

## **FINANZA STRATEGICA (M&A)**

Le operazioni di M&A sono quelle operazioni che producono una modifica della composizione degli azionisti della società.

Un'operazione di M&A è costituita da fasi principali e comuni: l'analisi, la valutazione della target, la negoziazione e l'integrazione successiva.

### 1. Lavoro su predisposizione due documenti:

- Blind profile, è un documento di 1-2 slide ppt in cui presenti la società che devi vendere, mantenendo un profilo riservato o anonimo. Riassume le caratteristiche dell'azienda, dove si trova, con numeri di bilancio camuffati e motivazioni vendita.
- Information memorandum, è una presentazione esaustiva di max 20-25 slide dell'azienda che devi vendere, è un documento commerciale, ti devi vendere sul mercato e devi attirare l'attenzione di un investitore attraverso delle motivazioni.
  - Company profile
  - Scenario competitivo
  - Analisi di mercato
  - Posizionamento
  - Intenzioni strategiche azienda
  - Action plan azienda
  - Business plan azienda
  - Struttura dell'operazione ipotizzata

### 2. Selezione investitori target:

- Finanziari (private equity, private debt)
- Competitors
- Family office di famiglie imprenditoriali
- Search funds

### 3. Invio per mail il blind profile agli investitori selezionati

### 4. Firmi un nda con un investitore potenzialmente interessato

### 5. Invio information memorandum a investitori target (finanziari o industriali)

### 6. Prima negoziazione (l'imprenditore vuole iniziare a stringere e capire chi davvero è interessato)

### 7. Si richiede una manifestazione di interessi non vincolante con esclusiva in cui il fondo di private equity in una breve lettera definisce i contorni dell'operazione, il prezzo di acquisto

### 8. Si firma manifestazione di interessi (dopo ulteriore negoziazione) con la controparte, nel momento in cui si firma si ha l'obbligo di parlare solo con loro.

### 9. Se la controparte è un fondo di private equity, dopo che ha fermato fa effettuare una business due diligence per verificare se ci siano i presupposti per procedere con l'operazione. L'investitore industriale invece non fa la business due diligence

### 10. Sigla di una lettera di intenti vincolante subject to due diligence (quello che la due diligence deve far emergere è se ci sono casistiche in cui ci possono essere impatti sull'ebitda che vado a comprare)

Se si sa già che hai molti investitori interessanti, eviti il processo sopra, e fai una vendita due diligence, la metti su una data room in cui in modo aperto ti dico tutto di me e inviti a partecipare all'asta gli investitori interessati (fatto da grandi banche d'affari).

### 11. Due diligence globale

### 12. Signing dell'accordo quadro di vendita (se non emerge nulla di preoccupante dalla due diligence globale) che può differire o coincidere con il

### 13. Closing dal notaio.

Possono differire perché ho bisogno di 2-3 mesi per ricevere la green light dall'antitrust authority oppure perché dopo al signing devo trovare una provvista e una banca che mi da del credito per procedere a tale acquisizione, può differire perché c'è un prezzo da pagare che è  $EBITDA * \text{multiplo} - PFN$  ed è necessario calcolare la PFN nel momento in cui si vende l'azienda

“DEAL BREAKER” ostacoli interni alla lettera d'intenti che rappresentano condizioni necessarie per una parte ma che non andavano bene al cliente e viceversa.

L'advisor di M&A deve concentrarsi su EBITDA e Posizione Finanziaria Netta, l'advisor deve negoziare su questi valori, se  $EBITDA = EBIT + D\&A$  e la  $PFN = \text{tot debiti finanziaria} - \text{cassa}$ , in m&a non è così perché è necessario recuperare l'EBITDA ricorrente dell'azienda che vuole vendere, quindi è necessario aggiungere i costi non ricorrenti o straordinari e togliere i ricavi non ricorrenti perché tutta l'operazione si costruirà sull'EBITDA stabile. Mentre la PFN viene aggiustata con l'aggiunta dei fornitori scaduti e l'aggiunta dei debiti tributari rateizzati detraendo il magazzino straordinario.

Al punto 12 ci sono le garanzie: chi compra vuole che il venditore lasci delle garanzie e spesso il cliente viene rovinato dalle garanzie che gli vengono richieste e la ciccia che si porta a casa è poca.

Solitamente si lasciano in garanzia il 10/15% del valore della transazione che dovrebbero tutelare il compratore da rischi gestionali per il 50% e fiscali per il restante 50%.

Le garanzie che vengono richieste sono:

- Gestionali: tu hai venduto, hai fatto il closing, ma dopo 6 mesi un'azienda cliente dice che i prodotti venduti sono difettosi, ma erano stati venduti dalla vecchia proprietà. E il nuovo compratore andrà a rivalersi sulla garanzia
- Fiscali: l'agenzia delle entrate ha 6 anni di tempo per verificare tutti i conti, dopo tutto cade in prescrizione. Nel caso potrebbe esserci una multa e la si paga con quanto dato in garanzia.

L'avvocato della controparte può però richiedere un'estensione delle garanzie, che può essere infinita. Ad esempio, una fideiussione personale sul 100% dell'importo della transazione, altri soldi a garanzia a causa della presenza di rischi presenti nella due diligence.

Un'operazione di M&A vede solitamente coinvolti, oltre alle figure rappresentate dalle due realtà aziendali numerosi attori che aiutano nella preparazione del deal. Si possono definire quattro categorie di attori fondamentali:

1. Consulenti legali, necessari per i numerosi accordi e contratti.  
È bene che siano soggetti esterni in quanto fornirebbero valutazioni più oggettive dei consulenti interni e consigli più appropriati.
2. Banche d'investimento, forniscono le migliori soluzioni in termini di finanziamento dell'operazione e delle modalità di pagamento più idonee e conformi alla struttura finanziaria delle due realtà.
3. Consulenti fiscali,
  - o se lavorano per il venditore si occupano della predisposizione di tutti i documenti finanziari e contabili della target

- se lavorano per l'acquirente si occupano del processo di due diligence allo scopo di indagare la performance della target e forniscono un rapporto sulla situazione fiscale e contabile.
4. Consulenti finanziari, forniscono un parere complessivo in termini strategici circa la validità dell'operazione, risultati raggiungibili e modalità e tempi di integrazione.

Un'operazione di M&A è spinta da delle motivazioni:

- ottenere sinergie, tramite fusione di un'altra realtà aziendale che derivano da economie di scala, economie di scopo e da un'ottimizzazione dell'efficienza produttiva. Queste sinergie possono essere anche di tipo finanziario, cioè l'azienda con eccesso di cash flow decide di fondersi con un'azienda con scarse disponibilità di investimento.
- incrementare le dimensioni della società al fine di aumentare il potere contrattuale, di assicurarsi significative garanzie di approvvigionamento e di distribuzione grazie all'integrazione verticale.
- perseguire progetti di diversificazione/acquisizione/fusione piuttosto che disegni di crescita interna che richiederebbero troppo tempo e non permetterebbero di rispondere prontamente a mutate esigenze di mercato.

Possono esserci anche motivazioni che esulano dalla sfera economica come la volontà del management di accrescere il proprio potere ed il proprio ambito decisionale aumentando le dimensioni dell'impresa: se da un lato l'azionista è interessato al ritorno sul capitale azionario, dall'altro il management ha ambizioni di crescita dimensionale della società che gestisce. Questa differente visione aziendale può condurre a decisioni errate.

Altre motivazioni possono essere legate al raggiungimento di una fase di declino nel ciclo di vita aziendale; quando una società raggiunge quel punto in cui continuare l'attività di impresa non restituisce risultati profittevoli non rimane che dismettere l'attività.

La maggior parte delle acquisizioni genera risultati inferiori alle attese se non in alcuni casi fallimentari. Infatti, una corretta esecuzione tecnica rappresenta solo una condizione necessaria, non sufficiente al fine di garantire il successo dell'operazione. Una buona acquisizione è piuttosto il risultato di una sintesi perfetta tra elementi tecnici e valutazione ed elementi soft, legati alla comunicazione e alle capacità manageriali del singolo.

Gli elementi critici di un'operazione di M&A, sono:

1. Esperienza e Successo o il cosiddetto *learning by doing*

Questa tecnica si basa sull'esperienza e ritiene che la performance dell'operazione ne sia influenzata da questa; in realtà studi scientifici evidenziano che esiste un effetto apprendimento a partire dall'ottava/nona operazione di M&A e migliora solo con i successivi deal.

Se si analizza la letteratura di riferimento "M&A Value Creation" si è davanti a un contrasto; alcuni dicono che un'operazione di M&A possa creare valore, altri sostengono che invece lo distrugga. In particolare, si evidenziano tre tipologie di acquisizioni:

- acquisizione orizzontale: aziende che acquisiscono altre imprese del loro settore che offrono prodotti simili o uguali (=competitors) con lo scopo di generare sinergie di costo e ricavi
- acquisizione verticale: azienda che acquisisce un'altra impresa che opera nello stesso settore ma in uno step differente del ciclo di produzione con lo scopo di generare sinergie di costo

- acquisizione collegata: un'impresa decide di uscire dal proprio settore e acquista business limitrofi

E' maggiormente probabile che le acquisizioni verticali creino valore, quelle collegate lo distruggano e quelle orizzontali possono produrre entrambi gli scenari in base al contesto.

## 2. Corretta Valutazione del prezzo della target

È uno dei fattori più critici in quanto ci si aspetta che la target apporti valore se inglobata. Qualora però la possibilità di creare valore sia sovrastimata dalla società acquirente, questa vedrà realizzarsi un doppio effetto negativo, sia in termini di problemi di integrazione sia in termini di ammontare investito nell'operazione. Ecco perché successivamente ad un'acquisizione il valore delle azioni della società acquirente precipita immediatamente.

Il concetto chiave che permette di spiegare perché possano accadere certi errori di valutazione è la teoria di agenzia e delle implicazioni. Secondo la teoria dell'agenzia, all'interno di una società, gli interessi degli azionisti non sono allineati con quelli degli agenti che la amministrano. Tale disallineamento non è eliminabile, è un elemento intrinseco, e di conseguenza è necessario sostenere una serie di costi per limitare i rischi ai danni degli azionisti. In quest'ottica, se gli azionisti hanno come obiettivo la massimizzazione del valore, il management ha obiettivi di crescita aziendale allo scopo di massimizzare il ROI e non il ROE. Per crescere in tempi rapidi le acquisizioni costituiscono la via prediletta conducendo, però, ad operazioni affrettate e scorrette. Esempio: caso Parmalat 2003 – azienda sul lastrico (in fallimento).

Bondi, entra in Parmalat con l'obiettivo di ristrutturare e risanare decidendo di vendere tutto ciò che era estraneo al core business. Procede quest'operazione attraverso un'asta a buste chiuse a cui parteciparono Bistefani, Colussi e Vicenzi. La prima offrì 3mln, la seconda 8 mln e la terza 18 mln. Quest'ultima aveva completamente sbagliato la valutazione dell'azienda target.

## 3. Corretta Quantificazione ex ante delle sinergie

L'esistenza di sinergie incrementa il valore strategico dell'azienda e la problematica che ne deriva è la corretta valutazione di queste.

Queste sinergie non sono visibili all'acquirente, ma egli deve essere in grado di valutarle ex ante e fondare tali stime su dati di fatto e su benchmark di riferimento e non supposizioni. Le sinergie più sicure da individuare sono quelle di costo, mentre quelle di più difficile determinazione sono le sinergie che generano una crescita di fatturato e quelle commerciali.

Ovviamente, più le sinergie hanno valore all'interno di una combinazione tra specifiche società grazie alla complementarità, più sono valutate positivamente: si parla di private synergy con riferimento a quel tipo di sinergie che non possono essere sviluppate combinando gli asset e le core competence dell'acquirente con qualsiasi altra società. La quantificazione ex ante deve anche tenere in considerazione i costi che saranno maggiori in caso di acquisizione diversificata.

!!! la valutazione di queste sarà diversa a seconda del tipo di investitore (industriale o istituzionale), in quanto il primo sceglierà di pagare un premium price per tali sinergie.

Esempio: caso Parmalat

Le sinergie previste erano state pompate e Vicenzi, il nuovo acquirente, contava sul fatto che i prodotti da forno prima della crisi producevano 60 mln di fatturato, che però con la crisi si erano ridotti a 20 mln. C'era però la convinzione di poter riportare tale fatturato a 60 mln, per questo Vicenzi ha acquistato il non core business di Parmalat per 18 mln.

Egli credeva di poter raggiungere facilmente la somma di 100 mln di fatturato, (60mln + loro parte, loro valore di 40 milioni), in realtà ci sono arrivati dopo 10 anni.

#### 4. Struttura dell'accordo e i meccanismi di pagamento

La società target e l'acquirente, in fase di accordo, devono definire anche le modalità di pagamento:

- Pagamento cash: la target è costretta a pagare subito le tasse sul capital gain, mentre la acquirente può aumentare la base fiscale sugli asset per riflettere il premium price incrementando così il valore del deprezzamento e riducendo il valore delle tasse.

Questo tipo di pagamento non impatta sulla struttura dell'azionariato dell'acquirente.

Ci sono anche influenze sulla struttura finanziaria post acquisizione, in quanto operazioni leveraged immettono elevati quantitativi di debito nella società e spingono il management a realizzare quanto prima la fase di integrazione per consentire il dispiegarsi delle sinergie.

- Pagamento in azioni: le tasse che la target deve pagare vengono differite sino a che le azioni della Newco non saranno vendute e l'acquirente non ne aumenti la sua base fiscale.

Questo tipo di pagamento può determinare importanti pagamenti nella compagine azionaria a seconda anche delle dimensioni della target rispetto all'acquiror. Inoltre, pagare con quote azionarie significa avere una struttura finanziaria dell'impresa post acquisizione meno indebitata.

Solitamente ha senso pagare con azioni se la società è quotata.

#### 5. Comunicazione di successo

Buone capacità negoziali rappresentano un asset fondamentale durante un processo di acquisizione. Molti hanno studiato quella che è la sottile arte della negoziazione cercando di svelare quello che sta alla base di una comunicazione efficace e di successo.

Elemento chiave della teoria della negoziazione è il BATNA (Best Alternative To a Negotiated Agreement), è il solo standard che può proteggere sia dall'accettare termini troppo sfavorevoli sia dal rigettare condizioni che sarebbero nel comune interesse accettare. Anche l'EATNA (Estimated Alternatives To a Negotiated Agreement) è importante in quanto permette di identificare le varie alternative che la controparte potrebbe avere.

Regola fondamentale, una volta entrati nel pieno della negoziazione, è l'ordine con cui affrontare i vari argomenti: si deve iniziare con quelli per i quali vi è un interesse reciproco o neutrale così da affrontare successivamente quelli per cui c'è interesse contrastante. Infatti, iniziare la negoziazione con questioni più semplici fa sì che si instauri una buona relazione: le persone negoziano meglio con qualcuno di cui si fidano.

#### 6. Ruolo della società di consulenza indipendente e super partes

Soprattutto le piccole aziende familiari confidano sul fatto che possano gestire l'intera operazione da soli, sottostimando le implicazioni di un'operazione di M&A ed i problemi inaspettati interni al processo. In realtà, un'operazione di M&A è un processo molto delicato che non può essere improvvisato e deve essere assistito da persone specializzate. Tra tutti i consulenti di M&A, di particolare importanza sono i consulenti finanziari che possono distinguersi in tre grandi gruppi:

- banche d'investimento e grosse società di revisione (Goldman Sachs, JPMorgan, Morgan Stanley, Mary Lynch, Jefferies-digital company, UBS, MedioBanca(top

solo in Italia), Intesa, Rochyld e Lazard). Queste banche lavorano su deal value maggiori di 300 milioni di euro, sotto non guardano neanche (non conviene). Prendono una retainer fee= 0: lavorano solo sul successo dell'operazione che va da un 3% al 6% sul deal value.

- Banche commerciali italiane (unicredit, bpm), Big 4, Equita Key Finance, Vitale Associati. Il deal value è maggiore ai 20 milioni di €  
Si fanno pagare una retainer fee di 50k e una success fee è intorno al 3-4% del deal.
- Boutique finanziarie e commercialisti d'affari. (Madison Corporate Finance, KON, DGPA, ETHICA corporate finance). Deal value dai 2 milioni ai 100 milioni  
La retainer fee è tra i 30,50 k e la success fee è di 3-4%
- (società più piccole che solitamente gestiscono exit transactions)

Gli advisors offrono una visione indipendente e distaccata sulla società oggetto del deal, possono insegnare il giusto approccio negoziale e far leva sul proprio network internazionale di contatti professionali e privati, senza contare le informazioni riservate relative al mercato che possono ottenere. Il costo delle informazioni è dunque ridotto. Essendo il loro impegno e la loro capacità direttamente correlati al successo dell'operazione, la loro remunerazione dovrebbe risultare proporzionale ai risultati ottenuti. In questo modo si riduce il fenomeno del moral hazard e si facilita l'allineamento degli interessi del cliente e dell'advisor.

Gli unici imprenditori che si fanno advisor da soli sono Montipò e Marchionne.

#### 7. Leadership e il piano di integrazione

Nessuna acquisizione risulterà di successo se un piano appropriato per il "dopo" non è stato preparato, studiato e implementato correttamente; per questo motivo un buon leader dovrebbe mantenere sempre chiaro il tipo di situazione che ha di fronte.

Esistono tre punti chiave da considerare:

- L'intento strategico del deal
- Le competenze e la cultura della target
- Le peculiarità del buyer

Un'integrazione gestita superficialmente porta irrimediabilmente ad alto turnover di manager qualificati, a scioperi e problemi a livello di relazioni esterne; tutti elementi che possono aumentare i costi post-acquisizione e minare la crescita.

#### 8. Gestione del passaggio generazionale

Uno dei presupposti essenziali per la continuità d'impresa è la presenza di un soggetto economico in grado di conciliare le diverse attese dei membri che ne fanno parte e di far percepire tale cambiamento come un fattore positivo e come input per un miglioramento ed una crescita aziendale.

Nonostante questo cambiamento possa portare al venire meno di equilibrio, permette di istituire delle nuove basi sulle quali impostare la gestione nel successivo periodo di evoluzione e magari di liberare opportunità e risorse inesprese sino a quel momento. Ogni passaggio generazionale è peculiare, ma ci sono dei fattori generali che possono aiutare in alcuni casi o ostacolare in altri: grado di apertura e flessibilità della cultura aziendale, motivazioni della famiglia proprietaria, capacità manageriali o direzionali dei membri della famiglia scelti come gestori nella fase successiva.

I rischi tipici del passaggio generazionale sono:

- Rischio legato alla continuità della leadership; il leader rappresenta spesso la fonte di successo dell'impresa e al subentrare del successore il

meccanismo creatosi potrebbe generare disquilibri poiché il management è abituato a una guida costante che verrebbe a mancare

- Rischio legato al coinvolgimento della famiglia dovuto alla mancanza di meccanismi istituzionalizzati che garantiscono un bilanciamento tra interessi divergenti di azienda e famiglia. È pericolosa la conflittualità che si può creare tra i membri della famiglia, soprattutto nel caso di famiglie allargate.
- Rischio legato alle risorse finanziarie e patrimoniali

Le modalità più comuni per affrontare il passaggio generazione prevedono la creazione di una holding di famiglia, la donazione di quote e azioni, la cessione della nuda proprietà oppure soluzioni esterne facenti capo alle operazioni di finanza straordinaria.

#### 9. Espansione estera

Creare valore in operazioni cross border è enormemente più difficile rispetto a quelle nel proprio paese in quanto c'è un'altra cultura aziendale, del manager, del paese stesso e in questo caso è necessario prestare attenzione al rischio relativo a quel paese, al rischio operativo (di settore e azienda) e al rischio di mispricing (metodo di valutazione che tu hai in tuo paese è lo stesso nell'altro paese).

A esempio gli americani e i tedeschi che sono molto imperialisti, appena acquisiscono cambiano manager, mentre i francesi sono più attenti e rispettosi alla cultura dell'azienda acquisita.