienda stessa.

1.3 Crescita interna Vs. crescita esterna: pro e contro delle due principali alternative

Le operazioni dei M&A sono uno dei principali strumenti strategici a disposizione di un’azienda che intenda crescere, potendo essa optare per due macro tipi di soluzione: crescita per via interna od esterna. Gli investimenti interni rappresentano la principale alternativa alle acquisizioni, seppur non l’unica: non è infrequente il ricorso a soluzioni intermedie come joint venture⁶, od alleanze strategiche. Qualora una società voglia intraprendere un percorso di crescita, il management dell’impresa è chiamato a valutare la convenienza delle varie opzioni, indagando in maniera accurata i punti di forza e di debolezza delle possibili alternative di sviluppo, con lo scopo di adottare la soluzione che meglio contemperi obiettivi di miglioramento, dinamiche di mercato e rischio d’impresa.

La crescita interna: rappresenta la scelta più sicura, controllabile, e dal grado di rischio intrinseco più contenuto, fattori che nell’insieme la rendono una scelta di assoluto valore, nonché, concettualmente, probabilmente la migliore. La via interna rappresenta una modalità d’intervento con cui il management è in grado di effettuare il livello d’investimento ideale, rispetto alle effettive esigenze e capacità aziendali. In tale contesto, infatti, è possibile determinare ex-ante il grado di esposizione finanziaria che meglio concilia le ambizioni di sviluppo della società, con quelle che sono le concrete possibilità di restituzione di questa, facendo sì che essa assuma un grado di rischio consapevole e consono alle proprie reali possibilità, innescando un meccanismo di crescita “sano” e controllabile dal management.

Un altro fattore che incide fortemente sull’abbattimento del rischio, è rappresentato dalla possibilità di “exit” che questa opzione fornisce. Invero, tale alternativa consente al management di monitorare costantemente l’andamento del processo di sviluppo del progetto, il quale può essere interrotto in corso d’opera, molto spesso senza particolari incombenze o danni, ad eccezion fatta per quelli riguardanti la perdita dei capitali già immessi nel progetto, dei quali può non essere dato per certo il totale “rientro”. Si noti, però, come l’esborso per questo tipo di

⁶ “Con joint venture ci si riferisce ad un accordo in base al quale due o più soggetti, solitamente imprese, si impegnano a collaborare per un progetto comune (sia esso di natura industriale o commerciale) o decidono di sfruttare congiuntamente le loro sinergie, il loro *know-how* o il loro capitale.”, a tal riguardo vedasi quanto scritto da Borsa Italiana < <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/joint-venture160.htm> >.

iniziative possa talvolta essere di entità contenuta, in quanto le strutture utilizzate per l'avvio di un nuovo progetto, constano normalmente di un grado di flessibilità medio-alto, spesso ottenuto tramite l'esternalizzazione di alcune fasi del processo; in questi casi è comunque preferibile che vengano mantenute all'interno dei confini aziendali almeno le fasi più critiche del procedimento produttivo. In presenza di una situazione simile a quella qui tratteggiata, l'opzione di abbandonare il progetto potrebbe essere considerata come più di una semplice eventualità, in quanto, verosimilmente, non dovrebbero residuare immobilizzazioni particolarmente difficili da gestire, in grado di inficiare sui conti aziendali per lungo tempo. Si noti inoltre, come, nel caso di specie, una volta decretata la cessazione dell'attività di sviluppo, la società non si troverebbe nella condizione di dover sostenere ulteriori uscite finanziarie rispetto a quelle già sostenute. Sotto il profilo organizzativo, la scelta dell'internalizzazione presenta non indifferenti implicazioni positive: in questo caso, infatti, il soggetto proprietario sarebbe nella situazione ideale per poter delineare il layout aziendale nel modo ad egli più congeniale, ovviando, almeno in parte, alle probabili difficoltà di allineamento e mutuo adattamento delle entità aziendali coinvolte in un'eventuale operazione acquisitiva.

A questo punto parrebbe lecito chiedersi se la via interna presenti qualche tipo di criticità, o se possa essere ritenuta in tutto e per tutto la miglior scelta possibile. A tal proposito, emerge con forza la presenza di un "difetto" che, in un numero non irrilevante di casi, può rappresentare un fattore altamente negativo, talvolta in grado di compromettere notevolmente la capacità di competizione dell'impresa, risultando spesso determinante nella scelta tra le possibili alternative di sviluppo.

La rilevante problematica riscontrata concerne i tempi di sviluppo e realizzazione di un progetto interno, intrapreso ex-novo. Nel caso in cui si sia optato per una crescita per linee interne, infatti, è probabile che la nuova struttura necessiti di un periodo di assestamento più o meno lungo, durante il quale pratiche e competenze dovranno essere affinate. In alcuni casi, però, il processo di apprendimento può essere particolarmente farraginoso e potrebbe richiedere tempi molto dilatati, che spesso le ferree dinamiche competitive non concedono, enfatizzando particolarmente la preminenza della questione.

Problematiche legate ai tempi di formazione, assimilazione e consolidamento delle competenze, sono tipiche di settori dove know-how e/o innovazione rappresentano elementi fondamentali per la competizione, come, per esempio, in quello artigianale o in quello tecnologico. A sostegno di quanto asserito, c'è l'orientamento della letteratura, la quale inquadra, unanimemente, questi due elementi come una forte barriera all'ingresso, erta a protezione degli attori di mercati così conformati.

La crescita esterna: presenta, probabilmente, molti più punti d'incertezza rispetto a quelli esposti poc'anzi riguardo alla crescita organica. Essa, invero, presenta un elevato grado di rigidità, una scarsa controllabilità dell'investimento, "costi di exit" tipicamente molto rilevanti, nonché problematiche, talvolta esiziali, di adattamento dell'acquisita. I principali rischi connessi a questo tipo di operazione, afferiscono all'entità del prezzo pagato ed alla gestione di asset ed obbligazioni, specialmente passive, assunti in seguito a tale compravendita. Per quanto riguarda il prezzo, la principale criticità riguarda l'eventualità di aver pagato una somma eccessiva rispetto al vero valore della società acquisita.

I processi valutativi spesso scontano gradi di soggettività anche piuttosto elevati, in particolare qualora siano oggetto di trasferimento anche elementi come marchi, brevetti, know-how, ecc, la cui quantificazione monetaria è necessariamente intrisa di un certo livello di aleatorietà. I cosiddetti "intangibili", sono elementi di cui è spesso difficile identificare con certezza la consistenza economica, in quanto nessuno dei metodi di valutazione attualmente esistenti è totalmente immune dalle considerazioni personali dall'operatore. Un altro elemento foriero d'incertezza è rappresentato dalle stime sui tassi di crescita futuri, le quali entrano nei modelli previsionali tramite il parametro "g". Per quanto precise possano essere, queste portano con sé un naturale grado di imprecisione dovuto alla razionalità limitata degli agenti, che rende complesso, se non impossibile, prevedere con assoluta certezza tutti gli avvenimenti futuri.

Rispetto all'alternativa dello sviluppo interno, un altro fattore che sicuramente potrebbe scoraggiare ad intraprendere la via delle M&A è rappresentato dalla rigidità di questo tipo d'investimento. Come riportato in precedenza, la crescita per linee interne consente all'impresa sia di misurare il livello di risorse immesso e/o da immettere nel progetto, sia di operare con un certo grado di flessibilità e quindi di minimizzare il più possibile i costi di un eventuale "exit". La soluzione acquisitiva, invece, non consente all'investitore né di graduare il proprio investimento, né di strutturare l'operazione in modo da limitare le perdite in caso di cessazione dell'attività: con l'M&A si acquista tutto e subito. In questo senso, il problema del disinvestimento è uno dei punti focali della questione, in quanto l'unica via per rientrare, almeno parzialmente, delle risorse investite, sarebbe quella di cedere la società precedentemente acquistata, od suoi asset, talvolta anche in via disgiunta. Sembra ragionevole, credere che tale circostanza possa indurre il cedente a disinvestire praticando prezzi, anche considerevolmente, più bassi rispetto a quelli pagati da questo in fase d'acquisto, ponendo l'alienante nella condizione di dover subire delle perdite, talvolta piuttosto ingenti. Si noti, come in quest'ottica, un investimento in una società/azienda possa costituire una scelta sub-ottimale, sia per quanto concerne il livello di tecnologia che meglio risponde alle esigenze dell'investitore, sia per quanto concerne il layout organizzativo dell'entità acquisita, che

potrebbe non essere quello più congeniale rispetto alle vere esigenze dell'acquirente. A tal proposito, i principali studiosi ed esperti della materia, individuano nelle difficoltà di compliance tra acquirente ed acquisito, una delle principali cause di fallimento delle merger and acquisition.

Numerose osservazioni hanno consentito di stabilire, come l'insorgenza di criticità di adattamento rispetto a nuove metodologie di lavoro, routine organizzative e policy aziendali, innalzi notevolmente la possibilità che non si concretizzino i risultati sperati dal compratore in fase di acquisto, sancendo l'insuccesso dell'intera operazione. A questo punto, potrebbe sembrare lecito chiedersi quale sia il motivo dell'altissima rilevanza delle M&A come strumento di crescita, il quale nell'ultimo periodo sembra aver ampiamente superato nelle preferenze dei manager anche la soluzione interna.

A testimoniare l'importanza di tale strumento strategico, viene riportato di seguito un estratto del rapporto pubblicato a Maggio 2018 da KPMG, con il quale mi propongo di mostrare l'andamento avuto dalle operazioni nell'ultimo decennio, riportando, anche con riferimento al primo trimestre 2018, l'andamento di tali operazioni sia in termini di numero di deal conclusi, che di controvalori globalmente scambiati nell'anno in virtù di tali operazioni (Figura 1).

A livello di deal conclusi, la figura 1 mostra che, il dopo il picco registrato nel 2011, e la successiva discesa intervenuta nel 2013, il numero di M&A concluse si sia attestato su valori pressoché stabili nel successivo quadriennio. Per quanto riguarda il flusso monetario complessivamente annualmente circolato, dopo la forte riduzione sostanziatasi dopo il 2008, nel 2014 si è assistito ad un forte aumento del livello monetario degli scambi, poi stabilizzatosi su livelli superiori al 2008 nell'ultimo triennio.

Sembra opportuno sottolineare, come il picco di transazioni avuto nel 2011 non abbia avuto adeguata risposta dal punto di vista economico: i valori transati nel corso dell'anno, infatti, sono stati addirittura inferiori a quelli del 2008, dimostrando in maniera inequivocabile come, in quegli anni, l'economia globale ancora stentasse.

Figura 1. Trend globale delle operazioni di M&A negli anni 2008 – primo trimestre 2018

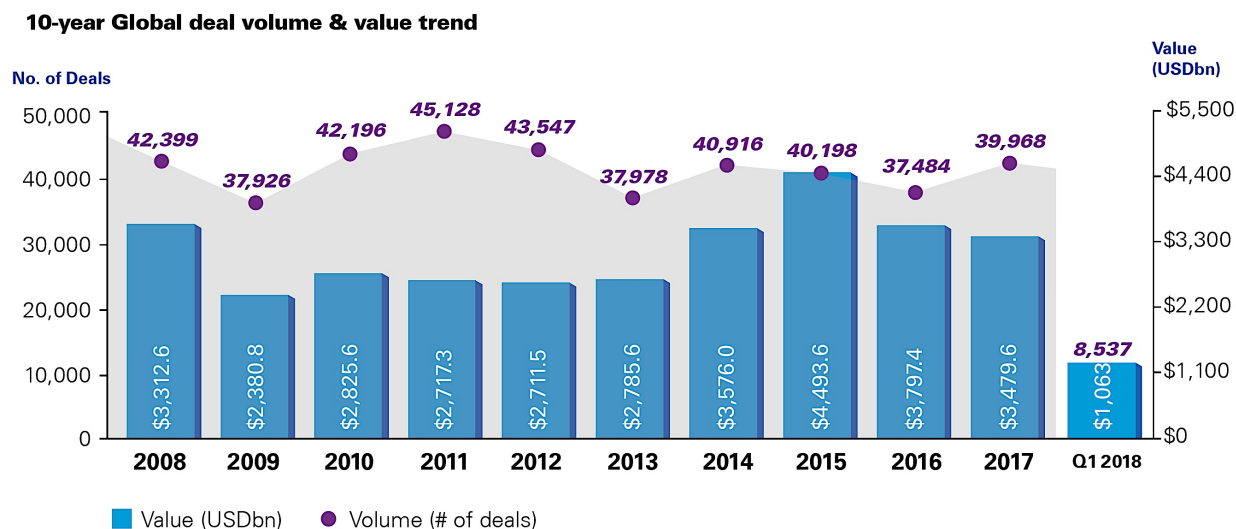


Figura 1

Fonte: KPMG, 2018

La risposta a tale quesito risiede nel “fattore tempo”, il quale rappresenta il vero punto di forza delle operazioni di M&A. Questo genere di operazioni fa sì che i tempi di reperimento delle “risorse target”, talvolta rappresentanti vere e proprie barriere all’ingresso di certi settori, sia particolarmente breve, costituendo un fatto di valore strategico altissimo, se non fondamentale, specialmente in settori ad alta innovazione dove la logica del “first mover” la fa da padrone. Oltre che per il fattore temporale, la crescita per linee esterne rappresenta una scelta di sicuro affidamento, segnatamente riguardo alla certezza dell’appropriazione, almeno su un piano giuridico-formale, viste le numerose difficoltà spesso riscontrate dalle aziende nel trasferimento di conoscenze, specialmente se tacite, del know-how e/o delle tecnologie di interesse, dato che ci si appresta ad acquistare un soggetto che già scientemente le utilizzava nel merito della propria attività d’impresa. Come già discusso in precedenza, la sola appropriazione non è condizione sufficiente affinché una M&A si riveli vincente, pur costituendo un buon punto di partenza.

1.4 Le motivazioni

Nei successivi due paragrafi si fornirà un'accurata dissertazione delle motivazioni che conducono, rispettivamente, alienante ed acquirente ad intraprendere un'operazione di merger and acquisition.

1.4.1 Le motivazioni del venditore

A dispetto di quanto si possa ragionevolmente pensare, il soggetto venditore, o potenziale venditore, spesso è mosso con maggior fervore da logiche non monetarie piuttosto che da obiettivi esclusivamente utilitaristici. La decisione di valutare la cessione della propria azienda, infatti, molto spesso poggia sulla volontà di preservare, salvaguardare e far prosperare la società che con la propria opera si è contribuito a creare e/o a far crescere, specialmente nel caso in cui i titolari attuali ne siano, oltre che i gestori, anche i fondatori. Tale logica, spesso si innesta in situazioni di difficoltà aziendale derivanti da congiunture di mercato sfavorevoli, spesso legate ad una domanda stagnante o con bassi tassi di crescita, o all'iper-competitività del proprio settore di riferimento, la quale frequentemente si sostanzia in situazioni di "sfida finanziaria", generalmente ravvisabili in attività di ricerca e sviluppo e/o commerciali particolarmente "spinte" e costose.

La situazione sopra descritta, può portare la proprietà a condurre attente riflessioni sulla necessità di conferire all'azienda nuova linfa, ed una visione d'insieme rinnovata: seppur fonte dei principali successi passati, la capacità di visione del management in carica potrebbe non essere più confacente alla nuova "fase aziendale" e alle mutate condizioni di mercato.

Nonostante quanto appena esposto, non sembra comunque da escludersi la persistenza di una quota di operatori mossi esclusivamente da puri interessi economici, anche se alcuni studi dimostrano che essi rappresentano solamente una ristretta minoranza.

A tal riguardo, è stato osservato che la maggioranza dei soggetti cedenti preferisce che la vendita della propria impresa avvenga a seguito di una fase di dialogo, anziché solamente tramite una sterile concordanza di valutazioni economiche.

Durante questa fase di mutuo confronto, le parti sono in grado di stabilire un rapporto di empatia e fiducia, che consente al soggetto venditore di ottenere numerose informazioni e rassicurazioni sulle sincere intenzioni dei potenziali acquirenti, le quali principalmente riguardano le sorti dell'azienda e dei lavoratori che questa occupa.

Nel corso dell'indagine svolta da Graebner e Eisenhardt (2004), è stato evidenziato come i soggetti venditori siano molto attenti nel rilevare l'effettiva presenza di potenziali sinergie positive, generate dalla possibile combinazione delle imprese coinvolte. Tale sussistenza viene

indagata con particolare zelo dalla parte alienante, in quanto ritenuta strumento di assoluto valore per la comprensione di quelle che possono essere le reali possibilità, che l'operazione di M&A proposta sortisca effetti positivi per l'impresa ceduta. Secondo tale impostazione, l'intera operazione poggia la propria ragion d'essere sulle prospettive di miglioramento che l'acquisizione sarebbe in grado di garantire, le quali dovrebbero essere tali da consentire all'incorporata di trarre benefici di rilievo da tale atto dispositivo. In modo parallelo, ma al tempo stesso complementare, un altro aspetto che negli anni è stato indagato con particolare perizia dagli studiosi, è quello riguardante l'uso futuro che il compratore intende fare dell'impresa: non di rado, infatti, si assiste ad operazioni di M&A poste in essere con il solo scopo di eliminare un concorrente "sgradito", od esclusivamente per appropriarsi della tecnologia di cui questo è in possesso, senza nutrire alcun interesse per l'impresa in sé. In presenza di tali presupposti, risulta evidente come l'acquirente non abbia alcun interesse verso qualsiasi forma di sviluppo e/o continuità aziendale, fatto che, coerentemente con una logica "picking", nella maggior parte dei casi conduce alla cessazione dell'attività aziendale, cagionando ingenti danni all'occupazione ed il territorio. A tal riguardo, il sopraccitato studio del 2004, dimostra come nella maggior parte dei casi in cui sono presenti le circostanze sopra descritte, il cedente dimostri scarsissimo interesse verso il compimento dell'operazione, e di come la parte alienante sia disposta anche a rinunciare a parte dei propri potenziali guadagni, purché venga salvaguardata l'azienda. Sembra interessante evidenziare il fatto che la strada delle merger and acquisition "tradizionali" non risulti essere l'unica percorribile per ottenere gli effetti traslativi di cui detto in precedenza: essi, infatti, potrebbero essere facilmente ottenuti tramite strumenti di matrice "borsistica" come le IPO⁷ (Initial Public Offering), le OPV⁸ (Offerte di Pubblica Vendita), o le OPVS⁹ (Offerta di Pubblica Vendita e Sottoscrizione).

⁷ "L'offerta pubblica iniziale (o IPO) costituisce lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico (la c.d. creazione del flottante), che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato.", a tal riguardo vedasi quanto scritto da Borsa Italiana <<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html>>.

⁸ "L'offerta pubblica di vendita (o OPV) costituisce lo strumento attraverso il quale una società offre agli investitori la totalità o una parte delle proprie azioni con diritto di voto, con l'intento di allargare o comunque di modificare la propria compagine sociale; tramite una OPV si realizzano anche le operazioni di privatizzazione. Qualora l'offerta pubblica di vendita sia finalizzata alla quotazione si ha una cosiddetta "initial public offering" (IPO).", a tal riguardo vedasi quanto scritto da Borsa Italiana <<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-vendita.html>>.

⁹ "Operazione di offerta titoli avente ad oggetto in parte azioni già emesse (OPV) e in parte azioni di nuova emissione (OPS). L'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS) è un'operazione finalizzata alla diffusione di strumenti finanziari emessi da una società ed è caratterizzata dal fatto che parte di questi strumenti sono emessi in occasione dell'offerta, mentre una parte sono strumenti emessi in precedenza.", a tal riguardo vedasi quanto scritto da Borsa Italiana <<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-vendita-e-sottoscrizione.html>>.

Eccetto forse per il caso delle OPV “private”, a far propendere gli agenti verso un largo utilizzo delle M&A tradizionali è senza dubbio il dialogo: solo nel contesto di una merger and acquisition le parti in causa sono nelle condizioni di instaurare una libera trattativa, i cui margini sarebbero piuttosto esigui, se non nulli, qualora si facesse ricorso agli strumenti offerti dal mercato dei capitali. Non sembra essere casuale perciò, il fatto che le iniziative strutturate tramite M&A abbiano un alto tasso di riuscita.

1.4.2 Le motivazioni del compratore

Per quanto riguarda il lato acquirente, le operazioni di merger and acquisition risultano essere uno strumento di crescita rapido ed efficace, benché rimanga molto rischioso. La disamina di costi e benefici legati a questo tipo di operazioni verrà affrontata nel paragrafo successivo.

Per quanto riguarda le logiche strategiche sottostanti a questi processi, esse possono essere divise in due macro categorie: offensive e difensive. Si noti come in talune situazioni possa non essere semplice operare un preciso discernimento tra le due fattispecie, e di conseguenza di come possa risultare complesso operare una puntuale associazione tra letteratura e concreti accadimenti.

Secondo l'impostazione teorica prevalente, un'operazione di M&A può essere definita “offensiva” quando il soggetto acquirente opera nell'intento di modificare in modo autonomo la conformazione del sistema competitivo in cui è inserito, agendo secondo una logica da “first mover” e lasciando ai propri contendenti, l'onere di rispondere efficacemente alle mutate condizioni competitive. Di contro, può essere classificata come “difensiva”, un'operazione di acquisizione posta in essere come semplice conseguenza di una mossa strategica altrui, o per prevenirne una fortemente temuta, connotando tale fatto come un mero atto di risposta, essenziale affinché l'azienda possa proseguire nella propria attività competitiva. Tale impostazione sembra adottare come parametro di discernimento, il timing dell'M&A rispetto ad operazione analoghe poste in essere dagli altri operatori presenti nel mercato in esame.

Le principali cause alla base di questi comportamenti, indipendentemente dalla connotazione difensiva od offensiva che possono assumere, paiono essere in gran parte riconducibili ad un esiguo ventaglio di opzioni. Principalmente, le M&A possono essere poste in essere secondo logiche di ampliamento dimensionale, non di rado legate alla necessità di perseguire maggiori livelli di efficienza, come ampiamente dimostrato dai recenti avvenimenti del settore automotive, oppure come reazione a peculiari fattori esogeni, legati, per esempio, a particolari tipologie di finanziamento, a repentini cambiamenti di scenario o ad interessanti opportunità di mercato.

Concordemente con l'ultimo punto elencato, sembra interessante sottolineare, come non sia insolito assistere a situazioni in cui i potenziali acquirenti dimostrino interesse per società operanti in settori anche piuttosto "lontani" da quello del proprio core business. L'elemento motivante questo genere di operazioni può sostanzialmente essere ricondotto a ragioni di "visione prospettica" rispetto a quelli che saranno gli scenari futuri, oppure alla volontà di utilizzare strumentalmente la diversificazione di business, al fine di ottenere una globale riduzione del rischio d'impresa; si noti come questi due fattori possano anche coesistere, presentandosi simultaneamente.

Figura 2. Trend globale delle operazioni di M&A cross-sector negli anni 2008 – primo trimestre 2018

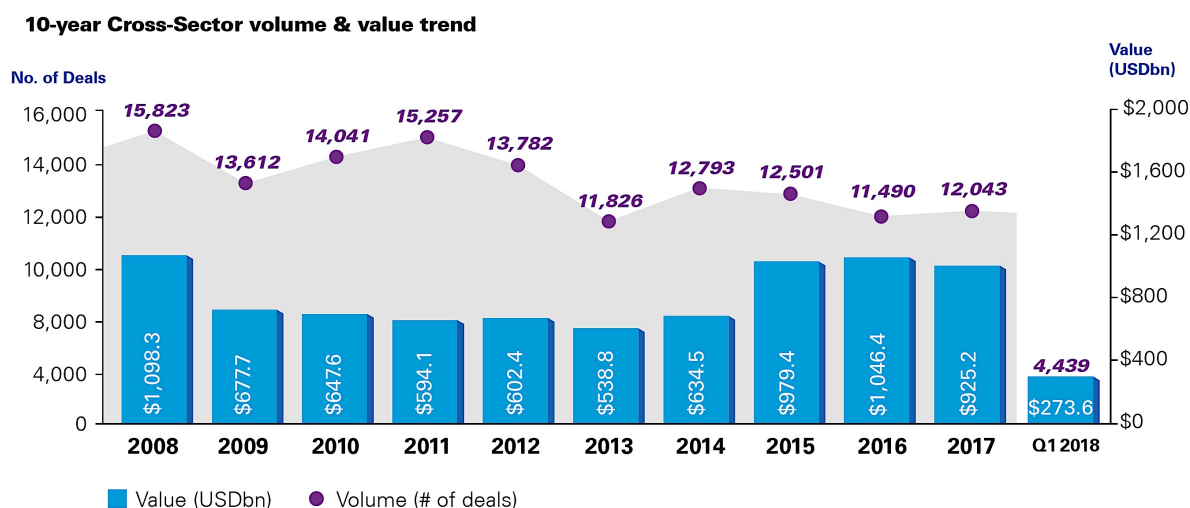


Figura 2

Fonte: KPMG, 2018

La figura 2 descrive il complessivo calo del numero di operazioni cross-sector registrato dopo il 2008. Seppur ne sia calato il livello, la rilevazione testè riportata individua la presenza di un trend sostanzialmente stabile nell'ultimo quadriennio, il quale, negli ultimi tre anni, è stato altresì accompagnato da una cospicua crescita dei flussi monetari scambiati. Volendo fornire una visione alternativa a quanto detto sin qui, sembra opportuno ricordare, che la via dell'acquisizione può essere intrapresa anche solo nell'intento di accrescere la propria quota nel mercato in cui si è già inseriti. Prescindendo dalla collocazione settoriale dell'operazione acquisitiva, un elemento in grado di acuire il bisogno di interventi di rapida crescita, dunque principalmente esterna, è ascrivibile allo "stato di salute" del settore d'appartenenza della bidder, il quale può rivelarsi il fattore preponderante alla base della scelta.

Per quanto concerne le modalità con cui le M&A vengono eseguite, come già in parte detto in precedenza, le operazioni di acquisizione possono essere classificate in due modi: ostili od amichevoli. Segnatamente alle operazioni ostili, nella maggior parte dei casi, queste si sostanziano in vere e proprie “scalate finanziarie”, eseguite tramite il “rastrellamento” di titoli nel mercato che hanno come fine ultimo quello di “conquistare” il controllo della società target. Normalmente, queste operazioni vengono poste in essere tramite il “rastrellamento” delle quote azionarie detenute dagli azionisti di minoranza, pratica che può rivelarsi particolarmente agevole in situazioni in cui l’azionariato è particolarmente “polverizzato”. Questo metodo di acquisizione è fortemente caratterizzato dall’assenza di alcun accordo tra le parti o, addirittura, della totale assenza di qualsiasi tipo di trattativa o dialogo. Solitamente, una delle principali conseguenze di questo tipo di approccio, consiste in una significativa modifica della compagine manageriale della società acquisita.

Per quanto riguarda le acquisizioni “amichevoli”, come già testé descritto, queste sono contraddistinte dall’instaurazione di un dialogo tra le parti, e, soprattutto, dalla presenza di un accordo sostanziale e formale tra gli attori in causa, tramite il quale essi esprimono la loro volontà di concludere l’operazione alle condizioni pattuite, indipendentemente dalla natura di queste.

1.5 Le fasi delle operazioni di M&A

Le operazioni di Merger and Acquisition sono attività tecnicamente molto complesse, strutturate in più fasi consequenziali, le quali coinvolgono una moltitudine di aspetti e soggetti diversi. Le fasi in cui si suddividono le M&A, sono principalmente tre:

- Fasi di analisi e valutazione strategica;
- Negoziazione e closing;
- Fase d’integrazione post – acquisitiva.

Ognuna delle macrofasi sopra annoverate, è composta internamente da più sottofasi consequenziali, le quali verranno diffusamente trattate nei sottoparagrafi successivi.

Normalmente, le imprese coinvolte in questo genere di transazione si avvalgono operatori esterni, i cosiddetti “advisor”, in grado di assistere le parti durante tutte le fasi dell’attività acquisitiva. Sembra interessante sottolineare, che non è strettamente necessario richiedere l’ausilio di terze parti per la gestione dell’intervento: non è raro, infatti, che le società acquirenti siano dotate di un’apposita struttura interna esclusivamente dedicata a questo genere di attività,

sia con riguardo alla parte pre, che post acquisitiva. Tale eventualità, appare essere più verosimilmente accostabile ad entità aziendali di grandi dimensioni, “abitate” ad intraprendere questo tipo di iniziative.

I compiti di advisory si sostanziano in una serie molto articolata di attività, le quali, concordemente con gli obiettivi delle fasi in cui sono inserite, solitamente si sostanziano in un’analisi strategica del caso, nell’effettuazione di una due diligence, di consueto affidata a società di revisione esterne, anche nel caso in cui l’acquirente sia un soggetto “esperto”, in una seguente valutazione finanziaria dell’operazione, concernente anche la determinazione del valore/prezzo da assegnare alla target in esame, ed infine nella stesura dei contratti, i quali sono solitamente molto articolati e contenenti clausole di vario genere. Per quanto riguarda la fase post acquisitiva, anche questa può essere oggetto di consulenza da parte di soggetti terzi, ma in questo caso si tratta di un intervento “su misura”, vista la non “standardizzabilità” delle operazioni, dovuta all’ampissimo spettro di fattispecie possibili. Tutte le pratiche sopra esposte possono essere affidate ad un unico soggetto, qualora questo possieda elevate competenze in tutte le discipline coinvolte, oppure ad una molteplicità di operatori specializzati nei diversi ambiti richiesti.

1.5.1 Fase 1: Analisi e valutazione strategica

La fase riguardante l’analisi e la valutazione strategica, è il momento più importante di tutto il processo acquisitivo. In questo frangente l’impresa è chiamata ad eseguire un’approfondita attività studio, nei cui esiti affonderanno le radici le scelte strategiche del management; da qui, l’importanza di operare con massima cura ed applicazione.

Questa macrofase può essere a sua volta suddivisa in tre sottofasi, le quali sono così sintetizzabili:

- Analisi e valutazione strategica di un’eventuale operazione acquisitiva;
- Definizione del profilo della target e dei “parametri guida” dell’operazione;
- Ricerca delle alternative.

Sottofase 1: Analisi e valutazione strategica di un'eventuale operazione acquisitiva:

In questa prima microfase, l'impresa è chiamata a svolgere un'accorta attività di "audit strategico", la quale viene sviluppata lungo quattro stadi consequenziali:

- Analisi di settore, della concorrenza e delle variabili competitive;
- Indagine sulle proprie aree di debolezza;
- Individuazione di possibili economie e/o sinergie sfruttabili;
- Verifica della coerenza tra le decisioni operative e l'orientamento strategico globale dell'impresa.

Secondo quest'impostazione, l'impresa sarebbe inizialmente chiamata ad eseguire un'accurata disamina del proprio contesto competitivo di riferimento, con lo scopo di comprenderne la struttura, le principali leve competitive ed eventuali aspetti critici.

Operativamente, questa attività si sostanzia nell'individuazione dei principali competitors aziendali, seguita da un attento studio dei loro business model, con l'obiettivo di carpirne pregi e difetti, al fine di riuscire a tracciare un quadro generale di sintesi. Nel caso di un'impresa in fase di sviluppo, perciò non ancora ai vertici del proprio settore, potrebbe essere utile compiere la stessa attività d'indagine anche nei riguardi dei players leader di mercato, nell'intento di trarre qualche utile spunto per il proprio percorso di crescita.

Successivamente, il management viene chiamato ad intraprendere lo stesso tipo di pratica nei riguardi di sé stessa, al fine di comparare i propri risultati con quelli della concorrenza, e di ricercare evidenze circa i possibili miglioramenti apportabili alla propria organizzazione, nell'intento di renderla competitiva con le altre imprese presenti nel mercato. Si sottolinea come tale raffronto sia in grado di dar contezza al management anche di ciò che discrimina positivamente la società dai propri competitors, fornendo possibili indicazioni su quelle che potrebbero essere profittevoli vie di sviluppo. In tal senso, può essere individuata con chiarezza la presenza di elementi che la società riesce a sfruttare in modo peculiare, talvolta difficilmente replicabile dagli altri players, da cui trae sia la creazione di valore che di vantaggio competitivo. Le strategie di differenziazione, spesso rappresentano un driver molto importante ed efficace per la creazione di valore ed il mantenimento, e/o miglioramento, della propria posizione all'interno del mercato; tale dinamica può essere particolarmente evidente in settori ad alto valore aggiunto, od in cui la presenza di "dinamiche di marchio" è particolarmente sentita.

Si ritengono essere strumenti particolarmente utili per questo tipo di indagini, specialmente se utilizzati congiuntamente, i modelli d'analisi denominati "Resource based view", "SWAT Analysis" e "Cinque Forze di Porter", i quali risultano essere altamente complementari ed in

grado di fornire un chiaro quadro di sintesi, sia nei riguardi delle singole imprese che, talvolta, del settore in generale, ad esempio, come avviene rispetto all'individuazione della minaccia di nuovi potenziali entranti, o di prodotti sostituti.

Una volta esaurita questa fase, il management passa all'individuazione di quelle che potrebbero essere le possibili economie e/o sinergie da cui potrebbe trarre benefici, al fine, innanzitutto, di sanare le criticità rilevate, e, se possibile, di potenziare gli aspetti già ritenuti soddisfacenti. Tale processo risulta utile per delineare gli obiettivi che si vorrebbero raggiungere tramite l'M&A, e, di conseguenza, per tracciare un profilo di massima di quella che potrebbe essere una potenziale target, almeno secondo quanto emerso dalle precedenti indagini.

Da qui si passa alla quarta ed ultima microfase, la quale, sostanzialmente, funge da “controllo finale” rispetto a quanto precedentemente congetturato. In questo frangente viene vagliata l'esistenza di un certo grado di compatibilità e coerenza, tra gli obiettivi aziendali e l'attività acquisitiva ipotizzata, in quanto essa potrebbe essere del tutto idiosincratICA rispetto alle linee strategiche generali dell'intera società. Come evidenziato da Haspeslagh e Jamison (1992), al fine di una buona riuscita del processo acquisitivo, è molto importante che nelle strategie aziendali siano state incluse anche considerazioni relative all'intraprendimento di attività acquisitive, con lo scopo di “preparare” la società ad un'eventuale attività acquisitiva, attraverso la costruzione di linee di sviluppo adeguate allo sfruttamento di opportunità di crescita esogena.

Sottofase 2: Definizione del profilo della target e dei “parametri guida” dell'operazione

Superata positivamente la fase di analisi, il management viene chiamato a disegnare l'architettura del dell'operazione, fissando quelli che dovranno essere i “confini” entro cui l'operazione potrà, e dovrà, essere condotta, sia in termini economici, che rispetto al tipo di target verso cui porgere la propria attenzione. In tal senso, al fine di svolgere al meglio questa attività è necessario che l'azienda cerchi di definire accuratamente alcuni fondamentali, come:

- Le caratteristiche della target;
- Il “timing” dell'operazione e delle sue sottofasi;
- Il livello d'investimento complessivo;
- Il prezzo limite dell'offerta
- Le implicazioni dell'M&A sotto un profilo economico-finanziario.

Durante questa procedura, in prima battuta, il soggetto indagante è tenuto a definire con chiarezza le caratteristiche della target. Per fare ciò sarà necessario partire dagli obiettivi che il

management si è posto di raggiungere mediante l'M&A, già delineati durante l'analisi strategica, per poi cercare di determinare con sempre maggior dettaglio le caratteristiche "concrete" che si vorrebbero avesse l'azienda che idealmente si intende acquistare, tracciandone così un profilo sempre più preciso ed accurato, utile a conferire tangibilità e realismo al progetto aziendale. Questa fase risulta essere molto importante perché, data la complessa reversibilità delle operazioni di M&A ed il notevole impegno economico cui sono esposti i soggetti acquirenti, è fondamentale orientare da subito il proprio operato verso la "giusta direzione", ovvero verso il compimento di un'operazione realmente in grado di produrre valore; eventualità che potrebbe avere effetti devastanti se non dovesse sostanzarsi.

Una volta conclusa l'indagine su quelle che dovranno essere le caratteristiche operative dell'azienda obiettivo, i soggetti preposti alla gestione dell'operazione verranno altresì incaricati di stilare la "timeline" dell'intera attività, definendo il tempo che ogni fase dovrà richiedere ed entro quando dovrà essere conclusa.

Un altro aspetto che è bene venga definito preventivamente, è quello relativo all'esborso finanziario complessivo che l'azienda intende sopportare, unitamente, quindi, al prezzo massimo che intende dover, e poter, pagare. Questo tipo di analisi è molto importante, in quanto consente di evitare operazioni sproporzionate rispetto alle proprie reali capacità, con il rischio che queste si rivelino perniciose per l'intera società, coinvolgendo nelle perdite anche i business "sani". La sostenibilità finanziaria, dunque, è un elemento che indica al management cosa può essere realmente alla propria portata, orientando l'attività di ricerca verso operazioni congrue e razionali, nonché contribuendo a delineare un profilo di target sempre più preciso ed appropriato. Da un punto di vista operativo, tale attività si compone di una prima parte in cui viene identificato il "prezzo limite", ovvero la quantità di risorse che si intende destinare per il mero acquisto della target, di concerto con quanto necessario affinché questa raggiunga il livello di operatività desiderato dall'acquirente, e da una successiva in cui vengono analizzate la redditività del progetto ed i tempi dell'investimento sostenuto, i quali potrebbero anche non essere rapidi, potendo generare situazioni di tensione finanziaria, delle quali è bene aver contezza fin da subito.

Sottofase 3: Ricerca delle alternative

L'attività preparatoria precedentemente eseguita, qui troverà concreta applicazione e riscontro. In questa fase la bidder è chiamata ad investigare sulle reali offerte presenti nel "mercato delle M&A" intraprendendo un'attenta attività d'indagine, circa l'effettiva sussistenza di soggetti confacenti i propri bisogni-parametri, nonché sull'effettiva disponibilità di questi all'avvio di un dialogo riguardante un'eventuale cessione. Nonostante questa attività possa non apparire tecnicamente complessa, essa è comunque intrisa di un certo grado di complicazione, il quale emerge segnatamente all'effettiva identificazione di soggetti "candidabili", in quanto essa potrebbe rivelarsi particolarmente difficoltosa e richiedere tempi piuttosto dilatati, talvolta generando un notevole dispendio di risorse.

Ad incidere ulteriormente sul livello di problematicità di questa pratica, aumentandolo, è la prassi operativa delle M&A: essa vorrebbe venisse identificato più di un candidato, suggerendone un massimo di cinque per non irrigidire eccessivamente la procedura, con lo scopo di contenere il grado di condizionamento e dipendenza dell'acquirente dalle acquisite. In tal senso, si noti come la presenza di uno spettro di alternative piuttosto consistente, possa contribuire a spostare parte del potere contrattuale dalla target all'acquirente, contribuendo ad abbassare il livello di soggezione generato dalla penuria di alternative, la quale potrebbe esporre la società a tattiche rialziste, facenti disperdere parte del potenziale valore dell'M&A.

Normalmente, per orientare la selezione ed accorciare i tempi di ricerca, si è soliti seguire una serie di criteri-parametri "guida", così riassumibili:

- Grado di coerenza strategica complessiva;
- Detenzione delle "caratteristiche obiettivo" precedentemente individuate;
- Reale fattibilità finanziaria della singola operazione;
- Compatibilità organizzativa;
- Effettiva possibilità di contatto.

Per quanto concerne il grado di coerenza strategica, posto che in seguito alle analisi preliminari il management ritenga confacente la soluzione acquisitiva, esso fa riferimento al grado di coerenza esistente tra gli obiettivi strategici dell'M&A e le reali caratteristiche della target, le quali dovranno essere tali da consentire un raggiungimento efficace ed efficiente dei risultati preordinati.

Sembra essere una pratica piuttosto utile, quella di ordinare i precedenti criteri secondo una scala di priorità, la quale potrebbe rivelarsi d'aiuto per il mantenimento di un certo grado di

oggettività nell'arco dell'intero processo di scelta, evitando che questo venga inficiato da dinamiche soggettive, e/o emotive, che potrebbero far deviare i decisori dalla "scelta ottima".

1.5.2 Fase 2: Negoziazione e closing

Una volta esaurite le attività di valutazione e ricerca dei candidati, si entra nella fase successiva: quella della negoziazione.

Per prima cosa, dopo aver individuato le potenziali target, la bidder è chiamata ad eseguire un'attività di ordinamento in base del grado di rispondenza delle candidate ai criteri utilizzati per la loro selezione, con lo scopo di assegnare loro diversi livelli di priorità ed orientare l'avvio dell'attività negoziale verso quella ritenuta più idonea.

Si noti come, per riuscire ad ordinare opportunamente le candidate, sia necessario assegnare preventivamente un preciso ordine di importanza ai criteri di selezione, al fine di indirizzare il proprio operato verso le target che meglio si confanno agli aspetti cui è stato assegnato un maggior grado di rilevanza.

Una volta individuato il "miglior candidato", sarà necessario avviare i contatti con questo, al fine di comprenderne la disponibilità verso un'eventuale M&A.

Tale attività può essere espletata mediante due modalità alternative, le quali sono ravvisabili nella possibilità di contattare autonomamente la target, oppure nell'opportunità di affidare tale incombenza a soggetti terzi specializzati.

In tal senso, l'avvio dei contatti "in proprio" sembra essere una scelta più radicale ed impegnativa, in quanto si lascerebbe presagire fin da subito un forte interesse nei riguardi della target, impegnando moralmente fin da subito l'acquirente, vista la sua diretta esposizione già dalle battute iniziali; di contro, una diretta esposizione del potenziale acquirente conferisce maggior rapidità e trasparenza al processo, consentendo di oltrepassare possibili fasi di interlocuzione che rallenterebbero il processo. Per quanto riguarda la possibilità di esternalizzare tale pratica, in tal senso si procede mediante il rilascio di un "mandato all'acquisto", generalmente esclusivo, al quale viene assegnata una durata limitata, di norma compresa tra i sei mesi ed un anno. Questa opzione porta consistenti vantaggi, specialmente in termini di anonimato e di "esposizione", in quanto consente sia di limitare il rischio di subire azioni di disturbo da parte della concorrenza, sia di non impegnare da subito la parte proponente, come invece avverrebbe nel caso di un contatto diretto, consentendo a questa di poter intraprendere relazioni anche con altre società, o comunque di mantenere l'anonimato, conferendo maggiore flessibilità all'azione esplorativa.

Nel caso in cui la fase di primo contatto non dovesse dare esiti positivi, questa assumerebbe carattere ricorsivo, dovendo essere ripetuta con un diverso interlocutore; di contro, nel caso in

cui dovesse andare a buon fine, la trattativa proseguirebbe entrando in uno stadio più serio e formale. A tal proposito, una volta riscontrato l'interesse reciproco delle parti a proseguire la trattative, nelle maggior parte dei casi, si è soliti proseguire le operazioni stilando un "confidentiality agreement", o "lettera di confidenzialità", la quale svolge un'importante funzione di definizione e formalizzazione del rapporto tra le parti, avendo sostanzialmente tre obiettivi: informare la parte alienante dell'intenzione di voler realmente concludere la transazione, regolare le modalità e le condizioni di riservatezza con cui dovrà avvenire lo scambio di informazioni ed, infine, vincolare formalmente il venditore. Concretamente, per raggiungere tali finalità si è soliti avvelarsi di una serie molto articolata di clausole, che le parti dovranno sottoscrivere. Per quanto riguarda l'esclusività della trattativa, tale aspetto viene normalmente regolato tramite gli accordi di "standstill", con i quali le parti si impegnano a non intrattenere relazioni parallele con altri soggetti, evitando possibili strumentalizzazioni del gioco della concorrenza. Per quanto riguarda l'utilizzo delle informazioni, non vi è un tipo di accordo specifico atto a regolare tale aspetto, ma viene piuttosto utilizzato un corollario di clausole, rivolto principalmente ad assicurare che i soggetti coinvolti non divulgino quanto appreso e, specialmente nel caso in cui una delle due sia quotata, che non lo utilizzino per la persecuzione di finalità illecite e/o distorsive del mercato dei capitali, come nel caso dell'"insider trading"¹⁰, il quale costituisce una fattispecie di reato.

Esaurite le sopraccitate pratiche preliminari, i soggetti in causa avvieranno un'accurata attività d'analisi e valutazione, la quale dovrà condurre entrambi ad assegnare un valore economico all'entità aziendale negoziata, la quale diverrà oggetto di un atto dispositivo solamente nel momento in cui i valori determinati dalle controparti saranno concordi.

Per quanto concerne la determinazione del valore su cui si dovrà attestare la transazione, la formulazione di questo richiede l'espletamento di una serie di attività consequenziali, sinteticamente ravvisabili nell'effettuazione di un'accurata due diligence, e nella successiva

¹⁰ "Reato compiuto da un soggetto che, essendo in possesso di informazioni privilegiate, acquista, vende o compie operazioni (per conto proprio o di terzi) su strumenti finanziari avvalendosi di quelle stesse informazioni, oppure comunica a terzi tali informazioni, ovvero fornisce consigli sulla base di esse. Un soggetto (insider) può entrare in possesso di informazioni privilegiate grazie al fatto che partecipa al capitale di una società, è membro di organi di amministrazione, direzione o controllo, oppure esercita una funzione (anche pubblica), una professione oppure un particolare ufficio. Per informazione privilegiata (detta anche price sensitive) si intende un'informazione specifica di contenuto determinato, di cui il pubblico non dispone, concernente strumenti finanziari o emittenti di strumenti finanziari, che, se resa pubblica, sarebbe idonea a influenzarne sensibilmente il prezzo.

Tale disciplina afferma che è punito con la reclusione da 3 a 8 anni e con una multa variabile da 200.000€ a 3.000.000€, chiunque utilizzi a proprio vantaggio (e a danno del mercato) tali informazioni e chiunque compia le medesime operazioni dopo aver ottenuto, direttamente o indirettamente, tali informazioni da un altro soggetto. La CONSOB è il soggetto cui spetta il controllo sui "market abuse" in Italia.", a tal riguardo vedasi quanto scritto da Borsa Italiana < <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/insider-trading.html>>

applicazione dei metodi economico-finanziari più idonei a fornire una corretta valutazione del tipo di target in esame. Per quanto riguarda l'esecuzione della due diligence, questa si sostanzia nel reperimento dell'intera documentazione amministrativo-contabile della potenziale acquisita, la quale dovrà essere successivamente confrontata con le informazioni riportate nei bilanci d'esercizio delle annualità prescelte, nell'intento di comprenderne attendibilità e qualità informativa, con particolare riguardo verso poste di bilancio che, per loro natura, espongono maggiormente la formazione del proprio contenuto alla soggettività del redattore.

Lo scopo di questa perizia è ravvisabile nella comprensione dell'avvenuta "rappresentazione veritiera e corretta", dello stato economico-patrimoniale della società in esame, rivolta alla comprensione dell'esatta consistenza di quanto ci si sta accingendo ad acquistare.

Una volta constatata l'effettiva veridicità dei prospetti contabili, si passa al vero e proprio compimento della fase di valutazione e "prezzaggio". Questa pratica può essere svolta mediante l'utilizzo di uno dei diversi metodi di stima esistenti, il quale dovrà essere scelto in base alle concrete caratteristiche della valutata, in quanto non tutti i metodi possono essere applicati efficacemente alle medesime situazioni perché focalizzati su aspetti differenti, richiedendo al valutatore un'attenta comprensione del contesto aziendale, affinché egli possa applicare il metodo maggiormente rispondente alle esigenze valutative del caso.

Per quanto riguarda lo spettro di metodologie utilizzabili, è riscontrabile la presenza di cinque principali metodiche, ognuna con caratteristiche proprie:

- Discounted Cash Flow (DCF),
- Continuing Value,
- Metodo Patrimoniale,
- Sum Of the Parts (SOP),
- Multipli di mercato.

Riassumendo brevemente le peculiarità delle tecniche sopraccitate, a tal riguardo si veda Vivas (2014), si potrebbe dire che il metodo DCF può essere molto valido per eseguire previsioni in contesti caratterizzati dalla presenza di piani aziendali, riguardanti orizzonti temporali finiti, ma comunque senza tralasciare i possibili sviluppi successivi a questo. Da un punto di vista procedimentale, questo sistema poggia sull'utilizzo congiunto del Net Present Value (N.P.V.) e del Continuing Value, imponendo, in ultima istanza, la somma dei risultati finali di questi, rappresentandone un perfetto connubio.

Per quanto riguarda il Net Present Value (NPV), esso risulta essere la tecnica più indicata per la valutazione di business plan, prevedendo l'attualizzazione dei flussi di cassa netti che si

prevede verranno generati nelle singole annualità del prospetto, consentendo di stabilire il valore attuale complessivo di quanto pianificato. Il Continuing Value, invece, ben si presta ad essere utilizzato in circostanze in cui si intende stimare il valore dei flussi di cassa futuri, senza che questi siano ascritti ad un preciso arco temporale. Tale metodologia viene principalmente applicata a situazioni in cui la valutata è sprovvista di un piano aziendale, oppure per valutarne il free cash flow oltre l'orizzonte coperto da questo, fornendo in entrambi i casi, mediante la tecnica dell'attualizzazione, un valore "a lungo termine" della target.

Si sottolinea come, oltre che per l'intrinseca imprecisione legata all'esecuzione di stime a lungo termine, il Discounted Cash Flow presenta delle forti criticità, generate dal fatto che esso è esclusivamente rivolto alla valutazione dei flussi di cassa aziendali, non considerando in alcun modo gli asset di cui questa è proprietaria, i quali possono incidere anche notevolmente sul valore di scambio; un buon esempio di tale fenomeno è rappresentato dagli asset immateriali, i quali stanno acquistando un sempre maggior rilievo nei processi di scambio, come nel caso di marchi brevetti ecc. Questa problematica viene risolta mediante l'utilizzo del metodo patrimoniale, il quale assegna un valore alla società attraverso la somma dei fair value delle singole immobilizzazioni riconducibili a questa, senza considerare in alcun modo aspetti reddituali o finanziari, afferenti la società.

Una situazione di compromesso tra le due categorie di sistemi appena esposti, è rappresentata dalla cosiddetta "somma delle parti". Tale procedimento, si presta con particolare efficacia alla valutazione di imprese multibusiness, o caratterizzate, oltre che dalla generazione di flussi di cassa, anche da un ragguardevole patrimonio, meritevole di valutazione. Questa impostazione richiede che i vari segmenti di cui, apprezzabilmente, si compone l'azienda, vengano valutati singolarmente, per poi essere sommati in un secondo momento.

Per quanto riguarda la metodologia valutativa basata sui multipli di mercato, questa si fonda sull'individuazione di un valore di interesse, calcolato come rapporto tra due grandezze, il quale dovrà essere determinato per tutte le target in esame, in modo che possa essere utilizzato come parametro di comparazione per le società in questione. I multipli di mercato devono essere distinti in due categorie: asset side ed equity side. I primi sono contraddistinti dal fatto che il valore che restituiscono viene calcolato ponendo al denominatore l'enterprise value ed al denominatore un dato di conto economico, tipicamente uno tra: valore dei ricavi, EBITDA od EBIT; si sottolinea come ognuna di queste opzioni si conformi con particolare efficacia a precisi tipi d'impresa: ad esempio, una valutazione sul volume dei ricavi sembra essere più indicata per un'azienda commerciale, mentre le altre due appaiono più adatte ad aziende, rispettivamente, di servizi e di produzione

Per quanto riguarda gli indicatori equity side, essi vengono costruiti in modo che il prezzo corrente delle azioni, venga rapportato ad un valore del patrimonio netto, il quale viene generalmente ravvisato nel valore complessivo di questo, il cosiddetto “book value”, o nell’utile d’esercizio (earning). Analogamente a quanto detto per gli asset side, il dato restituito dovrà essere utilizzato per eseguire un’analisi spaziale tra le possibili target, dalla quale emergerà quella con il “miglior valore”. Con riferimento ai limiti metodologici, la principale debolezza di questo sistema è ravvisabile nel fatto che potrebbe sussistere un fuorviante sfasamento temporale, talvolta piuttosto ampio, tra la quotazione corrente delle azioni ed il dato utilizzato al denominatore, il quale, specialmente nel caso dell’utile, potrebbe fornire una rappresentazione “lontana” dal presente andamento aziendale.

Relativamente alla casistica applicativa, il multiplo basato sul book value è particolarmente significativo nel caso in cui vengano valutate entità come istituti bancari, assicurativi, o simili, per i quali risulta essere particolarmente importante poter contare su una solida posizione patrimoniale, potendo, di contro, rivelarsi inadatto per società operanti nel settore dei servizi, dove l’aspetto patrimoniale potrebbe non risultare ugualmente rilevante. Per quanto concerne il multiplo calcolato considerando gli utili, questo può adattarsi facilmente alla maggior parte delle situazioni, qualora si ritenga l’utile di bilancio un dato sensibile. In generale, i multipli di mercato sono connotati sia da una rapida applicabilità, che da un certo grado di incertezza. Essi infatti, vengono composti utilizzando la quotazione di mercato delle azioni, la quale, come ampiamente evidenziato dal premio Nobel 2013, Robert J. Shiller, nella sua opera “Euforia Irrazionale – alti e bassi di borsa”, può essere esposto a dinamiche di domanda-offerta imprevedibili e talvolta inspiegabili, spesso determinate dall’emotività degli agenti, in grado produrre valori anche piuttosto lontane dal reale valore dell’impresa.

Una volta esaurita la fase di stima, la grandezza restituita sarà il cd. “Stand Alone”, ovvero la misura della target “così com’è”, il quale rappresenterà il punto di partenza per la formazione del valore della transazione. Suddetta stima, pur contenendo un certo grado di aleatorietà legato alla formulazione di alcune ipotesi, come quelle su rischio e crescita, necessarie per lo svolgimento dell’attività valutativa, fornisce un valore oggettivo ed insensibile ad eventuali dinamiche sinergiche legate alla soggettività dell’acquirente.

A questo punto, è bene eseguire un distinguo tra i possibili sviluppi che negoziato e attività di valutazione possono avere, i quali possono essere fortemente orientati dal tipo di obiettivi sottesi all’M&A. Specialmente in relazione alla corretta formulazione del prezzo, tale specificazione risulta essere altamente rilevante: potrebbe rendersi necessario, infatti, considerare attentamente ulteriori elementi rispetto a quelli utilizzati per il calcolo dello stand alone, i quali potrebbero anche modificarlo sensibilmente, come nel caso delle sinergie.

Nel caso in cui l'operazione fosse stata conclusa perseguendo logiche finanziarie, ovvero interpretando questa come un mero investimento speculativo, è probabile che il prezzo a cui verrà "chiusa" la transazione, non diverga eccessivamente dallo stand alone, in quanto sembra lecito attendersi un basso livello sinergico tra le due imprese.

Qualora l'acquirente fosse un soggetto industriale, o comunque "non finanziario", di norma, il valore delle sinergie attese è più elevato rispetto alla fattispecie precedente, fatto che genera un innalzamento del valore stand alone inizialmente stimato.

Sui metodi di valutazione e sull'impatto delle diverse sinergie sul valore aziendale, si dirà specificatamente in seguito in un paragrafo dedicato.

Una volta assegnato un valore di massima alla potenziale acquisita, l'acquirente dovrà provvedere a formalizzare la propria proposta, predisponendo la cd. "lettera di offerta", la quale dovrà contenere:

- Oggetto dell'acquisizione;
- Prezzo di riferimento stimato dalla parte acquirente;
- Condizioni Contrattuali e di pagamento;
- Garanzie e Clausole;
- Validità temporale dell'offerta.

Uno degli aspetti più critici di questa fase, afferisce all'assegnazione di un valore di scambio tra comunemente accettato, vista la naturale tensione dei soggetti in causa a massimizzare i propri interessi. contrapposizione di interessi che ogni parte tende a voler massimizzare. Per risolvere eventuali fasi di stallo legate alla componente economica della transazione, sono stati sviluppati una serie di meccanismi atti ad ovviare a tali eventualità, permettendo alle controparti di proseguire nella trattativa. Con riferimento alla risoluzione di controversie legate al prezzo, le soluzioni maggiormente adottate sono ravvisabili nell'inserimento di clausole di "earn out", o di "escrow".

Il meccanismo dell'earn out, consiste nell'associazione del valore della transazione ai risultati concretamente ottenuti dopo il passaggio di proprietà, in un predefinito arco temporale di riferimento. Nello specifico, l'acquirente si impegna ad accettare la valutazione eseguita dalla parte cedente, a condizione che vengano raggiunti i risultati preventivati dal management dell'alienante, pena una riformulazione del valore di scambio, evidentemente a ribasso, con relativa retrocessione del differenziale tra risultati attesi e reali. Si sottolinea che, in questo caso, il business plan utilizzato dalla target per la formulazione del prezzo, assume particolare rilevanza, in quanto formalmente riconosciuto dalle parti come "documento ufficiale di

valutazione”, in quanto fonte del prezzo di scambio concordato. L’istituto appena descritto, risulta essere particolarmente utile nel caso in cui la gestione della target venga lasciata alla parte cedente, almeno per un periodo congruo alla durata del sopraccitato piano, eventualità prefigurabile, quasi esclusivamente nel caso in cui il cessionario sia un fondo di private equity, od un soggetto a questo equiparabile.

Per quanto riguarda l’escrow account, all’inserimento di questa clausola soggiace l’intenzione di proteggere la parte acquirente dai cosiddetti “rischi di sopravvenienza”, i quali riguardano il sostanzarsi di eventi dannosi tipicamente riferibili a sopravvenienze passive legate ad eventi di carattere fiscale, ambientale, previdenziale, di responsabilità civile legata al prodotto, ecc, di cui non si aveva avuto particolare contezza durante la trattativa.

La suddetta pratica, operativamente, obbliga la parte cedente alla costituzione di un deposito vincolato di consistenza contrattualmente predefinita, il quale fungerà da garanzia per il cessionario, che potrà rivalersi su di esso al sostanzarsi degli eventi prefigurati; di contro, siffatto deposito verrà “sbloccato” al verificarsi di precise condizioni, anch’esse determinate al momento della stesura del contratto, liberando il cedente e facendo tornare quanto vincolato nella disponibilità di costui.

Quanto appena descritto è rivolto alla risoluzione ex-ante di possibili controversie inerenti l’ambito economico dell’operazione, segnatamente al prezzo, mentre per quanto concerne gli aspetti contrattuali, sopraggiunge la necessità di applicare altre tipologie di clausole.

Per quanto riguarda la sfera giuridica, una delle questioni originanti la necessità di inserire specifiche clausole di garanzia per la parte acquirente, è ravvisabile nel comune orientamento, di giurisprudenza e dottrina, di interpretare il contratto di compravendita di partecipazioni sociali, come un atto esclusivamente traslativo dello status di socio, senza mai riguardare in modo diretto le consistenze patrimoniali della società, le quali rimangono in capo alla società compravenduta, generando numerose problematiche alla parte acquirente, per il normale esercizio delle azioni esperibili per la tutela dei propri interessi.

In assenza di specifici accordi tra le parti, tale assunzione fa sì che l’acquirente possa far valere i propri diritti in termini di evizione, vizio o mancanza delle qualità essenziali del bene, solamente con riguardo alle azioni acquistate, senza poter fare riferimento alcuno al complesso patrimoniale ad esse connesso. Ciò, ad esempio, rende impossibile invocare la risoluzione del contratto per “*aliud pro alio*”, ovvero asserendo l’esistenza di divergenze qualitative o quantitative, tra quanto atteso e quanto ricevuto in termini di asset e/o posizioni giuridiche di cui si riteneva essere la società titolare, in quanto non rappresentanti l’oggetto del contratto; secondo lo schema appena esposto, non sarebbe altresì possibile fondare eventuali opposizioni su errori essenziali relativi ai valori patrimoniali dell’impresa. Vengono fatti salvi i casi in cui

le circostanze appena descritte siano imputabili ad attività dolose o fraudolente della parte alienante, atte a fornire una rappresentazione distorta dei fatti aziendali.

Da qui, l'esigenza di regolare mediante l'inserimento di apposite clausole aspetti come l'esistenza di specifiche relazioni contrattuali, la composizione qualitativa e quantitativa di determinate poste di bilancio, ecc.

Una volta interamente esaurita la fase di negoziazione, sarà possibile procedere con la stesura del contratto, del quale, pur non esistendo alcuno schema preconfigurato, sembra possibile elencare i tratti tipici, i quali sono così sintetizzabili:

- Esplicitazione sia delle modalità di determinazione del prezzo, che del valore del prezzo stesso;
- Inserimento di tutte le garanzie concordate, richiamando altresì in modo schematico tutti i documenti accessori cui queste fanno riferimento;
- Eventuali pattuizioni accessorie come, ad esempio, il patto di non concorrenza, l'obbligo al mantenimento di particolari partnership, patti parasociali ecc.

1.5.3 Integrazione Ex-post

Perfezionata la transazione ed il conseguente passaggio di proprietà della target, l'operazione entra nella nuova ed eventuale fase, relativa all'integrazione tra le due entità. Prima di passare ad un'approfondita disamina delle dinamiche caratterizzanti tale attività, sembra opportuno rimarcare l'eventualità di questa fase: essa rimane il frutto di una libera scelta organizzativa operata dal management, la quale, se non venisse operata, non pregiudicherebbe in alcun modo la validità dell'atto dispositivo, rimanendo un fatto aleatorio, frutto delle convinzioni su quelli che potrebbero essere gli assetti gestionali più opportuni per la creazione di valore.

Per quanto concerne i fattori che possono orientare la scelta del management verso uno o l'altro approccio, si sottolinea come l'aspetto maggiormente considerato riguarda le previsioni sulla realizzabilità degli obiettivi che l'acquirente si era posta di raggiungere mediante l'operazione, in quanto il management potrebbe ritenere che questi possano essere raggiunti solamente attraverso l'operatività congiunta delle due società, rendendo necessaria la fusione delle due entità. Di contro, è possibile che in alcuni casi l'incorporazione delle due imprese possa risultare particolarmente pernicioso per la target, specialmente qualora infici sull'"ecosistema aziendale", il quale, in talune circostanze, potrebbe essere talmente delicato ed importante per i risultati dell'acquisita, da comprometterne irrimediabilmente l'operatività se alterato anche solo minimamente, rendendo infruttuosa e distruttiva l'attività di M&A operata. Un'altra fattispecie di acquisizione non seguita da fusione, è tipicamente ravvisabile nelle operazioni

eseguite da investitori istituzionali, sul cui modus operandi si disserterà più approfonditamente in seguito.

Quanto esposto sin qui, aiuta ad evidenziare l'importanza e la complessità delle scelte gestionali riguardanti la fase post-acquisitiva, la quale viene unanimemente indicata dalla letteratura come un fattore cruciale per la buona realizzazione di qualsiasi strategia di crescita esterna, tanto da teorizzare la necessità del cosiddetto "audit strategico": una preventiva ed accurata attività valutativa, focalizzata sullo studio ex-ante sia della compatibilità organizzativa delle due imprese, che da delle migliori soluzioni d'integrazione adottabili.

Come si evince da quanto testé riportato, gli obiettivi posti a carico dell'M&A possono fortemente influire su quelli che saranno gli sviluppi della fase di gestione dell'acquisita; ad esempio, assumendo che, come enunciato da Wernerfelt (1984), il fine ultimo dell'attività acquisitiva sia lo sfruttamento di risorse e competenze scarse appartenenti alla target, acquista particolare rilievo la teoria denominata "resourced based view", secondo la quale solo attraverso l'integrazione organizzativa si potrebbe ottenere una piena appropriazione dei vantaggi sperati. Questa concezione, pone particolare rilevanza al tema del "resource redeployment", che ha come tematica principale quella relativa all'individuazione e creazione di un ambiente appropriato in cui inserire le risorse acquisite, affinché possano essere sfruttate al meglio anche in un'ottica di lungo periodo; si sottolinea come, all'aumentare del grado di immaterialità delle risorse rilevanti, consegua un proporzionale innalzamento delle difficoltà di gestione del processo compliance. In tal senso, alcuni studiosi, si veda Bauer e Matzler (2013), indicano come un elevato "fitting culturale" riesca ad attenuare l'invasività del processo di coordinamento, in quanto le due società dovrebbero aver avuto un'impostazione simile sin dal principio. Ai fini della mia trattazione, l'analisi della fase post-acquisitiva verterà sulla fattispecie integrativa e sui fattori che la caratterizzano.

Oltre al mantenimento di un atteggiamento proattivo, il quale dovrà essere il fil rouge di tutto il processo, con quanto riguardo alle principali azioni da intraprendere ai fini di una buona gestione dell'intervento di fusione, si segnalano almeno quattro aree di intervento preminenti:

- l'integrazione culturale ed organizzativa,
- la generazione del consenso,
- la trasferibilità di risorse, competenze ed informazioni,
- il contenimento dei tempi di adattamento e risposta.

Per quanto concerne il primo elemento tra quelli elencati, esso viene unanimemente identificato dalla letteratura come l'aspetto più importante e complesso da gestire all'interno di

un'operazione di M&A, ed al fine di facilitarne l'analisi, gli studiosi comunemente lo scindono in due macro componenti: barriere primarie e barriere secondarie. Con riferimento alle barriere primarie prime, esse sono ravvisabili nelle divergenze di carattere culturale esistenti tra le due organizzazioni e le persone operanti al loro interno, le quali vengono spesso acuite in caso di operazioni cross-border, specialmente se la distanza geografica tra i due Paesi è molto ampia. Per quanto riguarda il concetto di "cultura aziendale", esso riunifica valori, idee, comportamenti ed abitudini proprie di una certa società, i quali, oltre a definirne gli schemi di pensiero e di azione distintivi, rappresentano l'elemento fondante il senso d'appartenenza alla società da parte degli addetti di questa. Alla luce di ciò, soprattutto se l'acquisita è un'azienda di successo, non sempre la miglior soluzione è rappresentata da un totale stravolgimento di questa, dando rilievo a soluzioni meno invasive come l'affiancamento dello stile gestionale dell'acquirente a quello della subordinata, arrivando via via ad adottare soluzioni sempre più radicali, come il lasciar inalterato il modello della sottoposta creando strutture di dialogo ad hoc all'interno dell'acquirente.

Con riguardo alle barriere secondarie, queste si sostanziano sia in differenze di carattere procedurale ed organizzativo, che in divergenze di matrice comportamentale, dando rilievo, sia sul piano interpersonale che organizzativo, ad abitudini ed atteggiamenti diffusi all'interno della target. Per maggior chiarezza, si sottolinea come, pur riguardando tematiche molto simili, i due tipi di barriere attengano a sfaccettature diverse di queste: quelle primarie attengono ad una sfera più "antropologica", mentre le secondarie afferiscono ad un ambito strettamente aziendalistico-organizzativo, dovendo perciò essere interpretate solamente rispetto ad un contesto lavorativo. In ultima istanza, si segnala come un ulteriore elemento particolarmente critico è rappresentato dalla necessità di far convergere le società impegnate nell'M&A, nell'adottare sistemi informatici e contabili comuni, dando uniformità alle due società almeno sotto questo profilo. Per quanto riguarda la generazione del consenso, esso costituisce un fattore molto importante per la buona riuscita del processo di compliance, risultando spesso cruciale per la sua attuazione. In tal senso, la costruzione di un diffuso atteggiamento positivo e partecipativo, magari unito alla presenza di manager carismatici, può facilitare l'abbattimento di reticenze e ritrosie ostacolanti l'adattamento delle due entità.

Con riferimento alla questione della trasferibilità di risorse e competenze della target, questa tematica assume particolare preminenza nell'ambito di acquisizioni intervenute tra imprese operanti in business affini o identici, ricoprendo un ruolo sempre più secondario al crescere della distanza tra i business delle due società, essendo una situazione spesso sintomatica dell'ottica di mera diversificazione con cui è stata compiuta l'operazione. La discriminante tra le due situazione è certamente ravvisabile nella volontà di sfruttare potenziali sinergie esistenti

tra le due società, la quale ha come prerogativa il passaggio osmotico di informazioni e competenze tra le imprese, il cui fallimento rappresenta la principale causa di distruzione del valore e di fallimento delle M&A; ciò rileva anche nei confronti di operazioni di tipo cross-border, per le quali lo studio di Colombo e Conca (2001) identifica la capacità di saper gestire al meglio l'operatività delle due aziende, come un fattore cruciale.

Come tutte le attività di pianificazione aziendale, anche quella relativa all'integrazione post acquisitiva non può prescindere da logiche di tipo finanziario, ponendo il management nella condizione di dover prevedere quali potrebbero essere i possibili tempi di rientro dell'investimento sostenuto, dovendo sempre tener presente che l'azienda deve continuare ad operare in un regime di economicità, e che questo deve rappresentare la stella polare del management. In tale logica, i tempi di rientrano diventano un elemento essenziale, in quanto l'obiettivo del management deve essere quello di accorciarli il più possibile, limitando sia a livello economico che temporale l'esposizione dell'acquirente, senza che ciò infici sulla qualità globale dell'operazione.

Per completare quanto detto finora, sembra opportuno citare nuovamente lo studio di Colombo e Conca (2001), il quale, oltre ad elementi discussi in precedenza, come ad esempio il grado di compatibilità delle imprese, individua ulteriori fattori rilevanti per la buona riuscita dell'operazione, segnatamente:

- il grado di controllo del capitale,
- le politiche di gestione del personale,
- gli accordi presi nella fase negoziale,
- gestione della comunicazione,
- Conoscenza reciproca pregressa.

Per quanto afferisce al grado di controllo del capitale, dalla ricerca condotta dai due studiosi italiani, emerge marcatamente come i risultati migliori si siano sostanziate in presenza di situazioni di forte padronanza dell'equity, quindi almeno in situazioni di controllo di fatto, evidenziando la sconvenienza di investimenti in quote minoritarie, principalmente per l'impossibilità di esercitare liberamente il proprio potere gestorio.

Le politiche di gestione del personale, invece, ricoprono un ruolo di grande importanza strategica: esse permettono di esaltare il fatto che una gestione proattiva e costruttiva delle risorse umane, quindi imperniata su formazione, riconversione delle professionalità e trasferimento dei dipendenti, generi risultati notevolmente migliori rispetto al ricorso, spesso massiccio, ad interventi di mobilità, impattando positivamente anche sulla la generazione del

consenso. La bontà degli accordi presi precedentemente alla disposizione delle quote azionarie, può risultare significativa per prevenire efficacemente problematiche che il management si attende verosimilmente di avere in futuro, riuscendo così ad incidere positivamente sui risultati post-merger, che in assenza di tali accordi risultano essere meno esaltanti.

A testimonianza del peso della comunicazione interna e di un modo d'agire "totale", inclusivo e coordinamento, si sottolinea come il tentativo di risolvere ex-ante le possibili difficoltà integrative, assuma particolare efficacia qualora venga eseguito secondo una logica bottom-up, coinvolgente l'intera struttura dell'acquirente. A tal riguardo, si evidenzia come la comunicazione rivesta un ruolo fondamentale per il buon esito di un'acquisizione, in quanto è stato osservato come una chiara e trasparente condivisione di obiettivi ed informazioni impatti positivamente sui risultati economici. Citando Jemison e Sitkin (1986), si rileva come gli aspetti cruciali per una comunicazione efficace, siano principalmente tre: una corretta e chiara scelta dei destinatari dei messaggi, un'opportuna sequenzialità logico-temporale delle fasi del processo ed un'oculata scelta dei soggetti cui affidare le comunicazioni, unitamente alle modalità di impostazione dei messaggi. Oltre a dover portare a destinazione efficacemente il contenuto dei messaggi, lo scopo ultimo della comunicazione deve essere quello di coinvolgere positivamente il personale, aumentandone il senso d'appartenenza all'azienda e favorendo l'integrazione tra imprese. Per quanto concerne il ruolo dell'esperienza pregressa nell'effettuazione di interventi acquisitivi, tema su cui si dirà approfonditamente più avanti con riferimento alle cross-border M&A, senza comunque che ciò faccia pervenire a conclusioni sensibilmente diverse da quelli che si avrebbero facendo riferimento ad operazioni nazionali, si può affermare con certezza che esso ricopra un ruolo di primaria importanza nello svolgimento dell'operazione, fornendo un prezioso aiuto per una conduzione accorta ed efficace dell'M&A, pur non riuscendo a assicurarne con assoluta certezza la riuscita.

In ultima istanza, si rileva come anche una reciproca conoscenza tra società coinvolte, specialmente se derivante da precedenti situazioni di partenariato, possa influire positivamente sull'M&A, in quanto semplificherebbe l'approccio tra le due imprese.

Haspeslagh e Jamison (1992), indicano l'esistenza di quattro possibili modalità di attuazione dell'integrazione in figura 3.

Figura 3. Matrice di Haspeslagh e Jamison sui possibili modelli d'integrazione

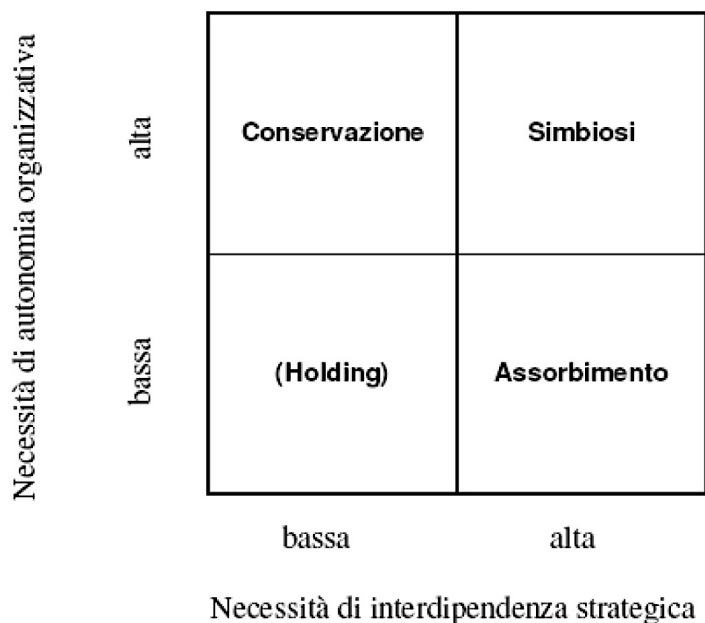


Figura 3

Fonte: Haspeslagh e Jamison, 1992

La discriminazione tra i modelli qui sopra riportati, avviene rispetto alla combinazione di due ordini di parametri: la necessità di interdipendenza strategica tra le imprese, ed il grado di autonomia organizzativa prescelto. Per quanto riguarda l'interdipendenza strategica, l'opzione per l'una o l'altra soluzione attiene principalmente alla necessità, o volontà, di dover, o voler, sfruttare le eventuali sinergie esistenti tra le società, al fine di creare ed estrarre il valore intravisto al momento della scelta della soluzione acquisitiva. Per quanto concerne la scelta sul grado di autonomia organizzativa, questa affonda le proprie radici sulle peculiari caratteristiche della target, con particolare riguardo per le condizioni che la conducono a produrre i risultati operativi, sia in termini di prodotto che numerici, che la contraddistinguono. In tal senso, al fine di sfruttare appieno le potenzialità della sottoposta per creare valore, come già detto in precedenza, può essere fondamentale proteggere e preservare la particolare conformazione organizzativa e culturale caratterizzante l' "habitat" di quest'ultima, che se stravolto potrebbe condurre alla distruzione di valore. Per quanto riguarda i singoli modelli sopra riportati, essi possono essere così brevemente descritti:

- *Holding*: in questo caso l'acquisita è in grado di produrre valore già di per sé con le skills che già possiede, necessitando quindi di un basso livello di integrazione con le risorse altrui al fine di accrescere la propria performance. Di contro, da un punto di vista

organizzativo, questa ipotesi descrive una situazione in cui la target non ha particolari assetti gestionali, o la necessità di preservare un particolare “habitat”, definendo una situazione in cui può accettare di buon grado la perdita della propria autonomia organizzativa. La creazione di valore in questo genere di acquisizione è prettamente legato alla condivisione di dinamiche finanziarie, anche sotto forma di abbassamento del rischio globale dell’acquirente, e gestionali, in quanto, almeno in linea teorica, foriere di maggior efficienza e capacità di spesa. Infine, il sistema a “holding” sembra essere particolarmente adatto a situazione di alta contiguità o totale somiglianza, tra i business delle due società.

- Assorbimento: l’obiettivo ultimo di questo modello è la totale eliminazione dei confini esistenti tra le due imprese. Questa impostazione prevede una completa omogeneizzazione sia della cultura aziendale che del modo di operare e di essere organizzati, consentendo la creazione di un surplus di valore solamente mediante la cooperazione tra le imprese interessate dall’M&A.

- Conservazione: questo modello è quello che meglio risponde a situazioni in cui l’acquisita presenta caratteristiche talmente peculiari ed essenziali, che una loro modificazione potrebbe risultare altamente pernicioso per una proficua prosecuzione della sua operatività. Il compito primario del management, dunque, consiste nella preservazione della fonte dei benefici della sottoposta, la quale potrebbe risultare compromessa da eventuali alterazioni, anche modeste, di routine, organizzazione e motivazioni-obiettivi, fatto da cui discende la bassa necessità d’interdipendenza enunciata dalla matrice sopra riportata.

- Simbiosi: paradossalmente, affinché sia profittevole, questo genere di acquisizione esige sia che vengano mantenuti i confini tra le due società, ma anche che questi siano permeabili e permeati. Tale risultato può essere ottenuto mediante una duplice e contestuale azione, rivolta sia a proteggere il nucleo distintivo della target, sia ad integrare e far interagire precise funzioni aziendali, tra cui quelle di carattere direttivo, sostanziando una situazione di reciproca dipendenza, pur facendo conservare all’acquisita un certo grado di autonomia organizzativa.

In conclusione, è bene tenere a mente che il senso ultimo del processo integrativo non sta nel “colonizzare” l’acquisita, imponendo il proprio stile ed annullandola completamente nella sua “personalità”; bensì risiede nel comprendere i valori altrui, individuando gli aspetti cruciali da salvaguardare e mantenere nel tempo, perché rappresentanti l’essenza stessa della target e perciò vitali per il suo successo, studiando soluzioni mirate e “su misura”, in grado di contemperare esigenze di mantenimento e di cambiamento.

CAPITOLO 2

CROSS-BORDER M&A E VALUTAZIONE ECONOMICA DELLE SINERGIE

2.1 Introduzione

La funzione di questo capitolo è quella di fornire una visione più precisa ed esaustiva circa alcuni aspetti cui la letteratura riserva particolare attenzione.

In prima battuta, lo scopo di questo capitolo è quello di fornire una visione approfondita su quelle che sono le principali tematiche afferenti le cd. “cross-border M&A”, ovvero attività acquisitive interessanti società basate in Stati differenti. Il mio interesse su questo tema, oltre che per l’attinenza al caso aziendale successivamente trattato, deriva dall’elevata complessità di cui sono foriere tali attività, la quale risulta essere superiore rispetto alle operazioni domestiche, spingendomi quindi ad indagarne con cura le più rilevanti criticità ed i più importanti correttivi studiati nel corso degli anni.

Per quanto riguarda la seconda parte del capitolo, questa è stata rivolta alla disamina delle diverse tipologie di sinergie conseguibili e ad un’enunciazione delle metodiche più frequentemente utilizzate per una loro misurazione economico-finanziaria.

2.2 Cross-Border M&A

Le cross-border M&A sono operazioni acquisitive realizzate su scala internazionale, e coinvolgenti società con sede in Paesi diversi, talvolta geograficamente e culturalmente molto lontani. Oltre che da logiche offensive e difensive, le quali devono comunque essere interpretate rispetto ad un più ampio contesto globale, queste attività sono giustificate principalmente anche da altri due elementi: la sempre più impellente esigenza di dover ricercare nuove opportunità, e la necessità di dover fronteggiare efficacemente le dinamiche congiunturali caratterizzanti i singoli mercati domestici, le quali, come nel caso di molti Paesi europei, possono non essere le migliori per favorire un rapido e significativo sviluppo di un’impresa. Concordemente con ciò, sembra opportuno evidenziare come la globalizzazione dei mercati, di concerto con politiche

incentrate su privatizzazione e liberismo economico, si vedano Hitt, (2000) e Hitt et al. (1998), abbiano favorito, negli anni '90, una crescita esponenziale delle operazioni di cross-border M&A, le quali, dopo le forti oscillazione registrate tra il 2008 e il 2013, sembrano ora essersi stabilizzate su livelli considerevoli come si evince dalla figura 4.

Figura 4. Trend globale delle operazioni di M&A cross-border negli anni 2008 – primo trimestre 2018

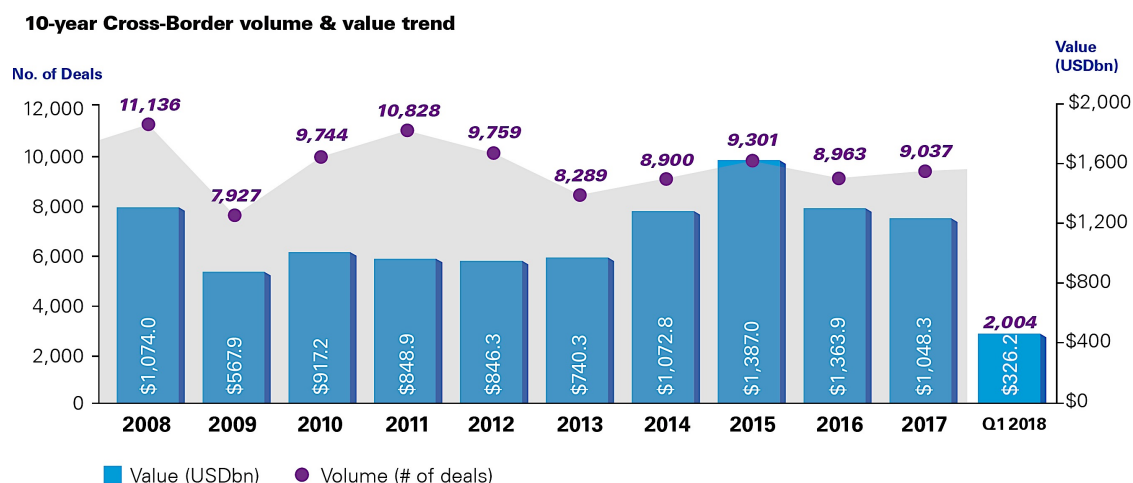


Figura 4

Fonte: KPMG, 2018

Per quanto riguarda il livello delle transazioni, dopo un quinquennio caratterizzato da controvalori piuttosto bassi, nonostante un numero di operazioni concluse piuttosto elevato, dal 2014 in poi, i valori annualmente scambiati si sono stabilmente attestati su consistenze uguali o superiori a quelle del 2008, dimostrando una certa ripresa rispetto al frangente iniziale della crisi che ha caratterizzato l'ultima decade. L'esecuzione di un'operazione acquisitiva di tipo cross-border, insieme a joint venture ed investimenti "greenfield", può essere annoverata tra le principali soluzioni adottabili da un'impresa per eseguire il proprio ingresso in nuovo mercato straniero, rappresentando, come scritto da Newbury and Zeira (1997), una soluzione di carattere intermedio, sia con riguardo al livello di investimento necessario, che con riferimento al grado di controllabilità degli asset.

Indipendentemente dalla modalità d'ingresso prescelta, la valutazione su convenienza e fattibilità di questa verte principalmente su tre tipologie di parametri-fattori: fattori a livello d'impresa, fattori a livello di settore e fattori a livello di Paese.

Per quanto attiene alla prima macrocategoria, si rileva come i principali aspetti ad essa ascrivibili siano relativi ad elementi come l'esperienza internazionale dell'impresa, l'esistenza

di una strategia aziendale contemplante eventuali interventi transfrontalieri, e la conoscenza dello specifico Paese target. Rispetto alla seconda macroclasse di elementi invece, si registra come le principali componenti di questa, siano sostanzialmente ravvisabili nel grado d'intensità di tecnologia, investimenti e forza vendite caratterizzanti le dinamiche di un settore in un preciso Paese. Per quanto riguarda l'ultima tipologia di fattori, rilevano con preminenza il tasso di crescita dello Stato d'appartenenza della target, ed il grado di diversità istituzionale e culturale esistente tra le Nazioni delle due imprese potenzialmente coinvolte nel processo acquisitivo. Per chiarezza, sembra opportuno precisare come le diversità istituzionali e culturali esistenti tra le diverse Nazioni, si sostanzino principalmente in divergenze attinenti il sistema legale ed amministrativo, per quanto concerne la sfera istituzionale, riguardando aspetti come lingua, abitudini e modi comuni d'intendere, con riferimento all'ambito culturale. Concordemente con quanto appena detto, diverse ricerche, tra cui Brouthers e Brouthers (2000), Kogut e Singh (1988) Barkema e Vermeulen (1998), evidenziano come l'esistenza di una correlazione positiva tra le sopracitate classi di elementi e l'impresa, sia in grado di favorire l'espansione internazionale di questa, orientandola peraltro verso la soluzione acquisitiva. Nonostante la difformità di contesto che contraddistingue gli interventi transnazionali da quelli di carattere domestico, lo schema operativo con cui vengono eseguiti è il medesimo, divergendo solamente per il loro intrinseco grado di complessità, che in questo caso risulta essere più elevato. L'accresciuto livello di difficoltà caratterizzante le operazioni transfrontaliere, rileva anche in questo caso, principalmente, nei riguardi della fase post acquisitiva, la quale risulta essere particolarmente ostica in ragione delle già citate difformità culturali ed istituzionali, esistenti tra i due soggetti aziendali.

Si sottolinea, come tali aspetti siano in grado di influenzare il valore delle transazioni, talvolta in modo significativo: un'ampia distanza istituzionale tra i Paesi di provenienza delle due imprese riuscirebbe a far abbassare il valore di scambio, Lim e Lee (2017), dimostrando l'esistenza di una relazione inversa tra questi due elementi, la quale sembra essere consistentemente attribuibile alle basse aspettative di riuscita dell'operazione, cui viene frequentemente associata tale situazione. Sempre con riguardo alla distanza culturale tra i due Stati, Chatterjee et al. (1992), evidenziano come possa essere, altresì, un elemento in grado di inficiare sul valore di mercato delle azioni. Altre ricerche, si veda Very et al. (1996), evidenziano l'esistenza di una relazione diretta tra crescita della la distanza culturale tra due Paesi, e grado di conflittualità fra manager e lavoratori, secondo la letteratura largamente attribuibile allo stress accumulato dai dirigenti durante la gestione di cross-border M&A, il quale sembra essere causa di un minor grado di impegno e cooperazione da parte dei lavoratori delle due imprese, specialmente per quanto riguarda l'acquisita.

Concordemente con ciò, Weber et al. (1996) sostiene che l'esistenza di una diversità in termini di cultura aziendale, sia in grado di incidere negativamente sul rapporto tra l'head aziendale ed il resto della struttura, segnatamente in termini di disponibilità ed atteggiamento volitivo dei lavoratori.

Come si sarà evinto da quanto detto sin qui, le acquisizioni transnazionali sono operazioni molto complesse e delicate, per le quali è richiesto un grado di esperienza piuttosto elevato. In tal senso, diverse ricerche, tra cui Hitt et al. (1998a,b), dimostrano come le imprese siano in grado di apprendere dalle proprie acquisizioni precedenti, fatto che, stando a questo studio, aumenterebbe la probabilità di riuscita di quelle future, anche se non sembra che tutti i tipi di cross-border M&A siano in grado impattare positivamente sull'apprendimento delle imprese, specialmente se aventi già dell'esperienza. A tal riguardo rileva Hayward (2002), il quale evidenzia come ci debba essere un certo grado di dissomiglianza tra le acquisizioni eseguite da un'impresa, seppur non troppa: nello studio sopraccitato, viene evidenziato come una similitudine troppo accentuata possa essere foriera di un grado d'apprendimento nullo o molto basso, mentre nel caso di un'eccessiva distanza le conoscenze pregresse potrebbero risultare inutili ai fini del nuovo intervento, fatto da cui deriva la generale tendenza delle imprese a compiere operazioni in settori piuttosto correlati, ravvisando un certo grado di prudenza da parte delle imprese. A completamento di quanto detto, si sottolinea come alcuni autori, in particolare Finkelstein and Halebian (2002), mettano in guardia dalle possibili "trappole dell'esperienza", sostenendo come a sia necessario saper interpretare correttamente il contesto operativo attuale, per poter comprenderne similitudini e difformità da quanto già affrontato in passato, in modo da poter discernere quali aspetti esperienziali possano essere utili al caso attuale. Tutti questi elementi, sembrano avvalorare l'ormai consolidata prassi operativa, che vede l'affidamento dell'intero processo di M&A a team specializzati in queste attività, come si evince anche da Inkpen et al. (2000). Altri autori, oltre all'esperienza, hanno rilevato come anche l'appartenenza ad un network internazionale possa facilitare l'ingresso in mercati esteri, in quanto i partner della società potrebbero fornire un valido aiuto per fronteggiare le già discusse problematiche di ambientamento al nuovo Paese.

In conclusione, è possibile affermare come le cross-border M&A siano uno strumento in grado di creare valore e ricchezza, attraverso lo sfruttamento dei benefici derivanti da internazionalizzazione e sinergie tra imprese, cui vanno sommati gli effetti positivi derivanti da un abbassamento del rischio d'impresa ottenuto tramite diversificazione geografica (Kang, 1993; Markides and Ittner, 1994; MorckSand Yeung, 1991, 1992).

2.3 Le sinergie realizzabili: tipologie e principali metodi di valutazione

Come già in parte detto in precedenza, partendo dal presupposto che il valore stand alone della target sia piuttosto insensibile a valutazioni di carattere soggettivo, l'elemento che più di tutti è in grado di incidere sulla consistenza del controvalore scambiato, è rappresentato dalle sinergie potenzialmente conseguibili dalla bidder e, di conseguenza, dalla loro quantificazione economica. Affinché un'acquisizione crei valore è necessario che il "valore totale ricevuto" sia superiore al "valore totale pagato", come mostrato in Figura 5.

Figura 5. Schema della composizione del valore in una M&A



Figura 5

Fonte: mio elaborato

Ai fini di una miglior comprensione dello schema appena esposto, si segnala come il "valore corretto a sé stante" sia ravvisabile nella consistenza che l'equity value assume in seguito all'annuncio dell'operazione, la quale solitamente è maggiore rispetto a quella precedente la dichiarazione, in ragione delle aspettative positive riguardanti gli effetti benefici che il mercato attribuisce all'operazione; si sottolinea come tale rialzo afferisca ad una sfera prettamente finanziario-borsistica, ovvero alla capitalizzazione di mercato, senza concernere in alcun modo i valori "reali" attinenti la società.

Per quanto concerne il "premio di controllo", tale grandezza viene a sostanzarsi come somma di diversi elementi che la parte cedente deve tenere in considerazione affinché la vendita risulti equa anche per sé stessa. Solitamente, la parte venditrice pone particolare attenzione ad aspetti

come la privazione della possibilità di esercitare attività di controllo e direzione sull'impresa e, conseguentemente, ai vantaggi economici, anche solamente legati alle migliori pratiche gestionali che si pensa l'acquirente sarà in grado di esercitare, derivanti dal cambio di proprietà, fino ad arrivare a computare eventuali effetti sinergici positivi, che il management della target è in grado di percepire. In tale circostanza, uno degli fattori in grado di condizionare in modo preponderante l'ampiezza del premio di controllo pagato, è rappresentato dalle cd. "asimmetrie informative", le quali, in questo caso, attengono ad un'accurata conoscenza della bidder e delle peculiarità di questa, in quanto elementi in grado di determinare, sia livello qualitativo che quantitativo, i benefici lecitamente attendibili dall'operazione, i quali per la parte alienante possono essere non sempre di facile misurazione, data l'opacità da cui generalmente sono protette tali informazioni. Come si evince dalla figura testé riportata, il valore effettivamente catturato dall'acquirente tramite la compravendita è rappresentato dal Net Value Added (N.V.A.), il quale può essere così formulato:

$$\text{N.V.A.} = (\text{Valore corretto dell'acquisita "a sé stante"} - \text{Valore di mercato dell'acquisita "a sé stante"} \text{ prima dell'offerta}) + (\text{Valore delle sinergie} - \text{Premio per il controllo}).$$

Equazione 1

Sembra opportuno ricordare, come la valutazione delle sinergie sia un processo che viene eseguito dalle parti in causa in un momento antecedente all'effettiva conclusione dell'operazione, attribuendo a tale computo valenza solamente prospettica, la quale dovrà essere inevitabilmente confrontata con quelli che saranno i concreti riscontri, che solo l'effettiva operatività della società risultante sarà in grado di dare.

Per quanto riguarda le tipologie di sinergie realizzabili, esse sono principalmente ravvisabili sia in una potenziale riduzione dei costi aziendali||nella potenzialità di riduzione dei costi aziendali, che nella capacità di generare ricavi incrementali rispetto alla situazione attuale della target; tali tipologie di benefici possono essere riscontrate anche congiuntamente. Per quanto afferisce ai alla riduzione dei costi, le principali aree d'intervento vanno dalla più comune razionalizzazione dei costi di struttura relativi alle funzioni di supporto, i quali vengono abbattuti grazie all'unione delle due società, evitandone quindi una dispendiosa duplicazione, fino all'ottenimento di economie di scala e scopo, le quali appaiono conseguibili solo da soggetti operanti in business contigui a quello della target, rendendole di più difficile appropriazione rispetto a quelle afferenti ad una mera riorganizzazione e razionalizzazione della struttura.

Sotto il profilo dell'incremento dei ricavi, circostanza peraltro di ardua determinazione e stima, le principali azioni attuabili possono riguardare sia l'intraprendimento di nuove ed ulteriori

azioni commerciali, basate sull'expertise e sui canali di vendita presidiati dalla nuova proprietà, sia sulla possibilità di sfruttare le produzioni delle due società per attuare strategie di vendita congiunta; infine, si segnala come una quota rilevante di vantaggi, potrebbe pervenire, antitrust permettendo, dalla maggior quota di mercato controllata grazie all'acquisizione.
and acquisition.

2.3.1 Modalità di calcolo

Per quanto attiene alle modalità di calcolo concretamente utilizzabili, si segnalano prevalentemente due diverse metodologie: il Net Present Value (N.P.V.) ed il metodo dei multipli, i quali dovranno essere entrambi applicati al valore monetario delle sinergie previste, le quali potranno essere ravvisabili in un differenziale positivo di ricavi od in un differenziale negativo dei costi, sintomatico di una riduzione quest'ultimi.

Discounted Cash Flow (D.C.F.): questo metodo consiste nell'applicazione, la quale avverrà secondo le modalità operative già descritte in precedenza, del Discounted Cash Flow (D.C.F.) al valore dei ricavi incrementali attesi dopo l'integrazione (o all'ammontare dei costi risparmiati), al netto degli investimenti sostenuti specificatamente per il loro conseguimento. Si segnala come per l'applicazione di questo metodo sia necessario computare i benefici monetari dell'integrazione sia con riguardo ad un numero finito di anni, rispetto ai quali il calcolo dovrà essere preciso e puntuale, che considerando il periodo futuro oltre l'orizzonte ad oggi ragionevolmente prevedibile, rispetto al quale verrà calcolato un valore di massima delle sinergie prudentemente conseguibili, il quale verrà poi attualizzato per comprenderne il valore attuale.

Metodo dei multipli: tale metodica consiste nella sostanziale applicazione della formula che verrà riportata di seguito.

$$S = M * (C+R) - D$$

Equazione 2

Dove,

S = valore delle sinergie

M = multiplo di mercato dell'EBITDA di settore

C = sinergie di costo annuali

R = effetto delle sinergie di ricavo annuali sull'EBITDA

D = valore delle eventuali "dis-sinergies"

Questo sistema, sostanzialmente moltiplica per il multiplo di mercato prescelto il valore globale dei benefici derivanti dall'integrazione, al netto degli eventuali "effetti collaterali" prodotti all'operazione acquisitiva, ai quali, nella formula, viene fatto riferimento con il termine "dis-sinergies".

CAPITOLO 3

GIMI S.P.A.

3.1 Introduzione

In questo capitolo la mia trattazione è stata rivolta all'esame di un concreto caso aziendale, quello di Gimi SPA.

In prima battuta è stata eseguita una precisa ricostruzione delle altalenanti vicende societarie caratterizzanti l'ultimo decennio della società monselicense, durante il quale è stata altresì eseguita un'accurata dissertazione sulle principali criticità affrontate durante il processo di compravendita e di adattamento tra le due società, dando altresì rilievo alle soluzioni studiate ed adottate dal management dell'acquirente. Nei due paragrafi successivi è stata eseguita un'approfondita analisi sia della strategia distributivo-commerciale che della strategia d'internazionalizzazione adottata dalla società monselicense, la quale è sembrata chiaramente riconducibile al modello internazionale. Dopo aver esposto i tratti distintivi del processo innovativo dell'impresa veneta in un paragrafo dedicato, è stata condotta una puntuale ed accurata analisi del mercato di riferimento di Gimi, evidenziandone con chiarezza, grazie all'utilizzo dello strumento delle "Cinque forze di Porter", peculiarità e dinamiche distintive di tale settore. Per quanto concerne lo studio delle competenze e risorse aziendali, è stato applicato il modello della "catena del valore", anch'esso teorizzato da Michael Porter, per comprendere come l'azienda padovana, ad oggi, detenga in modo prevalente competenze di carattere strettamente produttivo, concordemente con quello che è il suo ruolo odierno all'interno del gruppo.

3.2 Storia e vicende aziendali

Gimi è un'azienda italiana con sede in provincia di Padova, presso la zona industriale di Monselice. La società è stata fondata nel 1970 da uno dei tre fratelli Miola, famiglia fondatrice di Gimi S.p.A., il quale in breve tempo è stato seguito in azienda anche dagli altri due.

La società monselicense avvia la propria attività d'impresa attraverso la produzione di sedie a sdraio pieghevoli, la cui fabbricazione avveniva sfruttando la forte specializzazione di Gimi nella lavorazione del tubo, attività nella quale era maestra. Il vantaggio competitivo dell'azienda monselicense non consisteva tanto nel tipo di macchinari utilizzati, seppur all'avanguardia, ma piuttosto nell'organizzazione del sito produttivo disegnata dal fondatore, la quale consentiva di raggiungere un grado di efficienza particolarmente elevato per i tempi, permettendo di offrire prodotti di buona qualità ad un prezzo contenuto.

A partire dal 1975, l'azienda sfrutta le proprie competenze per realizzare importanti economie di scopo, al fine di diversificare la gamma di prodotti offerti. L'avvio di tale processo ha origine con la produzione di stendibiancheria, proseguendo, nel 1994, con la fabbricazione di carrelli porta spesa, cui fa seguito l'introduzione degli assi da stiro. La struttura organizzativa della società aveva le fattezze tipiche di una struttura "a pettine", caratterizzandosi per la quasi totale assenza di deleghe effettive, e per la conseguente assenza di centri di responsabilità intermedi all'interno dell'impresa, fatto originante la totale assenza di dirigenti e quadri all'interno dell'organigramma aziendale; fino a quel momento, infatti, escludendo i reparti produttivi, il personale presente in Gimi svolgeva basilari mansioni impiegate, lasciando totalmente in capo alla proprietà ogni tipo di potere gestorio.

Nel corso dei primi anni duemila, più precisamente 2004 e 2005, l'azienda inizia a risentire negativamente della conformazione della propria struttura organizzativa, la quale sembra essere diventata inadatta a rispondere efficacemente alle nuove esigenze congiunturali, dettate dai profondi cambiamenti paradigmatici di quegli anni. In tale contesto si innesta in un momento particolarmente delicato per la vita dell'azienda: il passaggio generazionale. In questo periodo, infatti, si assiste all'ingresso in società dei figli di uno dei tre imprenditori – fondatori. Unanimemente, la letteratura indica il ricambio generazionale come un avvenimento di non facile digestione per le imprese, il quale frequentemente finisce per impattare negativamente sulle performance aziendali. Alla luce di quanto detto, il management decide di svoltare: viene concordata la liquidazione delle quote di colui che per primo aveva avviato il business, lasciando al timone della società gli altri due soci.

Fino a quel momento, i fratelli del fondatore erano stati impegnati nella gestione di alcune specifiche aree aziendali, limitando a queste la loro responsabilità. Nello specifico, quanto

eseguito dai due riguardava in un caso la sfera strategico-industriale dell'impresa, arrivando a toccare, seppur presenti in modo limitato, attività di amministrazione finanza e controllo; mentre nell'altro caso, quanto svolto afferiva alla parte commerciale dell'impresa, rappresentando un punto di connessione importante tra mercato e proprietà.

Alla fine del 2005, i soci decidono di sottoporre l'azienda ad un processo di "ristrutturazione", avente lo scopo di "prepararla" ad una futura cessione, che nei piani societari si sarebbe dovuta concretizzare in un futuro abbastanza prossimo. Tre anni dopo, nel 2008, l'azienda riesce ad essere ceduta: a spuntarla, durante un'asta che ha visto tra i suoi attori principali anche il gruppo Freudenberg, sono stati due fondi d'investimento italiani AKSIA Group S.G.R. S.P.A. ed ALCEDO SGR S.P.A. Una volta conclusa l'operazione, i due fondi di private equity decidono di porre a capo di Gimi due manager esterni: il Dottor Claudio Rosso nel ruolo di Amministratore Delegato, ed il Dottor Luca Savio nella duplice veste di CFO (Chief Financial Officer) e CEOO (Chief Executive Operating Officer), ovvero di Amministratore con delega per le attività operative; si sottolinea come tale scelta organizzativa sia avallata da numerosi studiosi, si veda al riguardo Haspeslagh e Jemison (1991), in quanto ritenuta fondamentale per dare continuità all'operazione, conferendo rapidità ed efficacia alla fase di adattamento seguente la compravendita.

A questo nuovo management, istituito ad hoc per l'occasione, i nuovi azionisti, hanno affidato compiti di riorganizzazione, sviluppo e riposizionamento strategico dell'impresa, per monitorare il raggiungimento dei quali è stato imposto al board il rispetto di stringenti target di performance, sia di matrice economica che temporale.

Questa nuova fase di riorganizzazione, si innesta in un periodo molto difficile per l'intera economia globale: la cessione di Gimi, infatti, avviene solo poche settimane prima del fallimento della banca d'affari americana Lehman Brothers, anticipando di pochi giorni lo scoppio della profonda crisi mondiale da cui solo oggi iniziamo timidamente ad uscire.

È solamente il 2009 quando la Russia, il secondo mercato di sbocco di Gimi dopo l'Italia, entra in crisi: in ragione del concatenamento di una serie di eventi politici, molti Paesi decisero di limitare fortemente gli scambi commerciali con il Paese est europeo, spingendolo in una fase di forte recessione con ripercussioni negative per tutti coloro che intrattenevano abitualmente relazioni commerciali con Mosca. La crisi globale di quel periodo non risparmia Gimi: l'operazione di acquisto da parte dei fondi, infatti, era stata strutturata tramite la tecnica del leverage by out, che, nel caso specifico, scontava una leva piuttosto alta, pari a circa cinque volte l'EBITDA. Suddetta circostanza, traeva la propria origine dal fatto che le valutazioni utilizzate per disegnare l'operazione non considerassero in alcun modo il cambiamento di paradigma di quegli anni, essendo state eseguite in un momento antecedente lo scoppio della

bolla speculativa, motivo per cui un'esposizione di quell'entità poteva apparire relativamente poco rischiosa.

Il piano di rientro su cui poggiava l'intera operazione, era stato concepito con l'obiettivo di consentire all'azienda di rimborsare il proprio debito in tempi particolarmente brevi, arrivando a far gravare su ogni esercizio un importo che nel complesso, tra quota capitale ed interessi, si attestava attorno ai 10/11.000.000 €, ponendo la società in una situazione di forte tensione finanziaria, specialmente considerando le mutate condizioni ambientali ed il fatto che il suo fatturato dell'epoca, si aggirava attorno ai 60.000.000 €. L'architettura del finanziamento poggiava principalmente su tre condizioni: in primo luogo, era stato previsto che il pagamento dovesse essere diluito nel tempo, suddividendolo in più tranches, in secondo luogo era stato previsto che l'azienda dovesse rispettare una serie molto articolata e stringente di covenants, ed infine, che venissero posti a garanzia del prestito una serie di beni, materiali ed immateriali, di proprietà della società.

Tale situazione, molto delicata dal punto di vista finanziario, va a collocarsi in un momento storico che vede il default di una delle istituzioni bancarie di maggior rilievo mondiale, evidenziando in modo inappellabile come le politiche creditizie di quegli anni fossero state troppo lassiste, facendo scattare come contromisura, un forte irrigidimento degli standard seguiti per la valutazione delle richieste di finanziamento, fenomeno meglio noto come "credit crunch". Come è evidente, questo cambiamento di paradigma, poteva costituire un elemento molto pericoloso per una società molto esposta, come era Gimi in quel momento, per la quale, l'ideale sarebbe stato quello di poter contare sull'appoggio del sistema creditizio, il quale le avrebbe permesso di affrontare la fase post acquisitiva con maggior sicurezza, specialmente per quanto riguarda la capacità di far fronte ad eventi imprevedibili che avrebbero potuto minare la riuscita del progetto. Nonostante le premesse fossero incerte, il piano va a buon fine senza particolari vicissitudini, tantoché nel 2010 la società decide di acquisire "Framar S.p.A.", azienda leader nella produzione di scale, con sede a Mombello Monferrato, in provincia di Alessandria, con cui Gimi ha proseguito l'opera di ampliamento dei propri business collaterali, ricorrendo in questo caso alla via della crescita esterna. Strategicamente, l'acquisto dell'azienda alessandrina deve essere inquadrato come un'azione difensiva: in quel periodo, infatti, la società piemontese era diventata target di un concorrente turco di Gimi, il quale intendeva inserirsi nel mercato europeo con un marchio che desse un percepito diverso, rispetto a quello con cui abitualmente operava; dunque, al fine di bloccare l'ingresso, la società veneta decise di acquisire Framar. Si evidenzia come l'ottica di tale iniziativa avesse anche carattere espansivo, in quanto ha permesso a Gimi di allargare sia il proprio portafoglio prodotti che la

propria market share. Attualmente Framar non esiste più come ragione sociale a sé stante, in quanto, nel 2011, è stata fusa per incorporazione all'interno di Gimi SpA.

Parallelamente, nel periodo tra il 2008 ed il 2009, gli azionisti di Gimi impongono al management di riorganizzare la società: in particolare, vengono introdotti nuovi processi e funzioni aziendali, nell'intento di far meglio performare l'azienda, consentendole di esprimere appieno il proprio potenziale. In questo senso, sono state eseguite una serie di opere di razionalizzazione, sia dal punto di vista del processo produttivo che del circuito organizzativo aziendale, costituendo una serie di centri di responsabilità intermedi cui delegare il raggiungimento di precisi obiettivi, posti anche sotto forma di budget da rispettare.

Il termine delle sopraccitate attività di riordino, è coinciso con la fine del programma di rimborso, al termine del quale Gimi si trova ad essere in una situazione economico-finanziaria positiva, e molto vicina agli standard borsistici di quegli anni, motivo per cui il management decide di attuare una serie di pratiche, atte a renderla quotabile. Per prima cosa viene deciso di far revisionare tutti i bilanci d'esercizio a partire da quello 2008, e di far certificare tutti i processi aziendali, riuscendo a conseguire le certificazioni 8000, 9001, 14001 e 19001, relative alla responsabilità d'impresa da un punto di vista etico-sociale ed ambientale.

Una volta esaurita questa fase, l'azienda prosegue il proprio il proprio percorso aderendo al segmento "Elite" di Borsa Italiana, sezione specificatamente dedicata alle PMI, ottenendo successivamente anche il "Fast Track" per la quotazione. Questa attività, rivolta alla piena aderenza agli standard previsti per la quotazione, trova la propria ragion d'essere nella volontà della compagine sociale, ovvero AKSIA ed ALCEDO, di accrescere l'appetibilità di Gimi per eventuali investitori terzi, in vista di una futura vendita. L'opera di riorganizzazione sopra descritta, si fonda sull'idea che una società fortemente managerializzata possa essere più facilmente gestibile ed integrabile con altre realtà, aumentandone quindi appeal e valore di scambio. Al termine di questo percorso di ammodernamento, nel 2014, iniziano le contrattazioni che porteranno nell'Agosto 2016 alla completa cessione della società. All'inizio delle trattative era stato registrato l'interesse di due diverse organizzazioni, ma a spuntarla è stato il gruppo tedesco "Freudenberg", il quale è risultato vincitore nell'asta che ha portato all'acquisto della capogruppo "Monte Ricco S.p.A.", assicurandosi, in questo modo, il controllo indiretto sull'intera catena aziendale, composta dall' operativa "Gimi S.p.A." e dalla sua sussidiaria indiana "Gimi India Limited Partner".

3.3 Prodotti e strategia distributiva

Il prodotto principale con cui l'azienda si propone ai mercati, vedasi la figura 6, sono gli stendibiancheria, i quali, considerando tutte le varianti in cui vengono proposti, rappresentano il 72% delle vendite complessive realizzate dall'azienda. Al secondo posto per importanza, nella composizione del fatturato aziendale, troviamo gli assi da stiro, con l'11% delle vendite complessive, seguiti dai trolley porta spesa, con il 5%, dalle scale, con il 4% dell'ammontare totale delle vendite, dai tre piedi, con il 3% del fatturato, dalle coperture, che rappresentano il 2% dei ricavi, mentre per la restante parte il fatturato è alimentato dalla vendita di una moltitudine di produzioni di contorno, che insieme generano il 3% del totale di quanto annualmente introitato.

Figura 6. Esempificazione prodotti di Gimi SPA



Figura 6

Fonte: Sito Gimi SPA

Gimi opera nei propri mercati di riferimento offrendo prodotti Premium Price, attraverso una strategia multi marchio e multi prodotto. Tramite il marchio “Gimi”, l'azienda offre principalmente stendibiancheria, carrelli porta spesa ed assi da stiro di alta qualità, mentre con il marchio “Framar”, viene proposta una varietà di prodotti più limitata ed orientata verso una tipologia di consumatore più specifico. Questo brand, viene utilizzato solamente per la produzione di scale ed assi da stiro dal design moderno ed accattivante, studiato per attrarre un pubblico giovane, molto attento all'estetica e che non vuole rinunciare all'alta qualità: fattore trasversale a tutti i prodotti dell'azienda padovana, indipendentemente dal marchio con cui essi vengono proposti. Tale strategia, consente all'azienda di intercettare un ampio spettro di clientela, rendendo la propria offerta piuttosto versatile ed in grado di rispondere contemporaneamente a più contesti differenti.

Parallelamente alle due produzioni appena descritte, le quali vengono realizzate esclusivamente rispetto alle esigenze di Gimi e dei mercati in cui essa opera, la società si offre anche come

produttrice per conto di soggetti terzi, che applicheranno in seguito il loro marchio su quanto realizzato. Quanto prodotto per terze parti, si distingue da ciò su cui la società monselicense appone il proprio brand, per la forte concorrenzialità del prezzo, pur mantenendo una buona qualità, nonostante questa rimanga inferiore a quella garantita dai prodotti brandizzati “Gimi” o “Framar”, evidenziando come il management sia orientato a non favorire la creazione di concorrenza diretta alla propria offerta. Tale scelta risulta essere particolarmente utile sia per supportare il fatturato e mantenere la produzione su livelli adeguati al raggiungimento di soddisfacenti economie di scala, che per sostenere il posizionamento medio alto dei propri prodotti.

Figura 7. Rappresentazione geografica di ricavi e struttura logistica di Gimi SPA

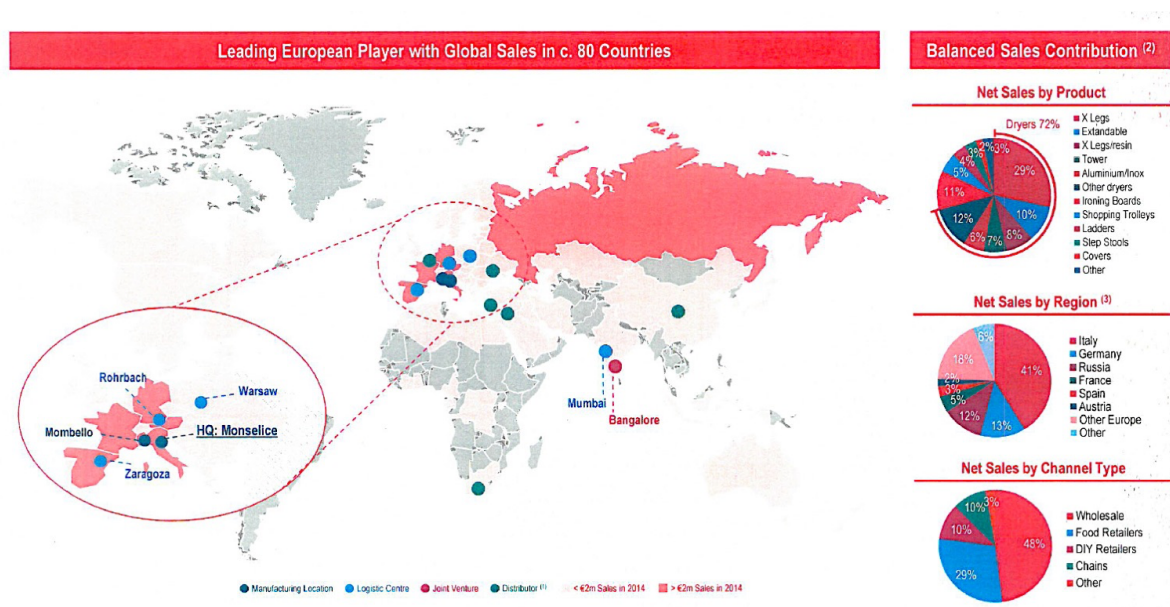


Figura 7

Fonte: Materiale interno Gimi SPA

Per quanto riguarda i canali di vendita, vedasi la figura 7, il maggior acquirente è rappresentato dagli operatori wholesale, con una quota del 42%, seguiti dai retailer di generi alimentari, rappresentanti il 28% del fatturato, dai negozi di “fai da te” e dalle grandi catene distributive, entrambi assorbenti il 10% della produzione; la restante parte di fatturato, viene generata da una moltitudine di canali di vendita “minori”, che insieme attestano la propria domanda su un livello pari al 3% dei ricavi globali aziendali.

La strategia commerciale dell’impresa veneta è fortemente incentrata sulla diversificazione, sia essa geografica, o relativa al numero, e/o alla tipologia, dei propri clienti, scegliendo di

soportare un elevato livello di complessità gestionale, in ragione di un abbassamento del rischio aziendale, generato dalla bassa dipendenza dell'impresa da un singolo fattore/agente. In tal senso, le politiche di vendita di Gimi prevedono che questa allochi i propri prodotti sul più ampio numero di canali distributivi possibili, lasciando che un singolo canale pesi al massimo per il 30% del fatturato, stagliandosi su un livello certamente ragguardevole, ma non di rischio. Per quanto riguarda i rapporti con i singoli fornitori, Gimi fa sì che il proprio maggior cliente non copra mai una quota di fatturato particolarmente elevata: attualmente il suo miglior acquirente rappresenta il 10% del fatturato globale annuo. Tale scelta, si fonda sull'idea di voler mantenere saldamente nelle proprie mani la maggior parte del potere contrattuale, evitando così di creare i presupposti per un'eccessiva dipendenza dai propri clienti, od, addirittura, di una situazione di monopsonio: eventualità potenzialmente dannosa per l'azienda.

Sempre nell'ottica del contenimento del rischio d'impresa, fatto molto apprezzato dai mercati dei capitali, Gimi, di concerto con gli altri sistemi testé riportati, ha adottato una strategia di diversificazione geografica, in grado di limitare l'esposizione dell'azienda alle dinamiche socio-economiche dei diversi Stati in cui opera. Attualmente, l'azienda monselicense esporta in ottanta Paesi, ed, in termini di fatturato, il maggior mercato in cui opera è rappresentato dall'Italia, dalla quale deriva il 41% dei proventi annui. Per quanto concerne i mercati internazionali, il più importante è rappresentato dalla Germania, che con una quota pari al 13% dei ricavi aziendali, si staglia al primo posto tra gli Stati esteri

Si sottolinea che, nei propri maggiori mercati di riferimento, la società padovana occupa una posizione da leader di mercato, pur detenendo, in alcuni casi, una market share molto bassa, fatto dipeso dalle peculiari dinamiche di alcuni Paesi, dove è presente una forte concorrenza dovuta ad una rilevante frammentazione dell'offerta.

3.4 Strategia d'internazionalizzazione

3.4.1 Aspetti commerciali:

La figura sottostante, mostra che il mercato di riferimento di Gimi è per distacco l'Italia, la quale genera il 41% dei profitti, seguita da Germania, Russia, Francia, Spagna ed Austria, rispettivamente con il 13%, 12%, 5%, 3%, 2% della quota totale. Il resto della domanda è particolarmente atomizzato, infatti il 18% del totale delle vendite viene realizzato nella restante parte degli Stati europei, mentre il resto del mondo riceve solamente il 6% della produzione.

Figura 8. Descrizione su scala europea di ricavi e modalità di presidio dei mercati

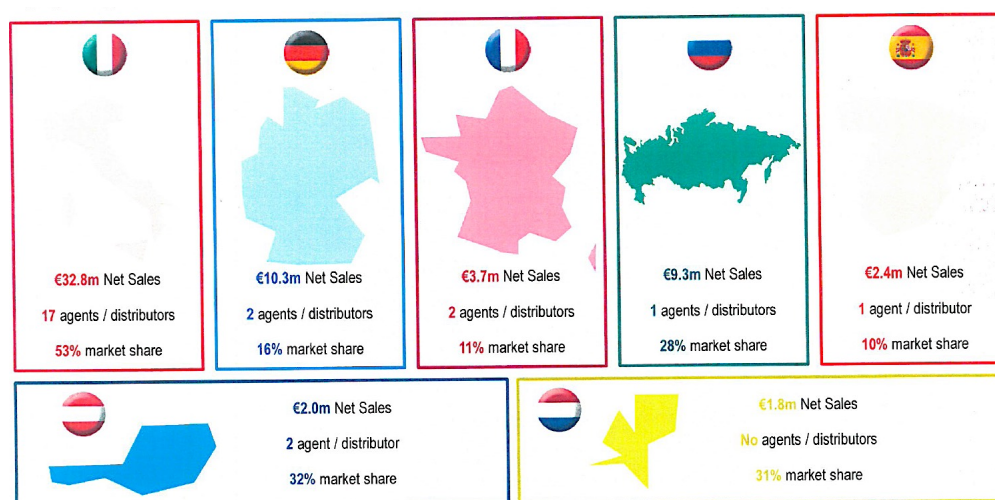


Figura 8

Fonte: Materiale interno Gimi SPA

Il modello di internazionalizzazione adottato da Gimi è il cosiddetto “modello internazionale”, si veda Grant Jordan (2013), il quale pone le proprie radici nella pressoché totale assenza di investimenti diretti esteri, se non di carattere commerciale o logistico, eseguendo la produzione all'interno del perimetro nazionale, limitandosi alla mera esportazione dei manufatti ultimati, a seconda delle richieste dei diversi Paesi stranieri in cui la società opera. Tale modello sembra particolarmente adattabile a situazioni in cui vengono prodotti beni altamente standardizzati, anche in relazione ai diversi Stati riceventi, e facilmente trasportabili, come nel caso dei prodotti di Gimi. La strategia commerciale dell'azienda padovana alterna situazioni in cui interviene attraverso la propria forza di vendita nel mercato obiettivo, a situazioni in cui presenza in modo indiretto avvalendosi di distributori terzi, nonostante spesso siano ravvisabili situazioni intermedie rispetto alle due alternative appena riportate. Le azioni intraprese da Gimi, specialmente per quanto concerne la penetrazione di nuovi mercati esteri, è quella di affidarsi,

almeno in prima battuta, a distributori già inseriti nel contesto operativo locale, per poi valutare l'opportunità di entrare direttamente nel mercato in questione, fatto che spesso si sostanzia attraverso l'acquisizione dei soggetti che l'avevano assistita nella fase di primo approdo, consentendole di abbattere considerevolmente i tempi di "rodaggio".

Quanto descritto, si innesta in una scelta di ben più ampia portata: l'orientamento del management, infatti, è quello di voler presidiare direttamente solamente i mercati in cui è possibile intraprendere relazioni con soggetti detenenti larghe quote dei rispettivi mercati, nonché aventi una forza di vendita propria; sono queste le condizioni che la società veneta pone per poter valutare l'internalizzazione della fase di vendita.

In caso contrario, come avviene per il mercato italiano, dove gli interlocutori di Gimi sono abitualmente di piccole dimensioni, la strategia perseguita dalla società è quella di affidare l'intera fase commerciale a soggetti terzi locali, in grado di sfruttare la propria conoscenza del territorio per insinuarsi con maggior efficacia in contesti di dimensioni contenute. Si evidenzia come, nei propri principali mercati di sbocco, la società monselicense operi generalmente con un basso numero di distributori/ agenti esterni, in grado, comunque, di generare ingenti volumi di fatturato, dimostrando un elevato grado di efficienza. Per quanto riguarda l'Italia, l'approccio commerciale di Gimi al suo principale mercato di sbocco è ravvisabile in una strategia incentrata su una cospicua presenza diretta, coadiuvata laddove necessario da agenti esterni, ma senza che questa venisse affidata a veri e propri distributori esterni; in tal senso, i Paesi Bassi rappresentano un caso simile a quello italiano, in quanto anche nello Stato olandese Gimi opera senza l'ausilio di alcun distributore. In ultima istanza, si sottolinea come Gimi agisca mediante 7 distributori e 37 agenti dislocati in tutto il mondo, i quali completano l'azione dell'ufficio commerciale di Monselice, il quale consta di 17 addetti.

Operativamente, le modalità con cui la società veneta cerca di conquistare nuovi mercati esteri, fanno parte di un'articolata strategia evolutiva di internazionalizzazione commerciale, che prevede il rispetto di una serie di definite fasi consequenziali, scandite da precisi benchmark economici. Nella fase di primo approccio, l'azienda padovana sceglie di commercializzare i propri prodotti quasi esclusivamente tramite personale di vendita locale, esterno all'azienda. Questa fase si distingue dalle altre per la cautela con cui l'azienda si propone nel mercato obiettivo: qui la società opera con una strategia mono brand, concentrando la propria offerta su una gamma molto limitata di prodotti, con lo scopo di contenere, sia l'esborso economico che l'aumento della complessità delle operazioni logistiche.

Una volta raggiunto un fatturato di almeno mezzo milione di euro, la strategia aziendale prevede che la società entri nella fase successiva del proprio piano, la quale si distingue per l'intenzione di voler iniziare presidiare, seppur di concerto a forze di vendita esterne, il mercato

obiettivo con personale proprio, cercando di rivolgere i propri sforzi al raggiungimento di partnership commerciali con soggetti locali di grandi dimensioni, nell'intento di far crescere rapidamente, la propria presenza nel mercato. In questo frangente la società continua ad operare con un singolo marchio, ma adottando pratiche di brand development, attuate mediante una forte attività di marketing, spesso legata sia alla partecipazione ad eventi espositivi che alla creazione di materiale illustrativo, che prevede accompagnate da un sensibile ampliamento delle tipologie di prodotti offerti, con lo scopo di aumentare il proprio spazio nel mercato, unitamente alle possibilità di contatto con nuovi potenziali clienti. La terza fase, la quale si staglia in un range di fatturato che va dagli oltre 2.000.000 € ai 10.000.000 €, è fortemente caratterizzata dall'adozione di una strategia multi brand, accompagnata sia dalla ricerca di un aumento degli accordi commerciali con i principali players locali, che da un ampliamento di tutte le altre azioni commerciale e/o di marketing intraprese durante il secondo step. Una volta che il mercato in esame ha superato i 10.000.000 € di fatturato, inizia la quarta ed ultima fase della strategia. Questa si distingue dalle altre per un sensibile incremento delle vendite realizzate senza l'ausilio di intermediari, nonché da un forte aumento della presenza del marchio Gimi. Nonostante tale stadio sia connotato da una sostanziale stabilità dei diversi canali di distributivi, viene comunque individuata la possibilità di far crescere la propria presenza nella moltitudine dei piccoli negozi retail.

3.4.2 Aspetti produttivi e logistici:

Nonostante Gimi sia un'azienda internazionale, si può dire che la gestione sia rimasta piuttosto accentrata rispetto a quanto ci si potrebbe attendere. L' Headquarters è rimasto a Monselice, il quale, insieme al sito di Mombello, in Piemonte, rimane ancora l'unico centro produttivo di cui la società dispone. Tale scelta, si fonda sul fatto che uno dei principali punti di forza della società, è da sempre l'alta efficienza del proprio sito produttivo, il quale è stato progettato per consentire la produzione di grandissimi quantitativi di prodotto con costi di produzione molto bassi, risultando sempre adeguato alle richieste del mercato.

Per la parte distributiva, Gimi opera a livello globale tramite quattro centri logistici situati, rispettivamente, a Varsavia, Mumbai, Rohrbach, in Germania, ed in fine a Zaragoza in Spagna.

Sembra opportuno sottolineare, che quanto detto sin qui relativamente alla strategia d'internazionalizzazione ed alle operazioni logistiche distintive di Gimi SPA, deve essere considerato valido solamente fino all'inizio del 2017. Tale precisazione risulta necessaria, perché dopo le fasi di assestamento iniziale immediatamente successive al passaggio di proprietà, il gruppo acquirente ha inserito a tutti gli effetti la società monselicense nel proprio

disegno strategico, il quale, come si dirà diffusamente anche in seguito, segnatamente nei paragrafi 3.6.2 e 5.2, ha modificato radicalmente l'orientamento strategico-funzionale dell'impresa veneta, che ora viene sfruttata essenzialmente come sito di produzione specializzato, avendo spostato in capo alle consociate commerciali ogni tipo di decisione riguardante il piano d'internazionalizzazione e le azioni di logistiche.

3.5 Processo innovativo:

L'impostazione seguita da Gimi, è quella di essere un'azienda a tutto tondo, dove le varie funzioni dialogano tra loro con lo scopo di offrire un prodotto di sempre maggior qualità ed il più possibile corrispondente alle richieste del mercato.

Per fare questo, l'azienda ha adottato un sistema ciclico, in cui l'attività delle varie funzioni aziendali dipende dall'operato di quelle che l'hanno preceduto, innescando un meccanismo un flusso informativo continuo, grazie al quale queste passano da una parte all'altra dell'organizzazione. Il cardine di questo sistema, è rappresentato dalla funzione di vendita, alla quale, indipendentemente dal fatto che il personale impiegato sia interno od esterno all'azienda, non viene solamente richiesto di generare fatturato, bensì di instaurare relazioni tali da consentire il reperimento di informazioni afferenti eventuali criticità, e/o apprezzamenti, indicate dai consumatori finali, di cui i dettaglianti potrebbero essere a conoscenza. Una volta reperite le informazioni, queste vengono immediatamente trasmesse al reparto di ricerca e sviluppo, il quale dovrà operare tenendole in forte considerazione.

Tale logica "bottom up", consente una parziale razionalizzazione del processo di R&D, essendo in grado di orientare, almeno in parte, tale attività. L'integrazione verticale delle mansioni commerciali e di ricerca e sviluppo, consente all'azienda di porre in essere i correttivi del caso, in tempi molto brevi, grazie alla continua ed immediata interazione tra le due funzioni.

L'approccio utilizzato da Gimi, è da considerarsi come una mossa strategica molto importante, in quanto, essendo sprovvista di una rete retail propria, ovvero di un contatto diretto con i consumatori finali, per questa potrebbe divenire molto complesso riuscire ad intercettare eventuali feedback, e/o richieste, provenienti da coloro che effettivamente utilizzano i prodotti dall'azienda. Questo sistema si fonda sulla volontà di proporre prodotti sempre in linea con le mutevoli esigenze dei consumatori, attraverso un approccio proattivo che consenta di eseguire un'innovazione mirata e costante.

La bontà di questa scelta è testimoniata dal fatto che, nel 2014, più di 10.000.000 € di ricavi, ovvero più del 10% del fatturato di quell'anno, sono stati generati da prodotti lanciati solamente due anni prima, nel 2012, e sviluppati mediante il processo d'innovazione testé illustrato.

3.6 Analisi strategica dell'azienda:

3.6.1 Analisi di settore:

CINQUE FORZE DI PORTER: tale metodologia risulta essere molto utile per analizzare la conformazione di settore produttivo, specialmente per quanto concerne l'individuazione dei fattori determinanti per la redditività il livello di redditività.

Fornitori: i principali fornitori aziendali, vendono a questa acciaio, vargella e plastica; queste tre componenti, insieme, rappresentano il 70% del valore totale del prodotto realizzato da Gimi, avendo, quindi, un peso specifico notevole. Conscio di questo fatto, il management ha adottato una policy di diversificazione dei fornitori, tramite la quale contenere la dipendenza dai singoli soggetti venditori, nell'intento di ridurre il rischio globale di fornitura. L'azienda monselicense opera mediante rapporti di fornitura stabili e consolidati, in quanto si ritiene importante, che i prodotti abbiano una qualità costante nel tempo, risultato raggiungibile solamente mediante relazioni di fornitura durature.

La stabilità delle forniture, inoltre, consente all'azienda di aumentare la propria efficienza produttiva, essendo in grado di conferire fluidità alle attività di approvvigionamento evitando la formazione di pericolosi colli di bottiglia.

In sintesi: la gestione del parco fornitori sembra buona in quanto Gimi non dipende in maniera eccessiva da alcun singolo soggetto, pur, per motivazioni gestionali, non essendo propensa a cambiare periodicamente i propri rapporti di fornitura, nonostante i beni di cui si rifornisce siano piuttosto fungibili, evidenziando l'esistenza di un certo legame con questi.

Clients: Anche con riguardo alle operazioni di vendita, si sottolinea come Gimi operi adottando una politica di frazionamento del rischio, la quale si sostanzia in una strategia incentrata sulla multicanalità, che, unitamente ad una presenza geografica particolarmente estesa, consente alla società di limitare la rischiosità complessiva delle operazioni di vendita. Attualmente Gimi presidia sia canali "tradizionali", come GDO, grossisti e negozi di "fai da te", che "innovativi", come quelli digitali, dove presenza attraverso marketplace selezionati, tra cui Amazon e Privalia, o quelli delle partnership commerciali, nell'ambito delle quale Gimi crea prodotto brandizzati ad hoc per l'occasione. Il management definisce "normale" il potere contrattuale ad appannaggio dei propri clienti, evidenziando come, generalmente, sussista un sostanziale equilibrio tra la capacità negoziale della parte venditrice, Gimi, e quella della parte acquirente. Viene inoltre evidenziato, come, grazie all'ampiezza e alla peculiarità del proprio range di

prodotti, l'azienda veneta riesca comunque a mantenere buoni margini per una contrattazione efficace.

Prodotti sostituti: il management asserisce di non temere eccessivamente possibili prodotti sostituti come l'asciugatrice, in quanto essa viene interpretata come un bene complementare allo stendibiancheria, il quale si ritiene venga acquistato anche da coloro che sono in possesso di tale bene elettronico. L'asciugabiancheria elettrica, inoltre, non sembra poter essere ritenuta come un prodotto in grado di sostituire pienamente lo stendibiancheria per due ragioni: la prima è che tutt'ora questa mantiene un prezzo piuttosto elevato, fatto che la rende una tecnologia non accessibile a tutti, mentre la seconda è relativa allo spazio fisico di cui essa necessita, il quale, in talune circostanze, la rende di difficile collocazione all'interno degli spazi abitativi, a differenza dello stendibiancheria tradizionale, il quale risulta più adattabile ed economico. Infine, si evidenzia come l'asciugatrice sia un prodotto che può in parte risentire della stagionalità, determinandone uno scarso utilizzo nel periodo estivo, anche in ragione dell'elevato dispendio energetico che questa richiede.

Minaccia di nuovi potenziali entranti: pur non percependo l'incombente di minacce gravi ed attuali, l'azienda veneta ritiene esista il rischio di nuovi ingressi nei propri principali mercati di sbocco, specialmente in quello europeo. Tale situazione, più che da veri e propri nuovi players, sembra poter essere generata da imprese già inserite nel medesimo settore di Gimi, ma operanti in zone geografiche diverse da quelle di principale competenza dell'azienda monselicense. Nello specifico, il riferimento è ad aziende provenienti da Paesi in cui il costo della manodopera è molto basso, tipicamente Cina, India, Turchia ecc, le quali potrebbero volersi affacciare nel mercato europeo alla ricerca di marginalità più elevate, situazione che potrebbe verificarsi in ragione delle notevoli differenze di prezzo esistenti tra i mercati di origine di queste imprese, ed i valori di scambio registrati nei mercati occidentali.

Tuttavia, sussistono diverse ragioni per cui il management possa ritenere Gimi protetta, almeno in parte, da tale eventualità: innanzitutto, pur operando con costi del personale nettamente più alti, l'azienda padovana vanta un livello di efficienza produttiva che le consente di poter competere con qualunque tipo di concorrente, in secondo luogo si ritiene che i players in questione scontino un "gap reputazionale" che non gli consentirebbe, almeno inizialmente, di essere facilmente riconosciute dai consumatori occidentali, fatto che, almeno inizialmente, potrebbe costituire un vantaggio per le società europee/occidentali; si considerino inoltre eventuali difficoltà nell'accesso ai canali di distributivi, in quanto probabilmente presidiati e protetti dalle imprese incumbent con contratti di esclusiva, od altri mezzi simili.

In generale, il settore merceologico in cui opera Gimi consta di due principali barriere all'ingresso: la prima è relativa alla necessità di doversi dotare di una struttura produttiva di notevoli dimensioni, per la costruzione della quale sarebbe necessario impiegare una notevole quantità di risorse, mentre la seconda, afferisce al fatto che questo genere di prodotti, altamente standardizzati, vengono venduti in un mercato ormai maturo, in cui le posizioni dei vari attori sono piuttosto stabili e consolidate, fatto che rende complicato ricavare spazi adeguati a rendere conveniente un ingente investimento in tale settore.

Dinamiche di settore e competizione interna: La concorrenza interna al settore è molto elevata e fortemente incentrata sul fattore prezzo, in quanto si tratta di un settore maturo e di un prodotto che poco si presta ad essere oggetto di innovazione sostanziale. Seppur assoggettabile solamente ad innovazione incrementale, il periodico rinnovamento dei prodotti offerti è comunque un elemento da tenere in considerazione, in quanto può rappresentare il pretesto per intraprendere nuove operazioni pubblicitarie, atte a spezzare l'inerzia di un prodotto semidurevole, e dal limitato appeal per i consumatori. Per quanto riguarda l'aspetto legato al brand, esso ha una valenza limitata nei riguardi del consumatore finale, in quanto tendenzialmente percepito come segnale di valore di qualità e provenienza del prodotto. La cosiddetta "brand reputation", sembra rivestire un ruolo di maggior rilievo nei riguardi degli stakeholders aziendali, segnatamente fornitori e clienti diretti dell'azienda, i quali, in ragione di un prodotto poco differenziato, potrebbero prediligere l'una o l'altra azienda in ragione delle caratteristiche peculiari di questa, specialmente in termini di puntualità ed affidabilità. Con riferimento ai competitors aziendali, si evidenzia come i principali siano rappresentati, rispettivamente a livello internazionale e nazionale, da Lefheit, Colombo S.p.A. e Gierre S.R.L.; la prima è una società tedesca specializzata nel laundry care, con un volume d'affari di poco inferiore a quello dell'intero gruppo Freudenberg HCS, Colombo invece, è una società lecchese che offre un range di prodotti molto simile a quello che, anche grazie a Framar, viene offerto da Gimi, infine, Gierre è un'azienda specializzata nella produzione di scale, comprese tipologie professionali come torri mobili, rampe da carico e trabattelli, la quale è anch'essa sita nella provincia di Lecco.

3.6.2 Catena del valore di Porter

La catena del valore di Porter, si veda Porter (1985), questo strumento consente di individuare le fonti del vantaggio competitivo del soggetto aziendale esaminato, evidenziando sia le risorse che questo sfrutta, sia le peculiari competenze-attività che ne caratterizzano positivamente l'operato. L'analisi fornita da tale strumento, consente di scindere le cd. "attività primarie", ovvero quelle riguardanti i processi di trasformazione e l'interfacciamento con il cliente, dalle "attività di supporto" le quali si sostanziano nell'esecuzione di pratiche volte a sostenere l'operato dell'area operativa.

Figura 9. Schema della "Catena del valore di Porter"

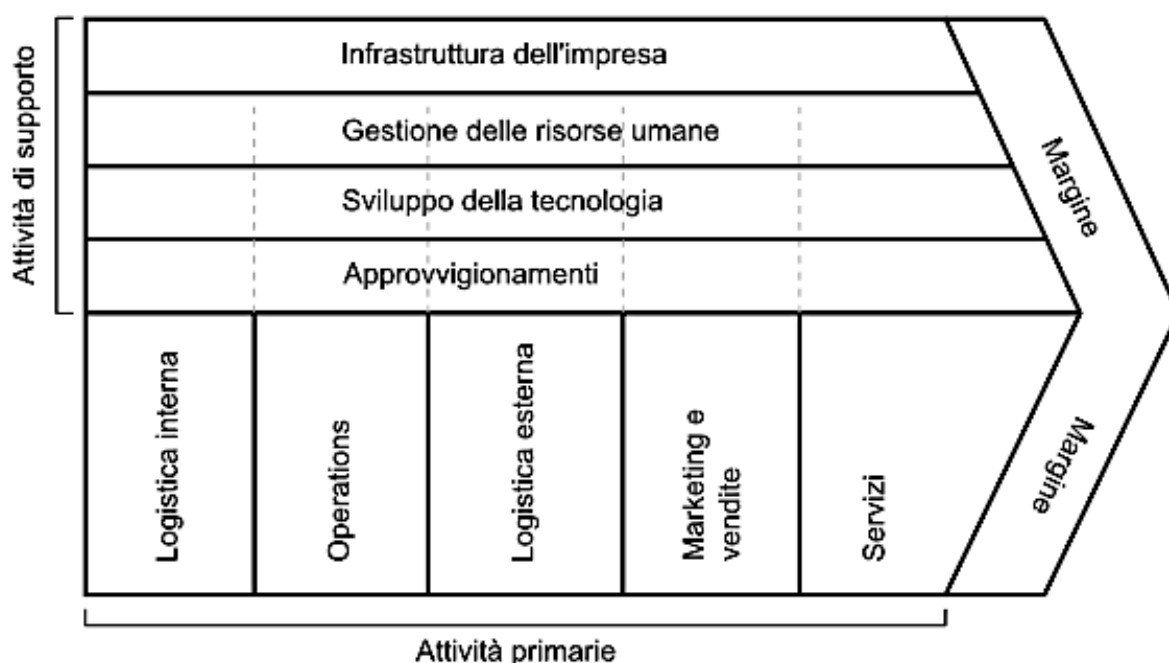


Figura 9

Fonte: mio elaborato

Attività di supporto

Infrastruttura dell'impresa: asset materiali, i quali complessivamente si attestano su un valore nominale di circa 10,7 milioni di euro, il cui ammontare è, sostanzialmente, suddiviso tra fabbricati, impianti, attrezzature e immobilizzazioni in corso di realizzazione, le cui valorizzazioni in euro sono, rispettivamente, i seguenti: 5 milioni, 3 milioni, 1,2 milioni ed 1,3 milioni. Si segnala inoltre la sussistenza di contratti di licenza per un valore complessivo di poco superiore a 15,5 milioni di euro

Gestione delle risorse umane: è in capo a Gimi per quanto riguarda le attività svolte da questa, le quali, ad oggi, constano esclusivamente di attività produttive e di attività di supporto a queste strettamente correlate, lasciando in capo ad altre società della divisione Freudenberg HCS, attività, ad esempio, estensivamente riconducibili all'area commerciale.

Sviluppo interno della tecnologia: seppur poco inclini ad essere oggetto di intensi processi d'innovazione, Gimi effettua internamente tutte le attività di R&S riguardanti le proprie produzioni. Per quanto riguarda eventuali sviluppi di processo, anche la loro progettazione avviene ancora oggi entro i confini aziendali. Per maggiori approfondimenti si rimanda al paragrafo 3.5, il quale contiene un approfondimento sul processo innovativo di Gimi SPA.

Approvvigionamenti: tale attività, nonostante l'appartenenza ad un gruppo, viene svolta autonomamente dalla società veneta, la quale adotta una politica di "continuità" delle relazioni commerciali con i propri fornitori, in modo da aumentare il grado di sicurezza, stabilità ed efficienza delle pratiche di approvvigionamento.

Attività primarie

Logistica in entrata: concordamente con l'autonomia lasciata a Gimi nella gestione degli approvvigionamenti, anche la logistica in entrata viene gestita ad esclusiva discrezione della società padovana, la quale viene convogliata interamente nello stabilimento di Monselice, essendo ancora l'unico sito produttivo aziendale.

Operations: l'azienda monselicense fa della sua organizzazione produttiva il vero punto cardine della propria attività, in quanto le consente il conseguimento di forti economie di scala e di scopo, che, unite ad una buona e puntuale interazione con i propri fornitori, consente alla un forte abbattimento dei costi di produzione.

Logistica esterna: tale attività viene svolta internamente da Gimi, la quale si avvale altresì di quattro centri logistici di proprietà siti a Varsavia, Mumbai, Rohrbach in Germania, e Zaragoza in Spagna.

Marketing e vendite: queste attività vengono svolte esternamente da società riconducibili alla divisione HCS. In capo a Gimi sono rimaste solo attività strettamente produttive.

Servizi: il tipo di produzione eseguito da Gimi, mal si presta ad essere affiancato da attività di assistenza post vendita o di customer care, motivo per cui l'impresa monselicense non svolge alcun tipo di attività di riparazione e/o manutenzione.

CAPITOLO 4

IL GRUPPO FREUDENBERG

4.1 Introduzione

In questo capitolo, il focus della mia trattazione è stato rivolto a fornire un'accurata rappresentazione del soggetto acquirente: il gruppo tedesco Freudenberg.

Dopo aver fornito un breve resoconto della storia e dei principali avvenimenti del gruppo Freudenberg, è stata mia cura descrivere la struttura della conglomerata tedesca sia da un punto di vista organizzativo che operativo, senza scordare di osservare tali fenomeni altresì da un punto di vista geografico, con lo scopo di evidenziare, quantitativamente e qualitativamente, la conformazione della presenza del gruppo nei diversi territori presidiati.

Successivamente, ho indagato da un punto di vista strategico, le ragioni che hanno spinto il gruppo tedesco a voler concludere l'operazione con Gimi, descrivendo dettagliatamente, nel paragrafo seguente, come si sia svolta la trattativa. La descrizione avvenuta nel quarto paragrafo, è stata eseguita ponendo il focus sulle modalità di approccio utilizzate dalle controparti, sottolineando poi, sia quali siano stati gli aspetti più dibattuti, che quelli che hanno consentito a Freudenberg di spuntarla sugli altri contendenti. L'ultimo paragrafo del capitolo, ha infine avuto la funzione di descrivere il processo di integrazione cui le due società sono state sottoposte, riportando dettagliatamente fasi di svolgimento, problematiche e soluzioni afferenti a tale attività, sottolineando, in ultima istanza, il grado di soddisfazione del management rispetto agli obiettivi posti a carico di questa pratica.

La descrizione dell'operazione acquisitiva fornita in questo capitolo, rispetto a quella riportata nel capitolo terzo, è stata eseguita analizzando i fatti secondo una prospettiva strategico-organizzativa, ponendo l'accento sugli aspetti "soft" che hanno caratterizzato questo intervento e che ne hanno consentito la buona riuscita.

4.2 Storia e vicende aziendali

Il gruppo tedesco Freudenberg, con un fatturato consolidato 2017 di 9.345.600.000 €, rappresenta oggi un'importante realtà multinazionale.

La sua fondazione risale alla metà dell'800, quando Carl Johann Freudenberg, e il suo socio Heinrich C. Heintze, acquisiscono una conceria a Weinheim, la quale, nel giro di cinquant'anni, inizia ad esportare in tutt'Europa, facendo leva su efficienza produttiva ed affidabilità, doti grazie alle quali spiccava particolarmente e che ne facevano un partner ideale, anche per attori transfrontalieri. Negli anni successivi, l'azienda continua la propria espansione attraverso una strategia di diversificazione che ne ha spinto l'ingresso in diversi settori industriali: da quello chimico, a quello tessile, passando per la componentistica per automobili, i quali, in seguito, sono stati ulteriormente sviluppati e declinati in più specifiche applicazioni, le quali hanno consentito al gruppo un'ulteriore crescita. Come si vedrà di seguito, la strategia di crescita del gruppo di Weinheim prevede il simultaneo ricorso sia a soluzione di sviluppo organico, che di espansione per linee esterne, scegliendo l'alternativa più conveniente a seconda della concreta situazione in esame. Infine, si segnala che il gruppo Freudenberg, per precisa scelta della proprietà, non risulta essere quotato in alcuna Borsa mondiale, conservando la propria natura privatistica, in quanto tuttora controllato esclusivamente dai discendenti dei fondatori. Per quanto concerne la solidità complessiva della holding tedesca, si riporta come questa abbia ottenuto una valutazione globale A3, secondo gli standard imposti dall'agenzia di rating Moody's & Fitch, fatto che, seppur con il minimo punteggio possibile, la colloca nel miglior segmento di rating disponibile.

4.3 Panoramica sul gruppo:

4.3.1 Struttura:

Oggi, il gruppo Freudenberg opera in più di 58 Paesi, vedasi figura 10, attraverso 489 società dislocate in tutto il mondo. Nei prospetti di seguito riportati, sono state evidenziate le principali aree geografiche in cui il gruppo tedesco opera. Si noti, come vi sia una copertura geografica pressoché totale dei principali Stati del mondo, i quali, nel 2017, hanno tutti fatto registrare una crescita del proprio prodotto interno lordo di almeno l'1 %.

Figura 10. Paesi presidiati dal gruppo Freudenberg e relativi tassi di crescita

EUROPE		
Region	GDP growth 2016	GDP growth 2017
Eurozone	1.8 %	2.5 %
Germany	1.9 %	2.2 %
France	1.1 %	1.9 %
Italy	0.9 %	1.5 %
Spain	3.3 %	3.1 %
Portugal	1.5 %	2.7 %
Ireland	5.1 %	4.9 %
Greece	0.0 %	1.2 %
United Kingdom	1.8 %	1.8 %

Sources: Consensus, European Commission, International Monetary Fund
2017 GDP growth as at February 2018

WORLD REGIONS		
Region	GDP growth 2016	GDP growth 2017
USA	1.5 %	2.3 %
Mexico	2.9 %	2.1 %
Brazil	-3.6 %	1.0 %
Argentina	-2.2 %	2.8 %
Japan	1.0 %	1.8 %
Russia	-0.2 %	1.5 %
China	6.7 %	6.9 %
Taiwan	1.5 %	2.8 %
India	7.1 %	6.6 %

Sources: Consensus, national statistical offices
2017 GDP growth as at February 2018

Figura 10

Fonte: Report annuale Freudenberg, 2017

Figura 11. Organigramma e struttura del gruppo Freudenberg

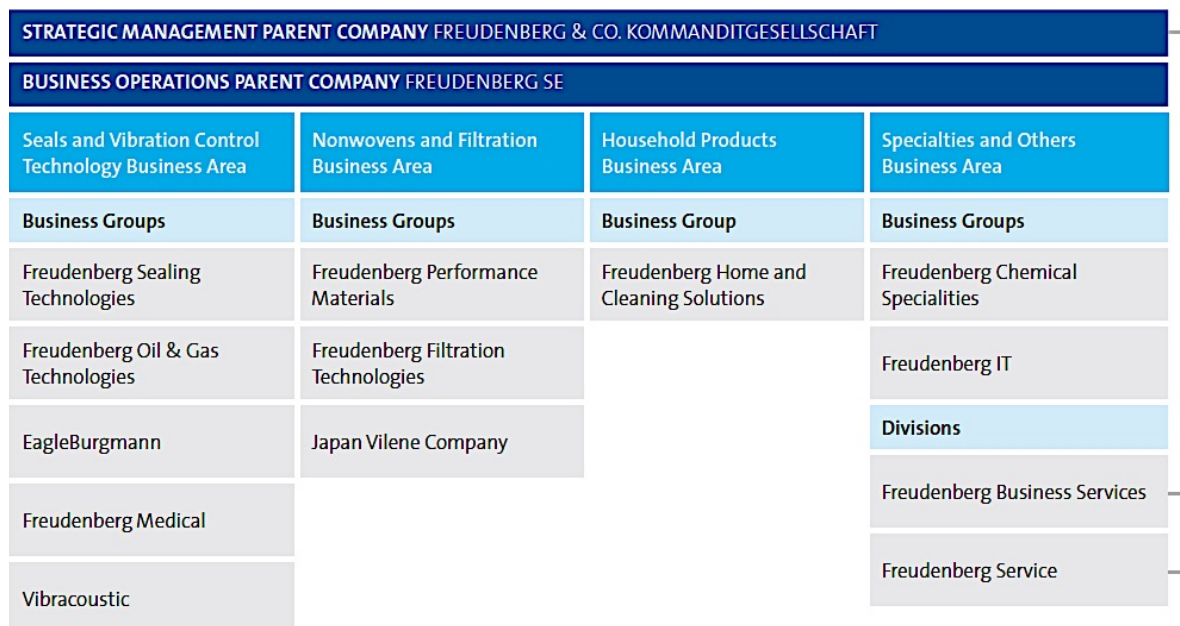


Figura 11

Fonte: Report annuale Freudenberg, 2017

Da un punto di vista organizzativo, vedasi figura 11, il gruppo Freudenberg opera in quattro diversi macrsettori: “Seal and Vibration technology”, “Nonwovens and Filtration”, “Household Product” e “Special and Other”, letteralmente: “Tecnologie Sigillanti e per la Vibrazione”, “Filati non tessuti e filtrazioni”, “Prodotti per la casa” e “Altre speciali”. Come si evince dal prospetto testé riportato, ogni “Business Area” è internamente articolata in una pluralità di gruppi societari, costituiti sulla base del loro specifico ambito d’intervento, nel contesto del proprio comparto di riferimento. L’architettura appena descritta, fa sì che il gruppo Freudenberg sia globalmente costituito da undici “sottogruppi”, cui si affiancano due divisioni di staff, poste a supporto delle società “di business”. Si sottolinea come le società operative facciano capo a Freudenberg SE, mentre la partizione dedicata al sostegno delle attività di business, sia controllata da Freudenberg & Co. Kommanditgellschaft.

4.3.2 Composizione del fatturato e crescita:

Sembra possibile poter eseguire una disamina della composizione dei ricavi aggregati, secondo diverse angolazioni:

Composizione del fatturato per tipologia di bene/servizio offerto:

Il prospetto di seguito riportato, evidenzia in maniera inoppugnabile come la conglomerata tedesca, per distacco, faccia della vendita dei beni di cui è diretta produttrice il proprio “core business”, qualificandosi inequivocabilmente come società di produzione.

Figura 12. Analisi ricavi globali del gruppo Freudenberg con confronto 2016-2017

[€ million]	2016	2017
Sales from sales of goods	7,628.7	9,027.8
Sales from services	148.5	159.4
Sales from research and development / research and development licenses	52.8	73.3
Sales from production-related licenses	1.2	1.4
Other sales	68.9	83.7
	7,900.1	9,345.6

Figura 12

Fonte: Report annuale Freudenberg, 2017

Appare evidente come il buon andamento dell'economia mondiale abbia addotto rilevanti benefici alla holding tedesca, che, nel 2017, ha visto salire i propri ricavi operativi del 15,49%, facendo altresì registrare una notevole crescita, pari al 27,29%, degli introiti afferenti l'area di ricerca e sviluppo; globalmente, il gruppo ha visto crescere i propri ricavi consolidati del 15,47%, spingendoli a quota 9.345.600.000 €, contro i 7,9 miliardi del 2016.

Rispetto ai singoli settori, vedasi figura 13, in cui la società opera, la distribuzione dei ricavi aggregati appare così strutturata:

Figura 13. Distribuzione ricavi per settore merceologico

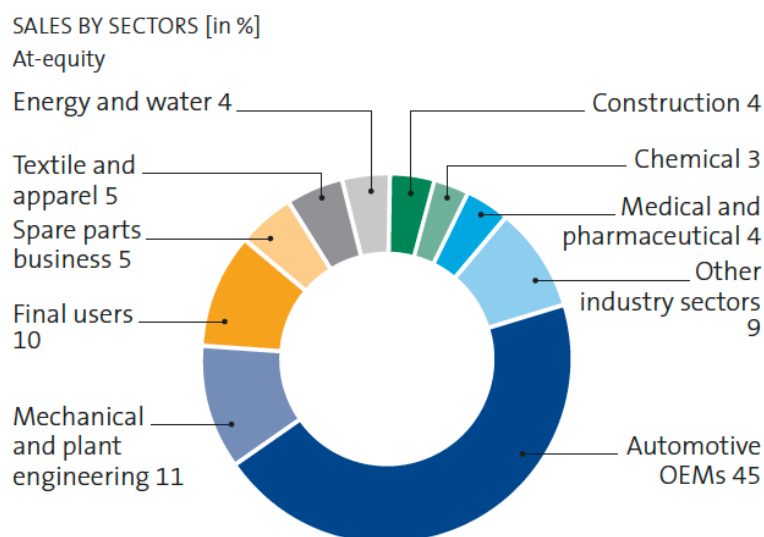


Figura 13

Fonte: Report annuale Freudenberg, 2017

Sembra evidente come il settore trainante sia rappresentato dal comparto automotive, il quale rappresenta poco meno della metà dei ricavi totali.

Per quanto riguarda Gimi, questa appartiene al gruppo “Home and Cleaning Solutions” (HCS), di cui fanno parte anche le aziende detentrici dei marchi Vileda, Marigold, Wettex, Framar, O-Cedar, Gala e SWASH, la quale, ricordando come trovi spazio nel grafico attraverso la sua collocazione nella sezione “Final Users”, rappresenta il terzo settore della holding di Weinheim. Per quanto riguarda Freudenberg HCS, nel 2017, questa ha fatto registrare un fatturato globale di 938,4 milioni di €, facendo registrare un +8,43% di vendite, unito ad un consistente, e conseguente, aumento della forza lavoro impiegata.

Figura 14. Dati di vendita e di impiego della divisione HCS

FREUDENBERG HOME AND CLEANING SOLUTIONS		
	2016	2017
Sales [€ million]	859.3	938.4
Workforce	2,962	3,030

Figura 14

Fonte: Report annuale Freudenberg, 2017

Attualmente il gruppo HCS, vedasi figura 14, ha una posizione di primo piano nel proprio settore di appartenenza, fatto comprovato dalla detenzione principali brand di riferimento, con i quali copre la quasi totalità delle categorie di merceologiche. In questo momento, la conglomerata tedesca è presente in più di 50 Paesi, con 35 uffici commerciali in tutto il mondo, ai quali si aggiungono numerose joint venture instaurate con partner locali.

Distribuzione geografica dei ricavi:

Per quanto afferisce alla composizione dei ricavi, secondo le diverse aree geografiche d'intervento, questa può essere efficacemente riassunta dal seguente prospetto:

Figura 15. Ricavi per area geografica ed indicatori finanziari divisione HCS

[€ million]	2013	2014	2015	2016	2017
Sales					
Germany	1,059	1,087	1,116	1,269	1,557
EU (excluding Germany)	1,553	1,657	1,700	2,094	2,434
Other European countries	327	334	308	314	441
North America	1,267	1,383	1,668	2,093	2,502
South/Central America	306	296	274	281	326
Asia	1,002	1,089	1,204	1,700	1,907
Africa/Australia	132	136	141	149	179
Total sales	5,646	5,982	6,411	7,900	9,346
Consolidated profit	399	478	521	1,087	700
Cash flow from operating activities	516	618	763	945	929
Cash flow from investing activities	-520	-339	-429	-1,510	-612
Balance sheet total	5,873	6,667	7,238	10,224	10,194
Equity	2,775	3,211	3,700	4,603	4,835
Equity ratio	47 %	48 %	51 %	45 %	47 %
Workforce (as at Dec. 31)	33,245	34,030	34,007	46,266	47,653
Workforce (annual average)	33,293	34,094	34,312	40,951	47,657

Figura 15

Fonte: Report annuale Freudenberg, 2017

Da quanto riportato nella figura 15, si evince come la principale regione, per contribuzione, sia rappresentata dal Nord America, cui seguita immediatamente l'Unione Europea, Germania esclusa, la quale, da sola, riesce comunque ad essere il quarto territorio per importanza, pur facendosi precedere dal continente asiatico. Per dare l'idea del peso specifico di ognuna di queste aree, si sottolinea come, a livello percentuale, esse rappresentino quote di fatturato, rispettivamente, del: 27%, 26%, 20% e 17%, arrivando a costituire congiuntamente il 90% dei ricavi consolidati; di contro, gli "Altri Stati europei", il Sud/Centro America e l'Africa/Australia, si attestano su valori del 5%, 3% e 2%.

Crescita:

Come già riportato in precedenza, nel 2017 è stata registrata una crescita del fatturato pari al 15,49%, la quale, nell'intento di evidenziarne le fonti, viene esaminata in modo disaggregato nel prospetto di seguito riportato.

Figura 16. Analisi incidenza delle diverse fonti di crescita del gruppo Freudenberg

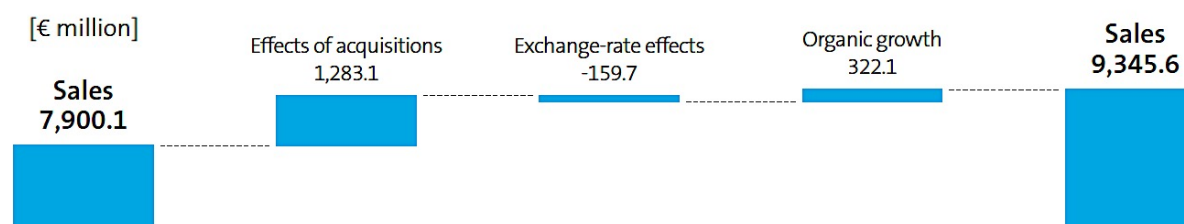


Figura 16

Fonte: Report annuale Freudenberg, 2017

Analizzando il grafico appena riportato (figura 16), emerge con forza come la parte più rilevante della crescita dell'anno, sia largamente da attribuire all'attività acquisitiva di cui Freudenberg si è resa protagonista, la quale ha generato l'88,77% dell'aumento complessivo dei ricavi, quadruplicando, in termini assoluti, il sostegno alla crescita prodotto dallo sviluppo interno. Con riguardo alla crescita organica, questa ha rappresentato solamente il 22,28% della variazione positiva intervenuta tra 2016 e 2017, evidenziando una spiccata propensione del management tedesco verso la soluzione esterna. Per quanto riguarda l'attitudine del board ad intraprendere operazioni di crescita esterna, questo è testimoniato dal fatto che solamente nel corso del 2016 sono state poste una serie piuttosto nutrita di operazioni di M&A in tutto il mondo, le quali hanno sortito pienamente i propri effetti solamente nel 2017, di cui ha fatto parte anche quella di Gimi S.p.A. . Sembra opportuno riportare, come Freudenberg attui operazione di M&A mediante l'operato di un team stabilmente costituito, ed esclusivamente dedicato a ciò. Tale scelta comporta che, negli anni, il gruppo tedesco abbia costituito una serie di politiche e procedure interne con cui gestire al meglio questo genere di interventi, i quali vengono interamente svolti da personale a loro esclusivamente riservato, sia con riguardo alla parte pre-acquisitiva, che con riferimento alla fase di integrazione ed adattamento post-merger. Si sottolinea come il ricorso a team specializzati in operazioni di merger, sia un elemento che numerosi studiosi, tra i quali Haspeslagh e Jemison nella loro trattazione del 1991, indicano come fondamentale per la buona riuscita di interventi di questo genere, vista l'elevata complessità da cui sono caratterizzati. Come sottolineato da Collins, Holcomb, Certo, Hitt, Lester (2008), l'abitudine a compiere operazioni acquisitive di tipo cross-border è un fattore altamente incidente, sia sulla riuscita, che sulla qualità dell'operazione stessa. Concordemente con ciò, gli autori hanno individuato come la destrezza nell'operare in contesti internazionali, aiuti gli agenti a comprendere, in particolare, le migliori prassi e metodologie con cui formulare offerte ed avviare contrattazioni, gli aspetti più rilevanti da considerare nella scelta delle

potenziali target, e le migliori pratiche di integrazione ex-post da adottare in contesti transnazionali. In tal senso, si sottolinea come la confidenza con questa tipologia di M&A, aiuti gli attori a sviluppare efficaci schemi operativi con cui comprendere più velocemente le variabili critiche di ogni caso, consentendo di individuare quali aspetti possano essere trattati in modo standardizzato, e quali debbano essere trattati attraverso interventi dedicati; fatto particolarmente rilevante anche rispetto alle modalità di approccio al contesto istituzionale del singolo Stato, con il quale, tramite la pratica, si acquisisce via via sempre più familiarità. Quanto detto sembra avvalorare ampiamente la scelta di Freudenberg di operare mediante team specializzati in M&A, fatto che, stando alla ricerca appena citata, sembrerebbe spiegare, almeno parzialmente, la particolare attitudine di Freudenberg verso il compimento di cross-border M&A, permettendo di classificare il gruppo tedesco un “acquirente internazionale seriale”.

A sostegno di quanto riportato, si evidenzia come anche il management di Gimi sia concorde nell’attribuire all’esperienza un ruolo chiave nella riuscita di interventi di M&A, specialmente in relazione agli acquirenti, sottolineando come sia frequente imbattersi in acquirenti appositamente strutturati per una gestione ottimale di questo genere di operazioni.

4.4 Motivazioni d'acquisto e strategie di crescita:

L'operazione conclusa da Freudenberg è di notevole valore strategico: l'obiettivo del gruppo, infatti, è quello di spingere Gimi verso un sensibile miglioramento delle proprie performance, nell'intento di renderla idonea a poter contribuire alla formazione di una piattaforma internazionale di ampie dimensioni, che, vero fine ultimo del management, dovrebbe fare di Freudenberg HCS il leader mondiale del settore del laundry care, con il marchio Vileda posto ad alfiere del gruppo.

Figura 17. Descrizione dell'ampiezza della nuova piattaforma Gimi- Freudenberg

Integration of platforms would create the clear #1 global player within the targeted household products market

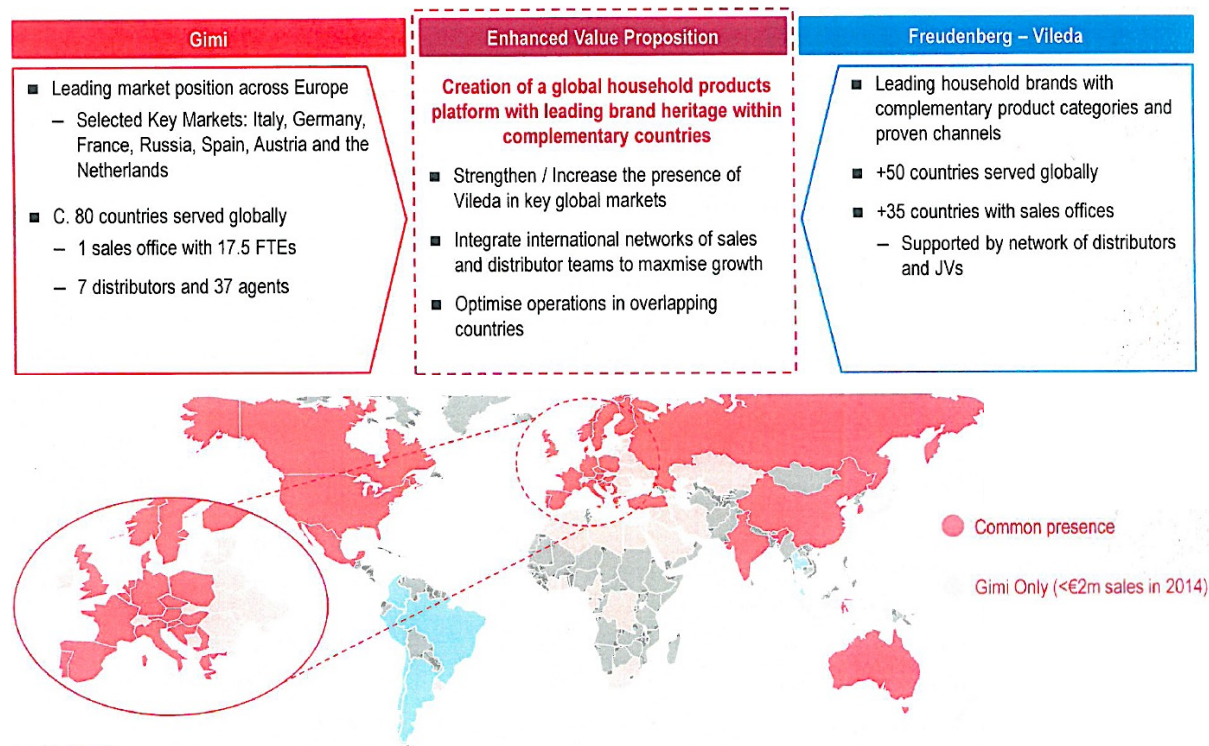


Figura 17

Fonte: Materiale interno Gimi SPA

Con l'operazione di M&A conclusa nel 2016, la conglomerata tedesca ha inteso far suoi sia il prodotto che la forza commerciale di Gimi S.p.A., nel duplice intento di ampliare il proprio portafoglio prodotti, e di sfruttare le sinergie commerciali e produttive, ottenibili dal congiungimento delle due entità. A sostegno di quanto detto, si segnala l'esistenza di numerose teorie rivolte a comprovare la correttezza dei criteri di scelta utilizzati da Freudenberg: in particolare si veda Bauer e Matzler (2013), dove i due autori annoverano la complementarietà

strategica come un elemento imprescindibile affinché l'acquisizione abbia successo e riesca a dare i frutti sperati, anche sul lungo periodo.

A livello di benefici commerciali, uno dei principali obiettivi perseguiti è riferibile all'accrescimento della quota di mercato di HCS, consentendo a questa, specialmente nei mercati europei, di aumentare il proprio "spazio coperto" a discapito dei competitors, consolidando la propria posizione. Operativamente, quanto descritto verrebbe a sostanziarsi attraverso un reciproco sfruttamento reciproco utilizzo delle preesistenti relazioni commerciali ascrivibili ai due soggetti già da prima dell'acquisizione, consentendo a questi di introdurre i rispettivi prodotti in ambienti in cui non erano presenti, altresì favorendo lo sfruttamento di importanti economie di scala commerciali, sia in termini di costi che di contrattazione con il cliente: fatto sicuramente positivo per lo sviluppo del business.

Si evidenzia come tale pratica sia particolarmente adatta per il contesto in esame, in quanto acquisita ed acquirente condividono i medesimi canali distributivi, fatto che, ad esempio, ha consentito ad HCS di sfruttare Gimi per entrare in modo più deciso nell'ambito dei negozi di "fai da te", in cui, specialmente con Vileda, era poco presente, a differenza di Gimi che presidiava questo canale in maniera piuttosto marcata.

Di concerto con quanto appena detto, la controllante intende coinvolgere Gimi nell'attuazione di una strategia di marketing di gruppo, la quale prevede sia che vengano attuate tecniche di cross selling, upselling, bundling ecc, sia che vengano adottate delle azioni di segmentazione di mercato, attuate attraverso una "brand strategy" integrata tra i vari marchi, e rivolta alla costruzione e/o rafforzamento delle differenti brand identity di questi. In tal senso, si rileva come il management intenda fare di Vileda il punto di riferimento di HCS, riservandogli una collocazione di livello premium, sostenuta attraverso un sistematico posizionamento inferiore degli altri brand detenuti. Per quanto riguarda Gimi, ad esempio, nei piani aziendali c'è l'intenzione di voler sfruttare la capacità produttiva dell'azienda padovana, per la fabbricazione di stendibiancheria recanti il marchio "Vileda", i quali, anche di differenti specifiche tecniche, verranno posti ad un livello di prezzo superiore ai prodotti marchiati "Gimi". Un altro elemento accomunante le due imprese è rappresentato dalla consolidata presenza di entrambe nei territori del "Far East", vicino al quale, peraltro, ha sede la consociata logistica di Gimi. Con riguardo all'aspetto logistico, si evidenzia come anch'esso sia un ambito rispetto al quale vengano ricercate delle sinergie: si evidenzia come il reciproco sfruttamento dei rispettivi hub logistici, consenta alle due società di conferire alla propria azione distributiva sia maggiore efficacia, permettendo a queste di accorciare il cosiddetto "order lead time", sia una maggior efficienza, generata da un aumento del grado di abbattimento dei costi di stoccaggio per entrambe le società, conseguente all'accrescimento della base di ripartizione; tali effetti sono

particolarmente marcati nei riguardi di Gimi, che grazie a questa operazione aumenta notevolmente la portata del proprio sistema logistico.

Con specifico riguardo a Gimi, la nuova proprietà intende adottare una serie iniziative, rivolte a riorganizzare e far crescere l'azienda senza disequilibri o sproporzioni interne, nell'intento di renderla il più solida e resistente alle congiunture di mercato. In tal senso, tra le altre cose, in aggiunta a quanto precedentemente detto in termini di sinergie logistiche, commerciali e produttive, HCS intende far sì che l'impresa padovana mantenga il proprio status di leader in Italia, e che riesca ad approdare, e sviluppare proficuamente, mercati ritenuti particolarmente rilevanti segnatamente alla neo-acquisita, come India e Regno Unito.

4.5 Negoziazione e closing:

L'operazione di M&A avvenuta tra il Gruppo Freudenberg HCS e Gimi Spa, stando a quanto riportato dall'attuale management dell'acquisita, può sicuramente essere annoverata tra quelle che vengono definite "Operazione Amichevoli". Tale accezione sembra essere particolarmente adeguata al caso in esame, principalmente in ragione di due elementi: il primo afferisce al fatto che questa poggiasse sulla reciproca volontà delle parti di, rispettivamente, alienare ed acquistare la società in questione, mentre il secondo riguarda le modalità di sviluppo dell'intervento acquisitivo, il quale è stato condotto mediante il ricorso ad attività negoziali, ovvero attraverso l'instaurazione di un dialogo con la potenziale controparte. Per quanto concerne la volontà delle parti di intraprendere questo genere di operazione, si rileva come il duo ALCEDO SGR – AKSIA SGR fosse intenzionato sin dal principio a dismettere l'investimento eseguito in Gimi Spa, essendo questo un modus operandi tipico dei fondi d'investimento, i quali normalmente agiscono inserendosi nel capitale di società, sia in momentanea crisi finanziaria che non, di cui intravedono potenzialità ancora inesprese, con lo scopo di sottoporle ad un processo di miglioramento, ed eventualmente di risanamento, che si concluderà con la vendita di queste ad un prezzo maggiore rispetto a quello d'acquisto. Tipicamente, come peraltro avvenuto nel caso di Gimi, i soggetti interessati all'acquisto di tali imprese sono società orientate ad una detenzione duratura delle quote azionarie della target, in quanto interessate all'operatività di questa, perché operanti nel medesimo settore; fatto esposto anche nella trattazione di Conca (2010).

Tale convergenza d'intenti, ha fatto sì che parte acquirente e venditrice instaurassero un dialogo atto, sia a comprendere le reciproche intenzioni, che a definire obiettivi, modalità e termini della transazione. Il clima di reciproca collaborazione instaurato dalle parti, è stato altresì utile per imprimere fluidità e velocità alla contrattazione, nonostante, comunque, il management di Gimi

sottolinei che ad influire sulla velocità siano una molteplicità di fattori e non un unico componente, annoverando tra gli aspetti più critici, ad esempio, le politiche di risk management e/o eventuali altre policy aziendali afferenti le parti in causa, le quali potrebbero avere un'impostazione oltremodo farraginoso, rallentando l'operazione. Con riguardo alle condizioni contrattuali, specialmente per quanto concerne quelle afferenti al prezzo, esse sono state determinate fondando le valutazioni delle parti sui risultati di un'approfondita attività di due diligence, utilizzata per indagare sugli aspetti contabili, finanziari e strategici della società, fornendone un quadro completo ed esaustivo. Secondo il management, il fatto di essere ricorsi a tale modalità ispettiva ha conferito un elevato grado di imparzialità all'attività valutativa, favorendo l'instaurarsi clima disteso e rivolto al dialogo, il quale è stato indicato come un elemento imprescindibile per riuscire a portare a compimento un'operazione acquisitiva, come peraltro indicato da Melissa E. Graebner e Kathleen M. Eisenhardt (2004). Secondo quanto evidenziato dall'indagine testé menzionata, il dialogo favorirebbe la dissertazione anche di aspetti non strettamente economici, i quali, molto spesso, finiscono per essere anteposti a quelli monetari. Il sopraccitato studio, sottolinea come la scelta riguardante il soggetto a cui cedere la propria società, molto spesso ricada su colui che fornisce le migliori "garanzie non monetarie", rilevando come gli alienanti spesso siano disposti a rinunciare anche ad offerte economicamente più vantaggiose, rinunciando dunque a parte dei loro potenziali guadagni, pur di ottenere significative assicurazioni in merito a tali aspetti. Con riguardo al caso concretamente esaminato, si apprende come il criterio di scelta del cessionario sia stato misto, dando uguale rilevanza sia ad aspetti economici che non; ad esempio, riferisce l'A.D. di Gimi: "non è mai stato messo in discussione il fatto che tutte le società acquisite da Freudenberg sarebbero rimaste attive anche dopo il passaggio di proprietà, fatto su cui, specialmente con riferimento a Framar, altri potenziali acquirenti non avevano fornito alcuna assicurazione.". Sempre con riguardo agli aspetti non monetari cui è stato dato particolare rilievo in sede di contrattazione, si riscontra come ALCEDO ed AKSIA abbiano analizzato con perizia chi potesse fornire le migliori condizioni a lungo termine, indagando su chi potesse essere il soggetto in grado di sfruttarne e svilupparne maggiormente le potenzialità, garantendole continuità sul lungo periodo. Per quanto riguarda le condizioni di vendita ed eventuali deal breakers, elementi di cui si è già trattato teoricamente, si riscontra come anche in questo caso ci siano stati dei potenziali punti di rottura della trattativa, poi ampiamente superati grazie alla reciproca volontà delle parti di giungere ad un accordo, di concerto con il costante mantenimento di un atteggiamento aperto e positivo delle parti, rimarcando nuovamente l'importanza di tali elementi psicologici. Per quanto si è potuto apprendere circa particolari clausole contrattuali inserite nell'accordo di

disposizione, si segnala come non sia stato adottato alcun meccanismo di earn out, rivolto alla rimodulazione del prezzo.

4.6 Processo d'integrazione ex-post e sue modalità operative:

Da un punto di vista operativo, l'architettura dell'operazione di M&A qui descritta è stata disegnata in modo che questa fosse suddivisa in tre macro fasi, le prime due delle quali sono consistite nell'acquisizione di "Monte Ricco S.p.A." e nella sua successiva fusione con l'operativa "Gimi S.p.A.". Con riferimento al terzo ed ultimo passaggio, questo ha riguardato la fusione per incorporazione di Gimi Spa, con una delle due società italiane di cui il gruppo HCS è direttamente azionista, fatto avvenuto l' 1/1/2019 e che ha sancito la definitiva cancellazione di "Gimi Spa" come ragione sociale indipendente, mettendo giuridicamente fine alla sua esistenza. Per rendere attuabile quanto appena esposto, è stato necessario attuare un lungo processo di integrazione tra le due società, il quale ha avuto ufficialmente inizio nel 2016, nell'immediato seguito dell'acquisto da parte della Freudenberg. Ancor prima di perfezionare la transazione, la holding tedesca aveva provveduto a creare al proprio interno un gruppo di lavoro dedicato, con il preciso scopo di tracciare le linee guida di quello che sarebbe dovuto essere il concreto processo di armonizzazione tra le due società, peraltro, riuscendo a definire già in questo frangente sia le operazioni di project management da doversi svolgere, che il veicolo con il quale implementarle: una struttura temporanea, costruita per rispondere al meglio alle esigenze operative delle attività precedentemente stabilite. Una volta definito il passaggio di proprietà, vengono ufficialmente creati due gruppi di lavoro omologhi, uno lato incorporante ed uno lato incorporata, all'interno dei quali sono state individuate delle persone chiave da porre a capo dei singoli progetti di armonizzazione, posti in essere nei riguardi dell'acquisita. Parallelamente, il CEO ed il CEOO della società monselicense vengono nominati membri effettivi dello "Steering Committee" creato "ad hoc" per questa operazione, composto sia da personale esclusivamente a ciò dedicato, che da membri di Freudenberg HSC, con lo scopo di assicurare la piena condivisione sia del processo di integrazione intrapreso, che delle linee strategiche studiate per la sua concreta attuazione. Ultime tali operazioni, sono stati creati in Gimi dei gruppi di workstream, inizialmente focalizzati con preminenza sull'efficientamento della fase produttiva, sull'integrazione delle reti commerciali di acquirente ed acquisita, nonché sull'integrazione delle funzioni di marketing, Ricerca e Sviluppo e gestione del personale, finendo poi per espandere tale processo di miglioramento ed adattamento, anche a tutte le altre funzioni aziendali. Con riguardo all'integrazione della commerciale, l'obiettivo di questa era stato posto nel convogliamento del portafoglio clienti di Gimi in Freudenberg HCS,

accentrando in questa tutti i compiti di gestione, anche strategica, del parco clienti, ora organizzato e sfruttato in un'ottica globale di gruppo, anziché rispetto alle esigenze di una singola società.

Concretamente, l'operatività dei gruppi è consistita nella formulazione di un proprio piano di lavoro autonomo, ponderato sulle specificità di ogni singola area, gestito sia attraverso la sua sottoposizione ad una serie di aggiornamenti periodici, atti a garantirne la costante adeguatezza al contesto operativo, sia mediante un processo di escalation, rivolto alla risoluzione di eventuali criticità attraverso il coinvolgimento di soggetti operanti a livello superiore. Oggi, avendo quasi tutti esaurito i propri compiti, buona parte dei workstream sono stati chiusi, ma i relativi gruppi di lavoro sono stati prontamente riconvertiti tramite l'assegnazione di nuovi obiettivi, rivolta alla preparazione della fusione eseguita nel 2019.

Dopo aver descritto il processo d'integrazione da un punto di vista cronologico, ora verrà eseguita una disamina di tale attività, ponendo l'accento su quelle che sono state le principali difficoltà riscontrate nella sua esecuzione. Stando a quanto riportato dal management di Gimi, le principali difficoltà riscontrate nella fase post acquisitiva, sono state principalmente legate a due aspetti in particolare: quello culturale e quello organizzativo, declinati poi in diverse fattispecie concrete a seconda del preciso ambito considerato. Il primo intervento reso necessario è stato relativo all'allineamento, da un punto di vista finanziario, dell'approccio organizzativo di Gimi, con le logiche gestionali adottate dalla holding tedesca; tale processo è stato reso necessario per il mantenimento del rating A3 vantato dal gruppo Freudenberg globalmente inteso, fatto che impone la totale assenza di situazioni di esposizione finanziaria verso terzi, consentendo solo l'erogazione di finanziamenti infragruppo tra le varie consociate. Questa attività ha comportato per il management la necessità di dover provvedere sia alla chiusura di una serie molto significativa di rapporti finanziari ancora in essere, come mutui e prestiti a qualsiasi termine, attività di factoring, sia pro-solvendo che pro-soluto, e contratti di leasing finanziario, sia ad una complessa attività di rinegoziazione delle condizioni commerciali concordate con fornitori e clienti, dovendo anch'esse essere coerenti con le nuove politiche finanziarie di Gimi, che avrebbero potuto, peraltro, rendere finanziariamente insostenibile il mantenimento di alcuni tipi di rapporto.

Per quanto riguarda l'armonizzazione dei modelli di business delle due società, questi presentavano divergenze di carattere sostanziale, le quali hanno reso necessaria la reciproca condivisione delle informazioni afferenti l'architettura dei due modelli economici, dimodoché potesse essere studiata una strategia condivisa; in tale frangente, è stata altresì riscontrata una forte difficoltà di permeazione delle nuove linee guida in tutti i livelli aziendali, rendendo necessario l'avvio di un efficace sistema di condivisione delle informazioni, in grado di

coinvolgere tutti i lavoratori di Gimi, in quanto generato dall'iniziale coinvolgimento di un esiguo numero di soggetti, rallentandone la divulgazione. Si evidenzia come il passaggio delle informazioni sia avvenuto su due livelli: il primo da acquirente ad acquisita mentre il secondo ha riguardato solamente l'acquisita, e la circolazione delle informazioni all'interno di questa. Per quanto riguarda il trasferimento di conoscenza tra le due società, come già in parte detto, questo è avvenuto mediante la creazione di gruppi di lavoro composti sia da membri di Freudenberg che di Gimi, costituiti con il duplice scopo di migliorare il reciproco scambio di informazioni, contestualmente ad una mitigazione dello shock prodotto da tale attività, in quanto caratterizzata da una spiccata monodirezionalità, da controllante a controllata, nella sua fase iniziale. Con riguardo al trasferimento di conoscenze interno a Gimi, a tal proposito sono stati creati una serie di comitati composti esclusivamente da personale della società veneta, con lo scopo di creare flussi informativi sia in senso verticale che orizzontale, ovvero in grado di produrre un contestuale dialogo tra funzioni dirigenziali e quelle operative, unitamente alla creazione di un maggior coordinamento tra le varie aree aziendali. Tale obiettivo è stato raggiunto tramite il simultaneo ricorso a workstream multidisciplinari, strutturati con personale di pari livello ma proveniente da differenti ambiti aziendali, ed a steering committee misti, composti sia da personale con ruoli direttivi che da personale con mansioni esecutive. A supporto di siffatti gruppi di lavoro, sono stati implementati una serie di sistemi ravvisabili nell'utilizzo di comunicazioni interne di carattere formale, coadiuvate dal ricorso a newsletter contenenti informazioni molto particolareggiate circa processi e procedure aziendali, sondaggi rivolti alla raccolta di dati, pareri e sensazioni, e focus group, orientati alla disamina di precise tematiche. In aggiunta a quanto detto, periodicamente sono stati organizzati dalla capogruppo dei town hall meeting, ai quali sono stati chiamati a partecipare soggetti provenienti dalle diverse aree di Gimi, con lo scopo di disquisire sul generale stato d'avanzamento dell'integrazione, di concerto con dissertazioni su precisi argomenti. Si sottolinea come, vista l'ampiezza del gruppo tedesco, sia ormai prassi consolidata all'interno della conglomerata, quella indiretta delle teleconferenze mondiali trimestrali, in cui il CDA della capogruppo espone a tutti i dipendenti, senza esclusione alcuna, l'andamento globale della gestione.

Per quanto concerne le difficoltà rilevate in ragione della transnazionalità dell'operazione, esse sono prevalentemente riconducibili alla "questione linguistica, sia con riferimento a prevedibili difficoltà comunicative tra i vari operatori delle due entità, che con riguardo al comune intendimento circa il senso da attribuire ad alcuni vocaboli, con particolare riferimento alla terminologia utilizzata in sede di bilancio e per la stesura delle policy finanziarie. Con riferimento alla possibile distanza istituzionale esistente tra le due entità, in quanto appartenenti

a Paesi differenti, si rileva come essa non sia stata annoverata come un elemento di particolare criticità, in quanto eseguita tra società entrambe provenienti da Stati dell'Unione Europea.

Per quanto concerne il ruolo dell'esperienza pregressa in operazioni di M&A, il management individua tale fattore come un elemento in grado di incidere notevolmente sulla qualità dell'attività acquisitiva, assegnandole un considerevole peso strategico, specialmente in termini di fluidità e comprensibilità del processo: elementi talvolta in grado di influenzarsi vicendevolmente. Per quanto concerne la velocità di esecuzione di alcune attività, si segnala come l'abitudine a questo genere di operazioni sia in grado di velocizzare pratiche come la creazione di database e la gestione di dati riguardanti le due società, essendo interventi slegati dal settore o dal business model adottato dalle aziende. A quanto appena riportato, si aggiunga il fatto che il management di Gimi ritiene che l'esperienza sia un fattore fondamentale per consentire agli operatori di incanalare la contrattazione nei giusti binari, attraverso l'adozione delle strutture di dialogo più adatte al caso in esame. In tal senso, l'expertise viene visto come un fattore in grado di far sviluppare agli operatori una certa sensibilità nel ricercare le modalità di approccio più appropriate, in quanto consentirebbe a questi di comprendere rapidamente e correttamente gli aspetti umani del contesto, contenendo notevolmente il rischio di pericolosi fraintendimenti, e favorendo l'instaurazione di un rapporto positivo tra le parti: presupposto per una contrattazione rapida e lineare.

Tale asserzione sembra in parte coincidere con quanto riportato dallo studio di Kengelbach, Klemmer, Schwetzler. Sperling (2012), i quali, pur disconoscendo il cosiddetto "apprendimento indifferenziato", rilevano come l'abitudine all'esecuzione di M&A comporti comunque una serie di benefici in termini di dimestichezza, quantomeno relativamente alle pratiche trasversali a tutte le attività acquisitive. Secondo il sopraccitato studio, anche la frequenza sarebbe un elemento particolarmente rilevante: minore è il tempo intercorso tra le ultime due acquisizioni, più basse sono le probabilità che l'ultima delle due dia risultati anomali od inaspettati in termini di compliance, rendendo più controllabile l'intero processo di integrazione; con tale affermazione sembra convenire anche il management di Gimi, secondo il quale l'acquisizione di Framar del 2010, a cui peraltro era preceduta la cessione ad AKSIA ed ALCEDO dell'azienda monselicense, è stata molto importante per preparare la società a questo genere di processi, rendendola più malleabile, adattabile e pratica, elementi che, si sottolinea, pur rappresentando un ottimo punto di partenza, comunque non garantiscono la perfetta riuscita dell'operazione. Per quanto riguarda il lato alienante, invece, il management sottolinea come la familiarità con tali attività, consenta a questo sia di essere più efficace nella negoziazione, che di contenere e gestire più efficacemente il lato emozionale, favorendo l'adiacenza a razionali

logiche finanziarie. Tale credenza, viene peraltro avvalorata dalla tesi di Graebner e Eisenhardt (2004), secondo cui le target non dovrebbero tenere un atteggiamento passivo e/o remissivo, evidenziando la necessità di dover sapersi valorizzare correttamente, difendendosi da eventuali tattiche ribassiste dell'acquirente.

- Grado di riuscita dell'operazione:

A due anni dall'avvenuto passaggio di proprietà, periodo che numerosi scritti, tra i quali si segnala quello di Conca (2010), indicano come sufficiente per ottenere i primi riscontri con un sufficiente grado di attendibilità, il management di Gimi esprime piena soddisfazione per i risultati ottenuti, sottolineando come siano stati pienamente raggiunti tutti gli obiettivi stabiliti dalla capogruppo al momento dell'acquisto.

CAPITOLO 5

ANALISI ECONOMICO-FINANZIARIA DI “GIMI S.P.A.”

5.1 Introduzione

Nel quinto ed ultimo capitolo di questo mio elaborato, ho voluto dare una rappresentazione dei fatti aziendali sotto un profilo prettamente economico-finanziario, ponendo l'accento sull'impatto che l'operazione ha avuto sia sugli indicatori economici che sull'indebitamento.

In tal senso, gli esercizi presi come riferimento sono stati il 2015, ovvero l'ultimo anno della gestione aksia-alcedo, e le due annualità immediatamente successive all'acquisizione, ovvero il 2016 ed il 2017.

Lo scopo di tale indagine, oltre a quello di fornire una descrizione dello stato della società, è stato principalmente quello di individuare una possibile correlazione tra i cambiamenti strategico-organizzativi cui Gimi stata sottoposta dopo la compravendita, ed i risultati economici conseguiti da questa nel biennio successivo, giungendo a concludere, peraltro in modo molto netto, che le scelte strategiche possono determinare in maniera anche molto marcata, quanto economicamente realizzato dalla società.

5.2 Analisi economico-finanziaria

Tabella 1. Stato Patrimoniale – Dati salienti

	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
Totale immobilizzazioni	51.783.009	48.441.216	45.587.774
Totale Immobilizzazioni materiali	9.405.342	8.912.951	10.758.152
Totale Immobilizzazioni immateriali	41.715.312	38.116.501	33.513.620
Totale Immobilizzazioni finanziarie	662.355	1.411.764	1.316.002
Totale attivo circolante	65.493.176	47.925.101	32.989.409
Rimanenze	37.766.846	13.993.660	12.663.094
Crediti	22.538.092	28.675.847	17.892.359
Disponibilità liquide	5.188.238	5.149.111	2.433.956
Totale Attivo	117.435.413	96.552.279	79.278.787
Totale Patrimonio netto	34.348.243	37.902.882	34.348.243
Capitale Sociale	5.000.000	5.000.000	5.000.000
Riserva legale	310.648	341.738	341.738
Totale debiti	67.422.985	50.368.450	37.366.266
Totale debiti (b.t.)	62.249.674	50.368.450	37.366.266
Totale debiti (m/l t.)	5.173.311	0	0
Debiti Bancari (b.t.)	40.724.756	194	59.007
Debiti bancari(m/l t.)	4.339.987	0	0
Debiti v/fornitori (b.t.)	16.953.466	15.042.824	15.832.548
Debiti v/fornitori. (m/l t.)	0	0	0
Debiti v/controllanti (b.t.)	683.226	32.615.230	19.191.263
Debiti v/controllanti (m/l t.)	0	0	0
Totale Passivo	117.435.413	96.552.279	79.278.787

Tabella 1

Fonte: mio elaborato

Tabella 2. **Principali variazioni patrimoniali intervenute tra il 2015 ed il 2016**

	Variazioni Assolute	Variazioni %
Totale immobilizzazioni	-3.341.793	-6%
Totale Immobilizzazioni materiali	-492.391	-5%
Totale Immobilizzazioni immateriali	-3.598.811	-9%
Totale Immobilizzazioni finanziarie	+749.409	+113%
Totale attivo circolante	-17.568.075	-27%
Rimanenze	-23.773.186	-63%
Crediti	+6.137.755	+27%
Disponibilità liquide	-39.127	-1%
Totale Attivo	-20.883.134	-18%
Totale Patrimonio netto	+3.554.639	10%
Capitale Sociale	0	0%
Riserva legale	+31.090	+10%
Totale debiti	-17.054.535	-25%
Totale debiti (b.t.)	-11.881.224	-19%
Totale debiti (m/l t.)	-5.173.311	-100%
Debiti Bancari (b.t.)	-40.724.562	-100%
Debiti bancari(m/l t.)	-4.339.987	-100%
Debiti v/fornitori (b.t.)	-1.910.642	-11%
Debiti v/fornitori. (m/l t.)	0	0%
Debiti v/controllanti (b.t.)	+31.932.004	+4674%
Debiti v/controllanti (m/l t.)	0	0%
Totale Passivo	-20.883.134	-18%

Tabella 2

Fonte: mio elaborato

Fonte Dati: AIDA – Bureau van Dijk

Per quanto riguarda il livello delle immobilizzazioni, nonostante il raddoppio delle immobilizzazioni finanziarie, si assiste ad un complessivo calo del loro valore, dovuto alla cospicua diminuzione del valore delle immobilizzazioni immateriali. Per quanto riguarda la riduzione dell'attivo circolante, si apprende come essa sia sostanzialmente dipesa dalla forte diminuzione delle rimanenze: fatto estremamente positivo, in quanto comportante la liberazione di preziose risorse finanziarie. Con riferimento al passivo, si assiste alla pressoché

totale eliminazione di ogni posizione debitoria verso finanziatori esterni, fatto cui fa da contraltare il sorgere di una corposa situazione debitoria infragruppo, specificatamente verso società controllanti. In sintesi si assiste ad una sostanziale diminuzione del valore dell'attivo, compensato da un cospicuo e positivo ridimensionamento dell'esposizione finanziaria verso terzi.

Tabella 3. **Principali variazioni patrimoniali intervenute tra il 2016 ed il 2017**

	Variazioni Assolute	Variazioni %
Totale immobilizzazioni	-2.853.442	-6%
Totale immobilizzazioni materiali	+1.845.201	+21%
Totale immobilizzazioni immateriali	-4.602.881	-12%
Totale immobilizzazioni finanziarie	-95.762	-7%
Totale attivo circolante	-14.935.692	-31%
Rimanenze	-1.330.566	-10%
Crediti	-10.783.488	-38%
Disponibilità liquide	-2.715.155	-53%
Totale Attivo	-17.273.492	-18%
Totale Patrimonio netto	-3.554.639	-9%
Capitale sociale	0	0%
Riserva legale	0	0%
Totale debiti	-13.002.184	-26%
Totale debiti (b.t.)	-13.002.184	-26%
Totale debiti (m/l t.)	0	0%
Debiti bancari (b.t.)	+58.813	+30316%
Debiti bancari(m/l t.)	0	0%
Debiti v/fornitori (b.t.)	+789.724	+5%
Debiti v/fornitori. (m/l t.)	0	0%
Debiti v/controlanti (b.t.)	-13.423.967	-41%
Debiti v/controlanti (m/l t.)	0	0%
Totale Passivo	-17.273.492	-18%

Tabella 3

Fonte: mio elaborato

Fonte Dati: AIDA – Bureau van Dijk

Il trend di riduzione del valore degli asset aziendali trova continuità anche nel 2017, facendo registrare un ulteriore globale ridimensionamento delle immobilizzazioni, la diminuzione viene mitigata solamente da un cospicuo aumento delle immobilizzazioni materiali, in particolare di quelle in corso di realizzazione. Anche l'attivo circolante abbraccia il trend di globale ridimensionamento descritto con riferimento alle immobilizzazioni, in particolare per quanto riguarda crediti e disponibilità liquide. Con riferimento ai crediti, si segnala come la forte riduzione della loro consistenza, pari a poco meno di 11 milioni di euro, incida positivamente sulla creazione di liquidità. Per quanto riguarda il passivo si segnala una contenuta contrazione di debiti verso istituti di credito, cui viene opposta una massiccia riduzione degli impegni verso le società controllanti, fatto che alleggerisce notevolmente la posizione debitoria di Gimi.

Tabella 4. Conto Economico – Dati salienti

	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
Valore della produzione	79.126.493	83.646.233	76.922.378
Materie prime	37.337.979	37.123.005	39.580.787
Servizi	16.826.655	20.083.714	16.583.904
Godimento beni di terzi	268.363	1.402.290	2.362.756
Variatione materie prime	+ 1.032.660	+ 1.282.927	+ 890.971
Oneri diversi di gestione	449.907	277.510	371.718
Valore aggiunto	23.210.929	23.476.787	17.132.242
Costi del personale	12.152.389	14.162.950	13.324.782
Margine operativo lordo (E.B.I.T.D.A.)	11.058.540	9.313.837	3.619.659
Ammortamenti e svalutazioni	6.722.660	6.417.050	6.139.581
(Totale costi di produzione)	(74.882.613)	(81.081.734)	(79.422.300)
Reddito operativo (E.B.I.T.)	+ 4.243.882	+ 2.564.499	- 2.519.922
Proventi e oneri finanziari	- 2.927.014	-2.275.655	-902.216
Risultato ante imposte	+ 1.187.887	+ 93.002	-3.443.736
Risultato d'esercizio	+ 621.787	- 745.290	- 3.441.529

Tabella 4

Fonte: mio elaborato

Fonte Dati: AIDA – Bureau van Dijk

Tabella 5. **Principali variazioni economiche intervenute tra il 2015 ed il 2016**

	Variazioni Assolute	Variazioni %
Valore della produzione	+4.519.740	6%
Materie prime	-214.974	-1%
Servizi	+3.257.059	+19%
Godimento beni di terzi	+1.133.927	+423%
Variazione materie prime	+250.267	+24%
Oneri diversi di gestione	-172.397	-38%
Valore aggiunto	+265.858	+1%
Costi del personale	+2.010.561	+17%
Margine operativo lordo (E.B.I.T.D.A.)	-1.744.703	-16%
Ammortamenti e svalutazioni	-305.610	-5%
(Totale costi di produzione)	(+6.199.121)	(+8%)
Reddito operativo (E.B.I.T.)	-1.679.383	-40%
Proventi e oneri finanziari	-651.359	-22%
Risultato ante imposte	-1.094.885	-92%
Risultato d'esercizio	-1.367.077	-220%

Tabella 5

Fonte: mio elaborato

Fonte Dati: AIDA – Bureau van Dijk

Nonostante si assista ad una crescita dei volumi di vendita, è necessario osservare come a questa non faccia seguito un miglioramento dei due principali margini operativi, EBITDA ed EBIT, i quali vengono investiti da una forte riduzione, specialmente per quanto concerne l'EBIT, il quale si rende protagonista di un quasi dimezzamento della sua consistenza. Tale risultato sembra essere dipeso principalmente dall'esplosione dei costi operativi afferenti il calcolo del valore aggiunto, unitamente ai costi del personale. Proseguendo la disamina del prospetto economico, è possibile osservare una buona riduzione degli oneri finanziari, la quale comunque risulta essere insufficiente per migliorare il risultato d'esercizio, il quale fa registrare un forte della propria consistenza, entrando nell'area di perdita.

Tabella 6. **Principali variazioni economiche intervenute tra il 2016 ed il 2017**

	Variazioni Assolute	Variazioni %
Valore della produzione	-6.723.855	-8%
Materie prime	+2.457.782	+7%
Servizi	-3.499.810	-17%
Godimento beni di terzi	+960.466	+68%
Variazione materie prime	-391.956	-31%
Oneri diversi di gestione	+94.208	+34%
Valore aggiunto	-6.344.545	-27%
Costi del personale	-838.168	-6%
Margine operativo lordo (E.B.I.T.D.A.)	-5.694.178	-61%
Ammortamenti e svalutazioni	-277.469	-4%
(Totale costi di produzione)	(-1.659.434)	(-2%)
Reddito operativo (E.B.I.T.)	-5.084.421	-198%
Proventi e oneri finanziari	-1.373.439	-60%
Risultato ante imposte	-3.536.738	-3803%
Risultato d'esercizio	-2.696.239	-362%

Tabella 6

Fonte: mio elaborato

Fonte Dati: AIDA – Bureau van Dijk

Per quanto concerne il 2017, si assiste ad una riduzione del fatturato aziendale, il quale viene seguito ne trend di riduzione da tutta l'area operativa, la quale chiude con risultato fortemente diminuito rispetto a quello del 2016. Per quanto riguarda l'area finanziaria, si assiste ad una positiva diminuzione della sua negatività, fatto che, come per l'esercizio precedente, non è sufficiente ad imprimere un cambio di rotta significativo all'andamento dell'anno, tantoché l'esercizio viene chiuso con un rilevante aumento della negatività del risultato finale.

Tabella 7. **Principali indici, margini e flussi**

	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
EBITDA/FATTURATO (%)	13,50	10,74	4,68
R.O.S. (%)	5,23	3,07	-3,26
R.O.I. (%)	4,84	6,77	-7,32
R.O.A. (%)	3,61	2,66	-3,18
R.O.E. (%)	1,52	-1,97	-10,02
LEVA FINANZIARIA	1,15	0	0
DEBITI/EBITDA	4,27	4,47	0,02
NOPAT	+2.552.815	+1.422.105	-2.753.672
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	+41.608.053	-5.148.917	-2.374.949

Tabella 7

Fonte: mio elaborato

Fonte Dati: AIDA – Bureau van Dijk

Nel triennio si assiste ad una sostanziale diminuzione di tutti gli indicatori di redditività economica, i quali, nel 2017, hanno assunto consistenza negativa. Per quanto riguarda il livello di esposizione finanziaria verso terzi, questo è sicuramente su livelli più che soddisfacenti, essendo quasi totalmente assente, fatto testimoniato dal grado di leva nullo e da una posizione finanziaria netta ampiamente negativa. Si sottolinea comunque l'esistenza di posizioni finanziarie debitorie, le quali sono comunque in costante diminuzione, esse attengono a finanziamenti erogati da soggetti interni al gruppo di cui Gimi è membra, fatto che impone di considerarle con un'ottica diversa.

Rapporto tra strategia e risultati economici

Il complessivo trend di ridimensionamento patrimoniale ed economico che ha caratterizzato i risultati di Gimi successivamente al suo ingresso nel gruppo Freudenberg, più che ad una congiuntura sfavorevole o ad una sopravvenuta incapacità dell'azienda di soddisfare le necessità dei propri consumatori, sembra attribuibile al riorientamento strategico cui la società è stata sottoposta, in quanto non più gestita in modo singolo ed indipendente, ma secondo nuove logiche allargate.

Le attuali politiche di gruppo, che a Gimi ora viene richiesto di osservare, hanno segnato un cambio sostanziale nella funzione intrinseca della società monselicense, la quale è passata dall'essere un'azienda "full price", ovvero in grado di appropriarsi interamente della

marginalità dei propri prodotti, in quanto intrattenente rapporti con i clienti finali, ad essere solamente un sito produttivo asservente le società commerciali del gruppo, alle quali viene lasciato l'introito dell'elevato surplus prima a completo appannaggio di Gimi.

Nello specifico, una delle prime operazioni condotte dalla holding tedesca è stata quella di ricollocare le customer list di Gimi in capo alle società commerciali di Freudenberg HCS, al fine di poter eseguire una gestione congiunta di tutti i prodotti della divisione, consentendo l'adozione di politiche di vendita più efficienti ed efficaci, sia con riguardo al posizionamento dei prodotti, che alle strategie di vendita, consentendo ad esempio, come peraltro già detto, l'adozione di pratiche come up-selling, cross-selling e bundling; tale accentramento consente altresì una razionalizzazione dei costi di gestione delle infrastrutture di vendita, evitando un'inutile e dispendiosa duplicazione di costi.

Conclusioni

A conclusione della trattazione esposta nel mio elaborato, tratterò un quadro generale delle principali evidenze emerse nel corso della presente tesi. Per quanto riguarda le operazioni acquisitive, queste rappresentano uno dei principali strumenti di crescita utilizzati dalle imprese. Il principale punto di forza delle operazioni di M&A è rappresentato dalla velocità con cui la parte acquirente è in grado di far propri, in modo esclusivo, asset o skills ritenuti strategici per lo sviluppo dell'impresa.

Tuttavia, esistono diverse insidie per il successo di queste operazioni, dove il successo è misurato dalla capacità di creare valore negli anni successivi all'integrazione tra acquirente ed acquisita. In tal senso, per quanto riguarda la fase di valutazione strategica preventiva, è fondamentale che il management della bidder non compia errori in questa fase, ad esempio ipotizzando un facile conseguimento di sinergie in realtà difficilmente realizzabili, o sovrastimandone il valore supponendo, dunque, che la target esaminata sia in grado di portare benefici superiori a quelli di cui realmente può essere portatrice. Per quanto riguarda la fase post-acquisitiva, invece, i principali aspetti di criticità sono rappresentati dalla capacità di porre in essere una corretta integrazione ed interazione tra le imprese coinvolte, la quale può risultare molto complessa qualora sussistano differenze culturali e/o gestionali particolarmente marcate, a volte difficilmente sanabili.

Sembra opportuno sottolineare come le difficoltà integrative aumentino quando si tratta di cross-border M&A, in quanto in tali contesti è necessario fronteggiare la diversità di contesto istituzionale, segnatamente legale e contabile, esistente tra gli Stati d'appartenenza delle due imprese, rappresentando un elemento particolarmente ostico nel caso in cui non vi sia una certa armonia tra i due sistemi. Da quanto riportato è facile evincere come le operazioni acquisitive siano operazioni molto complesse, in quanto richiedono che le necessarie operazioni integrative, necessarie affinché l'M&A sia in grado di produrre benefici economici, vengano eseguite in modo da avere un impatto il più contenuto possibile sui soggetti aziendali coinvolti, specialmente sull'acquisita, in modo che l'operazione non possa risultare in qualche modo deleteria e/o controproducente, distruggendo valore anziché crearlo. Nello specifico, il rispetto dei valori aziendali della target, dei dipendenti, della cultura e delle pratiche distintive di questa, ormai fatte proprie dai soggetti operanti al suo interno, rappresentano elementi cruciali affinché, prescindendo dal modello d'integrazione adottato, il passaggio di proprietà non venga sentito come un atto di "colonizzazione" rivolto ad una sterile imposizione di standard, procedure e regole, atte a svilire l'identità del soggetto; a questo punto è facile comprendere la delicatezza

di questa tematica, la quale richiede ai manager delle società coinvolte una spiccata sensibilità anche verso queste tematiche “umane”, affinché il passaggio di proprietà venga accettato e vissuto positivamente dai soggetti coinvolti.

Sembra opportuno ricordare come le M&A, rispetto alle loro principali alternative, segnatamente joint venture e crescita interna, scontino molto spesso livelli d'investimento molto più elevati, molto meno controllabili e molto meno reversibili, generando un significativo aumento dei “costi di exit” legati a questa soluzione, ed acuendo il peso, anche psicologico, legato alla decisione di scegliere l'acquisizione come driver di crescita, motivo per questo genere debba essere eseguito da personale adeguatamente preparato e qualificato, in modo da poter condurre la bidder verso un efficace raggiungimento dei propri obiettivi. In conclusione, se da un lato appropriabilità e velocità rappresentano punti di forza di delle M&A, dall'altro esistono forti criticità rispetto al raggiungimento degli obiettivi strategici posti a carico di tali azioni, in quanto affinché si pervenga ai risultati sperati è necessario che le due imprese coinvolte riescano a coesistere in modo virtuoso, imponendo al management acquirente di studiare ed adottare le soluzioni gestionali adeguate ad instaurare una convivenza sinergica e proattiva, in grado di creare valore.

Con riferimento al caso studio analizzato nella seconda parte dell'elaborato, è stato possibile osservare come molte delle assunzioni fatte della letteratura siano state confermate. In prima battuta, analizzando l'operazione che ha condotto Gimi all'acquisto di Framar, è stato possibile comprendere come il fattore tempo sia stato cruciale: in tal senso, solamente un intervento acquisitivo poteva consentire a Gimi di contrastare i repentini avvenimenti che stavano segnando il mercato in quel momento, risultando l'unica opzione percorribile per rispondere celermente alle minacce provenienti dai propri competitors. Sempre con riguardo al fattore temporale ed alla velocità con cui le M&A consentono di appropriarsi di skills ed asset strategici, tale assunzione è stata altresì confermata dall'acquisizione Freudenberg – Gimi, la quale ha consentito al gruppo tedesco di entrare in tempi brevissimi, e con una posizione di primo piano, in un mercato in cui ancora non era presente, appropriandosi peraltro, oltre che della clientela, anche di asset e skills produttivi specifici del settore.

Dal punto di vista dei vantaggi sinergici, fattore che la letteratura indica come uno dei principali elementi benefici di cui le M&A sono portatrici, l'acquisizione Freudenberg – Gimi conferma quanto teorizzato dalla letteratura avendo avuto un impatto positivo su entrambi i soggetti coinvolti.

Nello specifico, se Gimi dal canto suo ha potuto fruire dell'inserimento in un gruppo di portata mondiale da 9 miliardi di fatturato consolidato, anche Freudenberg ha potuto beneficiare dell'acquisto della società monselicense in quanto, oltre che per l'ingresso in nuovo settore, ha

potuto utilizzare le capacità produttive possedute dalla nuova consociata per ampliare lo spettro di prodotti offerto tramite gli altri marchi facenti capo alla divisione HCS del gruppo, consentendo di aumentare la possibilità di adottare strategie commerciali incentrate su pratiche di bundling, cross-selling ed up-selling , quest'ultima ottenuta grazie all'effettuazione di una mirata segmentazione di mercato rivolta a "clusterizzare" i consumatori sulla base delle loro differenti propensioni alla spesa. Si noti, come l'uso congiunto di più marchi facenti capo alla stessa controllante, consente di controllare le dinamiche di segmentazione di mercato in maniera più efficace, rispetto alla detenzione di un singolo marchio, il quale può essere più facilmente attaccabile dalle strategie di posizionamento adottate dai competitors.

Per quanto afferisce ai problemi riscontrati nella fase integrativa, il caso studio da me analizzato rispecchia in buona sostanza quanto asserito dalla letteratura in merito alle criticità tipiche delle cross-border M&A: in tal senso, è stato possibile osservare come siano sussistite difficoltà di armonizzazione sia di carattere legale-contabile che culturale. Con riguardo alle complessità di natura contabile, esse sono sostanzialmente attenuate alla necessità di uniformazione dei due sistemi, specialmente con riguardo alla all'utilizzo di alcune voci di bilancio. Per quanto concerne le criticità relative alla fattispecie culturale, queste sono state soprattutto ravvisabili in difficoltà di carattere linguistico del personale, specialmente operativo, le quali, specialmente nelle battute iniziali, hanno gravato sul processo d'integrazione acuendone le difficoltà. Per quanto concerne eventuali difficoltà di carattere istituzionale, si segnala come non ne siano state riscontrate di particolarmente significative, essendo Italia e Germania due Paesi occidentali ed appartenenti entrambi all'Unione Europea, e quindi legate, almeno parzialmente, da regole e principi comuni ad entrambi i sistemi istituzionali.

Analizzando lo svolgimento dell'operazione acquisitiva da un punto di vista operativo, anche sotto tale profilo hanno trovato riscontro positivo numerose assunzioni fatte in letteratura, in particolare con riguardo al ruolo dell'esperienza, all'approccio utilizzato durante la trattativa ed agli aspetti rilevanti all'interno di questa. Per quanto riguarda il ruolo dell'esperienza pregressa nell'esecuzione di operazioni di M&A, è stato possibile osservare come questa abbia avuto un ruolo centrale all'interno del processo, concordemente con quanto descritto in letteratura, rilevando come essa sia stata un fattore chiave per superare brillantemente alcune divergenze sorte durante la fase di contrattazione. Un'ulteriore prova dell'importanza della del fattore esperienziale nell'ambito delle merger and acquisition, è dato dal fatto che Freudenberg operi mediante una struttura esclusivamente dedicata allo svolgimento di queste operazioni, con personale altamente specializzato nella gestione di tali processi. Per quanto concerne l'approccio alla trattativa ed i temi a cui è stato dato più spazio al suo interno, è stato possibile constatare come la negoziazione sia stata efficacemente condotta mediante un approccio

amichevole e rivolto al dialogo, fatto spesso esaltato positivamente in letteratura. Con riferimento agli a cui è stato dato particolare spazio durante la contrattazione, si segnala come sia stato dato ampio rilievo a tematiche non monetarie, specialmente afferenti alla salvaguardia del personale e del sito produttivo, le quali hanno avuto un ruolo di primo piano nel far ricadere la scelta del cessionario su Freudenberg; tale dinamica trova numerose evidenze in letteratura, la quale, in particolare negli ultimi anni, ha evidenziato la sempre più ampia rilevanza che i manager delle target conferiscono ad aspetti non monetari nell'ambito delle cessioni aziendali, i quali risultano essere con sempre più frequenza fattori premianti per gli offerenti che forniscono garanzie su tali tematiche.

Infine, per quanto riguarda le evidenze emerse dall'analisi economico finanziaria svolta su Gimi SPA, è stato possibile riscontrare un sostanziale peggioramento di tutti gli indicatori economici, ai quali ha fatto da contraltare un radicale miglioramento della posizione finanziaria della società, la quale ora vanta una posizione finanziaria netta ampiamente negativa in ragione del pressoché totale azzeramento dell'indebitamento finanziario verso terzi. Per quanto concerne l'andamento operativo, questo è largamente imputabile al riorientamento strategico subito da Gimi in ragione della sua annessione ad un gruppo, in quanto ora inserita in un contesto strategico più ampio e collegiale, il quale ne ha decretato il passaggio da azienda full price, operante direttamente con i propri clienti finali, ad azienda interlocutrice solamente con le consociate commerciali del gruppo, ed a cui vengono riconosciuti prezzi e marginalità decisamente inferiori a quelle della situazione precedente, dimostrando come l'apporto di cambiamenti di carattere strategico-organizzativo possa incidere fortemente sui risultati aziendali. In ultima istanza, appare opportuno sottolineare la non ascrivibilità del peggioramento delle performance aziendali ad una sopraggiunta inadeguatezza operativa di Gimi, rilevando come essa debba essere interpretata come un fatto non particolarmente grave, in quanto dovuta riconducibile al preciso disegno strategico di un gruppo mondiale, dal fatturato a quasi dieci zeri.

Bibliografia

- Barkema, H. G., & Vermeulen, F. (1998). International expansion through start-up or acquisition: A learning perspective.
Academy of Management journal, 41(1), 7-26.
- Bauer, F., & Matzler, K. (2014). Antecedents of M&A success: The role of strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of integration.
Strategic management journal, 35(2), 269-291.
- Brouthers, K. D., & Brouthers, L. E. (2000). Acquisition or greenfield start-up? Institutional, cultural and transaction cost influences.
Strategic Management Journal, 21(1), 89-97.
- Chatterjee, S., Lubatkin, M. H., Schweiger, D. M., & Weber, Y. (1992). Cultural differences and shareholder value in related mergers: Linking equity and human capital.
Strategic management journal, 13(5), 319-334.
- Collins, J. D., Holcomb, T. R., Certo, S. T., Hitt, M. A., & Lester, R. H. (2009). Learning by doing: Cross-border mergers and acquisitions.
Journal of business research, 62(12), 1329-1334.
- Conca, V., & Colombo, G. (2001). International acquisitions: The key to success in the experience of Italian companies.
SDA BOCCONI, Research Division Working Paper, (01-43).
- Conca, V. (2010). *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*. Milano: Egea.
- Finkelstein, S., & Halebian, J. (2002). Understanding acquisition performance: The role of transfer effects.
Organization Science, 13(1), 36-47.
- Gimi S.P.A., Materiale interno
- Graebner, M. E., & Eisenhardt, K. M. (2004). The seller's side of the story: Acquisition as courtship and governance as syndicate in entrepreneurial firms.
Administrative Science Quarterly, 49(3), 366-403.

- Grant, R. M., & Jordan, J. (2013). *Fondamenti di strategia*. Bologna: Il mulino.
- Haspeslagh, P. C., & Jemison, D. B. (1992). *La gestione delle acquisizioni: successi e insuccessi nel rinnovamento delle imprese*. EtasLibri.
- Hitt, M. A. (2000). The new frontier: Transformation of management for the new millennium. *Organizational Dynamics*, 28(3), 7-17.
- Hitt, M., Harrison, J., Ireland, R. D., & Best, A. (1998). Attributes of successful and unsuccessful acquisitions of US firms. *British Journal of Management*, 9(2), 91-114.
- Hitt, M. A., Keats, B. W., & DeMarie, S. M. (1998). Navigating in the new competitive landscape: Building strategic flexibility and competitive advantage in the 21st century. *Academy of Management Perspectives*, 12(4), 22-42.
- Inkpen, A. C., Sundaram, A. K., & Rockwood, K. (2000). Cross-border acquisitions of US technology assets. *California Management Review*, 42(3), 50-71.
- Jemison, D. B., & Sitkin, S. B. (1986). Corporate acquisitions: A process perspective. *Academy of management review*, 11(1), 145-163.
- Kang, J. K. (1993). The international market for corporate control: Mergers and acquisitions of US firms by Japanese firms. *Journal of financial economics*, 34(3), 345-371.
- Kogut, B., & Singh, H. (1988). The effect of national culture on the choice of entry mode. *Journal of international business studies*, 19(3), 411-432.
- Lim, M. H., & Lee, J. H. (2017). National economic disparity and cross-border acquisition resolution. *International Business Review*, 26(2), 354-364.
- Markides, C. C., & Ittner, C. D. (1994). Shareholder benefits from corporate international diversification: Evidence from US international acquisitions. *Journal of international business studies*, 25(2), 343-366.

- Morck, R., & Yeung, B. (1992). Internalization: an event study test.
Journal of international economics, 33(1-2), 41-56.
- Morck, R., & Yeung, B. (1991). Why investors value multinationality.
Journal of Business, 165-187.
- Newbury, W., & Zeira, Y. (1997). Generic differences between equity international joint ventures (EIJVs), international acquisitions (IAs) and international greenfield investments (IGIs): Implications for parent companies.
Journal of World Business, 32(2), 87-102.
- Porter, M. E. (1985). *Competitive advantage: creating and sustaining superior performance* (No. 658.835 P847c). The Free Press.
- Shiller, R. J. (2009). *Euforia irrazionale: alti e bassi di borsa*. Bologna: Il mulino.
- Sòstero, U., Cerbioni, F., & Saccon, C. (2016). *Bilancio consolidato: disciplina nazionale e IFRS*. Milano: McGraw-Hill Education. P. 4.
- Very, P., Lubatkin, M., & Calori, R. (1996). A cross-national assessment of acculturative stress in recent European mergers.
International Studies of Management & Organization, 26(1), 59-86.
- Vivas, J. U. (2014). *Analisi finanziaria*. Milano: Ipsosa
- Weber, Y., Shenkar, O., & Raveh, A. (1996). National and corporate cultural fit in mergers/acquisitions: An exploratory study.
Management science, 42(8), 1215-1227.
- Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm.
Strategic management journal, 5(2), 171-180.

Sitografia

AIDA [On Line] (2018). (s.l): Bureau van Dijk

Borsa Italiana, S.d.. *Insider Trading* [online].

Disponibile su < <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/insider-trading.html>>

[Data di accesso: 4/4/2019].

Borsa Italiana, 2011. *Joint Venture* [online].

Disponibile su < <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/joint-venture160.htm>>

[Data di accesso: 4/4/2019].

Borsa Italiana, S.d.. *Offerta Pubblica Iniziale (IPO)*. [online].

Disponibile su <<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html>> [Data di accesso: 4/4/2019].

Borsa Italiana, S.d.. *Offerta Pubblica di Vendita (OPV)* [online].

Disponibile su <<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-vendita.html>> [Data di accesso: 4/4/2019].

Borsa Italiana, S.d.. *Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione (OPVS)*. [online].

Disponibile su <<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-vendita-e-sottoscrizione.html>> [Data di accesso: 4/4/2019].

Freudenberg [Sito Web]. Disponibile su < <https://www.freudenberg.com>>

[Data di accesso: 4/4/2019].

Freudenberg, 2018. *2017 Annual Report Freudenberg Group*. Disponibile su

<https://www.freudenberg.com/fileadmin/downloads/english/2018.04.17_Freudenberg-Annual-Report2017.pdf> [Data di accesso: 4/4/2019].

Gimi SPA [Sito Web]. Disponibile su < <http://www.gimi.eu/it>>

[Data di accesso: 4/4/2019].

KPMG, 2018. *M&A Predictor – 2018 Annual Report*. Disponibile su

<<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/be/pdf/2018/06/m-and-a-predictor-2018-annual-report.pdf>> [Data di accesso: 4/4/2019].