

A13

Strategie innovative per la vendita e l'acquisto di imprese

II edizione

a cura di
Angelo Riva





Aracne editrice

www.aracneeditrice.it

info@aracneeditrice.it

Copyright © MMXV

Gioacchino Onorati editore S.r.l. – unipersonale

www.gioacchinoonoratieditore.it

info@gioacchinoonoratieditore.it

via Vittorio Veneto, 20

00020 Canterano (RM)

(06) 45551463

ISBN 978-88-255-1420-9

*I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica,
di riproduzione e di adattamento anche parziale,
con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.*

*Non sono assolutamente consentite le fotocopie
senza il permesso scritto dell'Editore.*

II edizione: dicembre 2015

INDICE

	Pag.
Introduzione	13

Parte I

Fase di scelta e negoziazione

Capitolo 1

Strategie per trovare l'impresa da comprare

1. Le fonti di informazione sull'impresa da acquisire	28
2. Criteri di acquisizione e profilo ideale dell'impresa target	32
3. Perché comprare o vendere	35
4. Le tecniche di selezione dell'impresa target	38
5. Le forme di pagamento e tecniche di acquisto	45

Capitolo 2

Negoziazione

1. La negoziazione	60
2. Elementi di teoria dei giochi per la negoziazione	62
3. La negoziazione win-win	66
4. Il potere negoziale e le reali alternative alla conclusione dell'accordo	68

Capitolo 3

Negoziati e accordi preliminari

1. Le fasi del processo di acquisto	80
2. La documentazione e fasi della trattativa	83
3. Le fasi tipiche del processo di vendita	85
4. Le fasi tipiche del processo di acquisto	87
5. Le caratteristiche dell'offerta pubblica di acquisto	89

Parte II

Fase di analisi

Capitolo 4

L'analisi dell'impresa obiettivo e finalità strategiche

1. Il processo di due diligence	110
2. Obiettivi dell'operazione	117
3. Rischi di acquisizione	126

Capitolo 5

Valutazioni delle sinergie

1. La valutazione delle sinergie e degli intangibles	146
2. La valutazione delle opzioni	151

3 I metodi di valutazione degli intangibles: approccio del costo, economico, di mercato	153
4. Il piano di integrazione	158

Capitolo 6 Antitrust

1. La disciplina antitrust relativa alle acquisizioni	170
2. Le tipologie di violazione antitrust in caso di acquisizione	173

Parte III Fase di valutazione

Capitolo 7 La valutazione delle acquisizioni

1. I diversi modi di valutazione	202
2. I metodi finanziari	204
3. i metodi reddituali	205
4. I metodi patrimoniali	206
5. I metodi misti reddituali e patrimoniali	207
6. I metodi basati sulla creazione di valore	208
7. Metodi dei multipli di mercato e dei prezzi di borsa	214
8. Il modello della stratificazione del valore	215

Capitolo 8

La determinazione del valore dell'impresa

1. Le fasi per la determinazione del valore dell'impresa da acquisire	230
2. Analisi dello scopo e ambito della valutazione	231
3. Analisi della società	233
4. Analisi delle metodologie di valutazione da applicarsi all'impresa da sola e quelle derivanti dalle sinergie	235
5. Analisi dei costi di transazione e di riorganizzazione	237
6. Determinazione finale del valore economico	239

Appendice

Dimensioni da considerare per selezione e piano di integrazione	251
Bibliografia	265

INTRODUZIONE

“Le acquisizioni sono operazioni estremamente rischiose. Ma sono pochissime le aziende leader a livello internazionale che avrebbero raggiunto quella posizione senza un’ acquisizione. Pur essendo una panacea per la soluzione di problemi operativi, economici e finanziari, le acquisizioni possono assicurare vantaggi commerciali e strategici senza pari”

Rankie D. Howson (2006)

1. L’acquisto e la vendita di aziende.

Negli ultimi anni il fenomeno dell’acquisto e vendita di aziende ha assunto un ruolo di interesse sempre maggiore¹.

Tra le principali cause che determinano l’acquisto di azienda:

¹ Si veda Cortesi A. (2008), *La gestione del processo di integrazione nella fusione e aquisizione*, Pearson Business; Perrotta R. Garegnani G.M. (2001), *Le operazioni di gestione straordinaria d’impresa*, Giuffré; Sicca (2001), *La gestione strategica dell’impresa*, Cedam; Tamburi, (1990), *Comprare un azienda: come e perché*, Sperling & Kupfer Editori; Cremona G., Monarca P. Tarantino N. (2004), *Il manuale delle operazioni straordinarie*, Ipsoa; Bruni G. (1997), *Fusioni e scissioni*, Giuffré; Campobasso G. F. (2006), *Manuale di diritto commerciale*, Utet ;Coda V. (1998), *Orientamento strategico d’impresa*, Utet; Confalonieri M. (2004), *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione, delle società. Aspetti civilistici, contabili e fiscali delle operazioni straordinarie*, Il Sole 24 Ore,

- 1) acquisto/aumento della quota di mercato,
- 2) entrata in una nuova area geografica,
- 3) acquisizione di nuova tecnologia o know how,
- 4) entrata in un nuovo settore/comparto merceologico,
- 5) acquisto di un valido gruppo di manager,
- 6) eliminazione di un concorrente,
- 7) utilizzo di risorse finanziarie in eccesso.

La prassi delle transazioni prevede la preparazione da parte del venditore di un *information memorandum* che viene inviato a tanti potenziali acquirenti, per poi selezionare una rosa ristretta di probabili compratori.

Tale documento descrive non solo i risultati storici ma anche quelli previsti o sperati.

Un'azienda vale sempre per quello che farà in futuro², mai per quello che ha fatto in passato; la generazione di cassa³ è il principale punto di riferimento da prendere in considerazione; sovente meglio del business plan.⁴

Inoltre⁵ in caso di acquisto di una azienda : “Il valore di acquisizione è in definitiva stimato attualizzando i flussi prospettici dei risultati che potranno determinarsi, in seno all'azienda acquisita come all'azienda acquirente per effetto di una serie di possibili fattori migliorativi:

-incremento margini,

-il miglioramento dell'efficienza del capitale investito,

² I soggetti che svolgono private equity ipotizzano la vendita dell'azienda alla fine del 4° o 5° anno sulla base dei risultati dell'ultimo anno.e stimano un rendimento di un fondo dal 20 al 30% in base al livello di rendimento.

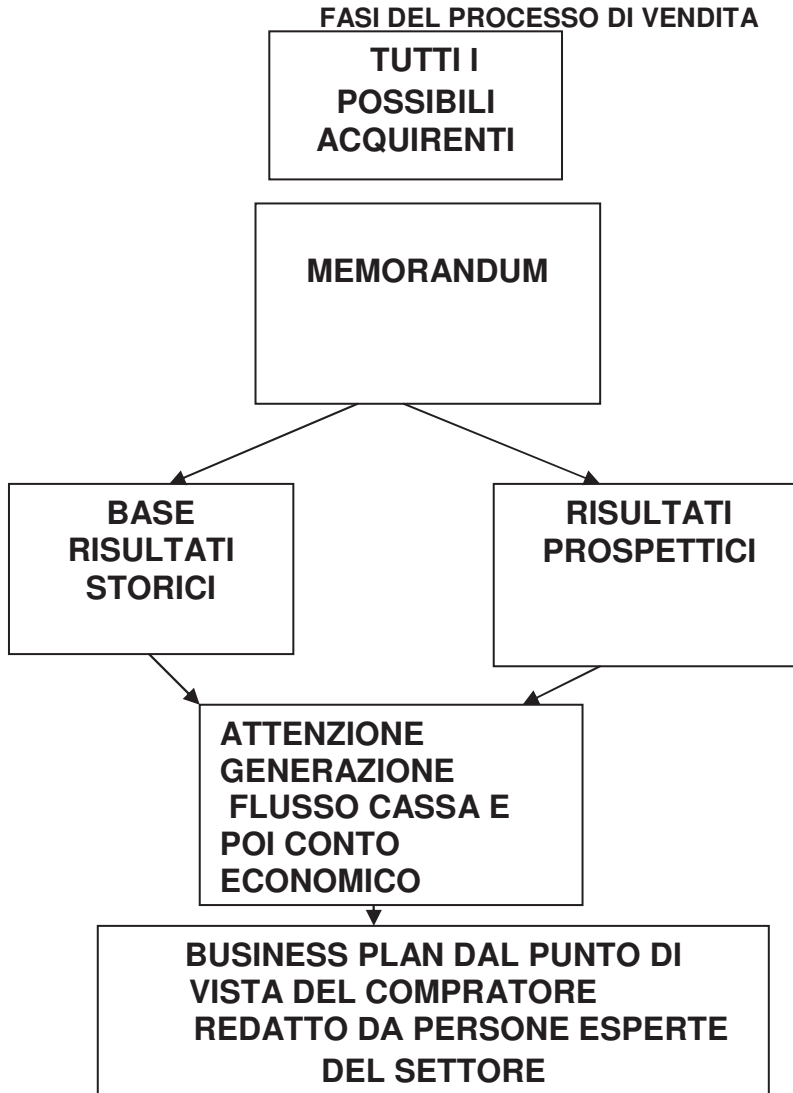
³ Importante è la valutazione anche del rapporto Prezzo-Utili (P/E = price/earning) che può essere un elemento importante da considerare per valutare l'azienda.

⁴ Si veda Cuneo G.(1999) "Creare valore con continuità: questo è l'obiettivo da perseguire", *La Valutazione delle aziende*, (13), pp. 59-60

⁵ Si veda Guatri L. Uckmar V. (2009), *Linee guida per le valutazioni economiche. Un contributo alla società italiana e alla giustizia in sede civile, penale, fiscale*, Egea

-rafforzamento crescita organica”.

Importante è anche la definizione dello scopo strategico dell’operazione.



Tra gli interrogativi principali analizzati in questo libro:

-Perché, come, a che prezzo comprare e vendere un'azienda?

-Quali sono le principali valutazioni⁶ alla base del processo di acquisto e vendita di una azienda?

- Quali sono i passi da compiere per avviare e concludere con successo una operazione di acquisizione o cessione?

-Quali sono gli errori da non fare dopo la chiusura dell'operazione in fase di integrazione?

In questo senso è fondamentale la definizione e la comprensione della strategia (la risposta programmatica all'obiettivo tenuto conto dei mezzi a disposizione e degli stimoli provenienti dal mercato e dall'ambiente in generale⁷).

Le fasi del processo acquisitivo si basa su una serie di fasi:

-decisione,

-ricerca e selezione,

-valutazione,

-scelta e negoziazione.

Inoltre un esperto può analizzare il settore per capire se i parametri utilizzati siano ragionevoli nella valutazione dell'impresa da comprare e vendere.

Tra le principali aree di analisi:

a) le reazioni dei concorrenti,

b) livello di indebitamento,

c) i fabbisogni di cassa per gli investimenti necessari a mantenere il business,

d) la fiscalità nel futuro⁸.

⁶ Importante è definire il valore dell'azienda considerato in una prospettiva "oggettiva", ovvero a prescindere dagli interessi specifici del compratore da quelli ottenuti per effetto delle sinergie.

⁷ Si veda Ansoff. I (1968), *Strategia aziendale*, Milano

⁸ Analisi dei meccanismi di risparmio fiscale rispetto al piano base (spostamento di attività in Paesi a bassa fiscalità, interessi passivi deducibili derivanti dalla leva finanziaria, ecc.).

Fondamentale è la valutazione del rischio che è un elemento intangibile ma forse il più importante di un modello di previsione delle performance dell'azienda.

Importante è anche il confronto con l'offerta economica dei concorrenti per capire se il prezzo offerto dai concorrenti potrebbe risultare molto inferiore al nostro.

Inoltre determinate è individuare percorsi affidabili di creazione di valore per l'impresa comprata o venduta.

L'utilizzo di un esperto indipendente può essere importante perché permette una valutazione autonoma, la possibilità di non esporsi in prima persona, la possibilità di aiutare a risolvere la definizione dei punti controversi.

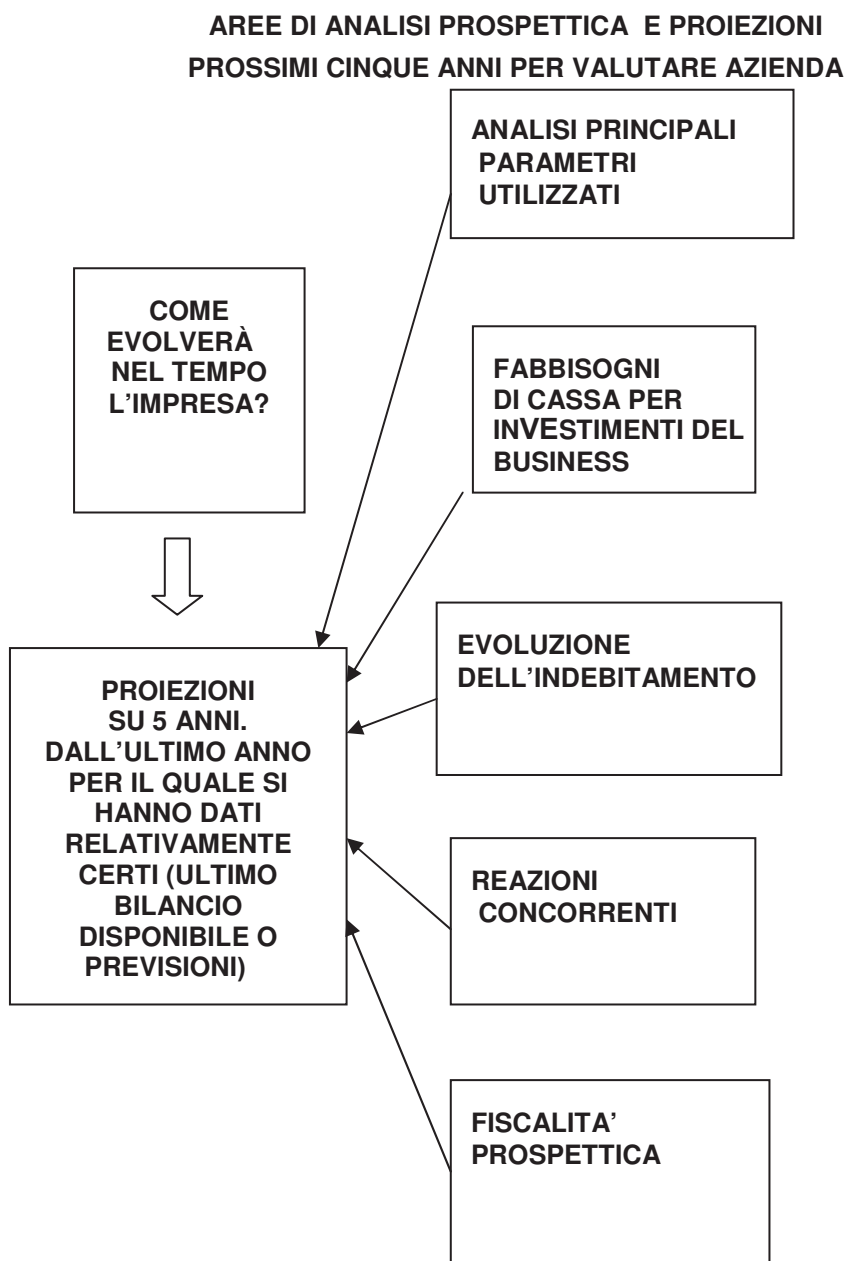
“A volte si sente parlare di operazioni lampo da parte di imprenditori o finanziari ma, altrettanto spesso, si tratta di cose non vere... l'acquisizione di un'azienda è sempre molto complessa e rischiosa, e sono veramente rari i casi di successo di operazioni che non siano state preparate con la dovuta attenzione e, soprattutto, con le necessarie analisi e con una adeguata contrattualistica⁹”

Le fasi del processo acquisitivo si basa su una serie di fasi: decisione, ricerca e selezione, valutazione, scelta e negoziazione.

Importante è rilevare che: “su 100 acquisizioni consumate in un periodo di 10 anni, solo 41 hanno uguagliato o ecceduto alle aspettative, mentre 34 sono state abbastanza negative e 25 estremamente negative.”

L'interesse e l'originalità di questo lavoro consiste nel cercare di analizzare in modo integrato il processo di acquisto o vendita di un'azienda.

⁹ Si veda Tamburi, (1990), *Comprare un'azienda: come e perché*, Sperling & Kupfer Editori



Diversi sono le aree di analisi sui processi relativi all'acquisto e vendita di una azienda.

2. Struttura del libro

Il libro è organizzato in tre parti:

Nella prima parte (dal capitolo primo al terzo) si analizzano *le problematiche relative alla selezione delle imprese*¹⁰.

Nel *primo capitolo* si descrive il processo di ricerca e selezione delle imprese da comprare.

Nel *secondo capitolo* si analizza il ruolo chiave della negoziazione tra le parti.

Nel *terzo capitolo* si mostra come strutturare le fasi dell'operazione.

Nel seconda parte (dal capitolo quarto al sesto) si analizzano criticamente le caratteristiche dell'analisi del *valore di un'azienda nel contesto di una strategia*.

Nel *quarto capitolo* si descrive come analizzare l'azienda obiettivo e effettuare l'analisi degli scopi dell'operazione.

Nel *quinto capitolo* si descrive il processo di integrazione post-acquisto e il ruolo delle sinergie.

Nel *sesto capitolo* si comprende il ruolo della normativa antitrust relativa al processo di acquisizione.

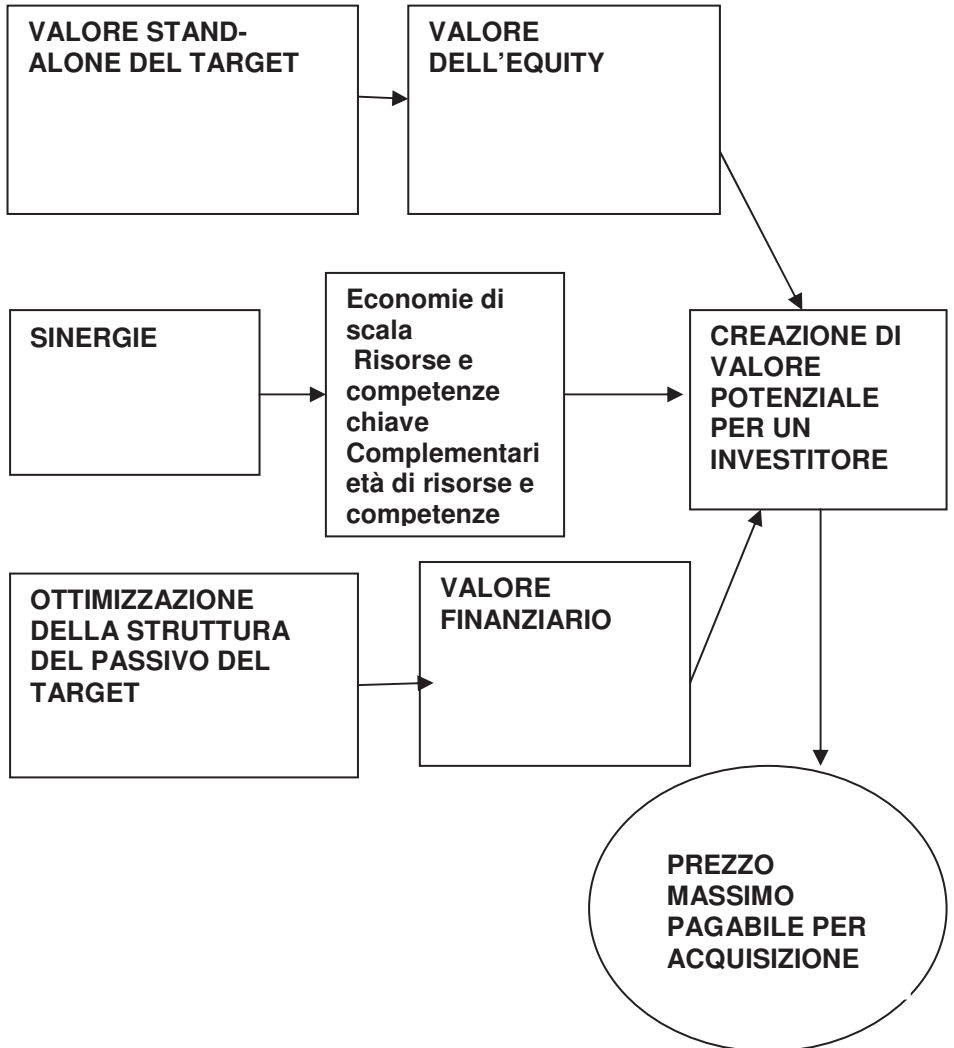
Nella terza parte (dal capitolo settimo all'ottavo) vi è l'analisi della determinazione del valore dell'impresa da comprare¹¹.

Nel *settimo capitolo* si analizzano i criteri per determinare il valore e il prezzo dell'operazione.

¹⁰ Si veda Rockewell W. (1968), "How to acquire a company", in Harvard Business Review, pp.121-122.

¹¹ Sul punto si veda Guatri L. (1998), *Trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA Milano; Massari M.(1998), *Valutazione. Finanza aziendale*. McGraw Hill. Cotta Ramusino E.(2003), *La valutazione delle aziende*, Il Sole 24 Ore; Bianchi Mrtini S. ,Cinquini L. ,Di stefano G. Galeotti m. (2002), *Introduzione alla valutazione del capitale economico : criteri e logiche di stima*, Franco Angeli; Riva A. (2007), "Il controllo e la gestione strategica del rischio per la creazione di valore" , in Mella P. Vello D. *Creazione di valore, corporate governante e informativa societaria*", Giuffré; Poddighe F. (2000), *Manuale di tecnica professionale: valutazione d'azienda, operazioni straordinarie, controllo legale dei conti, reddito d'impresa* ed IRAP.; Onida P. (1987), *Economia aziendale*, Utet.

**ALCUNE DETERMINANTI PER VALUTARE UN TARGET
POTENZIALE**



Nell'ultimo capitolo si analizza le fasi specifiche del processo di valutazione di una impresa

3. Il pubblico interessato al libro

Si confida in un proficuo scambio di esperienze e di confronto sulle importanti tematiche analizzate (angeloriva@fastwebnet.it).

Molte sono le persone che possono beneficiare di questa analisi:

- imprenditori, amministratori, direttori generali di piccole e medie imprese e loro diretti collaboratori;

-sia avvocati d'affari, dottori commercialisti, revisori dei conti, dirigenti, professionisti, imprenditori, consulenti aziendali, direttori generali, sia studiosi e ricercatori che analizzano le tematiche dello sviluppo strategico d'impresa e della creazione di valore; come pure gli studenti dei corsi universitari, post-universitari e dei master di direzione aziendale (MBA), master executive.

- responsabili delle funzioni di amministrazione, finanza e controllo di aziende interessate a processi di acquisizione, fusione e cessione.

-sia studiosi e appassionati di queste tematiche di natura giuridica-economica e finanziaria strategica.

www.angeloriva.it

RINGRAZIAMENTI

Alcuni dirigenti e esperti con cui mi sono confrontato e ho avuto modo di dialogare sulle problematiche economiche: A. Borges amministratore delegato di Goldman Sachs International e già direttore della business school Insead, L. C. Montezemolo amministratore delegato del gruppo Ferrari, G. Olivieri, direttore di Assopiastrelle, S. Marchionne amministratore delegato del gruppo Fiat; C. Ancelotti allenatore del Milan AC; S. Baldini medaglia d'oro nella maratona alle Olimpiadi. Essi mi hanno permesso di integrare i principi teorici con la realtà empirica.

I consulenti aziendali e partner delle principali società di consulenza mondiale (tra cui Boston Consulting Group, Ernst & Young, Moore Stephens) per le vivaci discussioni e confronti sulle tematiche oggetto del libro, i membri della Commissione Finanza e Controllo di Gestione dell'Ordine dei Dottori Commercialisti di Milano, di cui sono già stato Segretario e dove dirigo il Gruppo di Studio e Ricerca su Strategia e Finanza, i partecipanti dei vari corsi di formazione (dirigenti, direttori generali, imprenditori, manager) che attraverso il confronto e la discussione hanno sviluppato alcuni temi importanti.

Vorrei ringraziare molte persone che hanno suscitato in me interesse e curiosità su queste tematiche A. Hamdouch e R. Lantner (*Direttore di Dipartimento dell'Université Pantheon - Sorbonne Paris I*), al prof. A. Alesina (*Direttore del Dipartimento d'Economia dell'Harvard University, M. Porter (Harvard Business School)*); i professori W. Comanor, R. Merha (University of California USA, MIT - Massachusetts Institute of Technology, USA), al prof. M. Saita, prof. A. Beretta Zanoni, Prof. A. Nobilo (Università di Milano-Bicocca), il prof. P. Mella (Università di Pavia), il prof. V. Coda, il prof. G. Airoidi, il prof. G. Corbetta, il prof. F. Visconti, il prof. C. Dematté, la prof.ssa D. Depperu, il prof. G. Invernizzi, il prof. A. Martelli, (Università Bocconi), il prof. C. De Vecchi e il prof. A. Liparini (Università Cattolica), i professori C. Guerci e M. Talamona (Università di Milano), il prof. G. Volpato (Università di Venezia), il prof. R. Camagni, prof. A. De Maio (Politecnico Milano).

I lettori dei miei articoli di giornale che mi hanno contattato e con cui ho avuto modo di interagire