

Notiziario per le aziende

Il primo fondamentale passo: la formulazione della strategia d'acquisizione

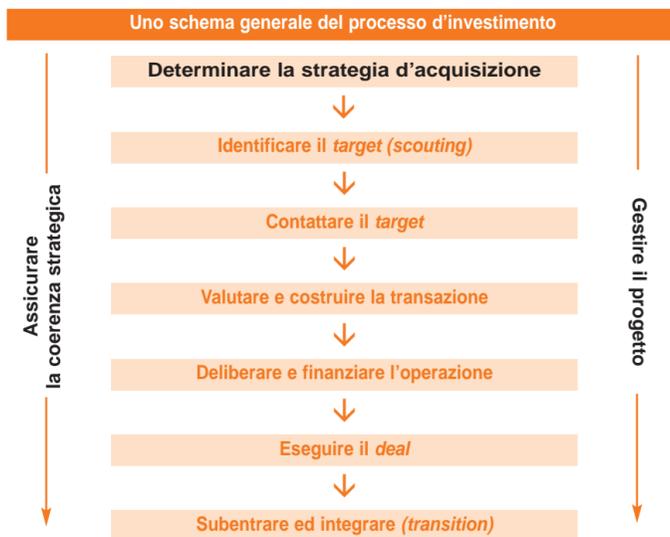
Proseguiamo il tema delle operazioni di M&A andando ad approfondire il processo d'acquisizione di un'impresa spiegando perchè è necessario definire una chiara strategia e formalizzarla in un piano di lavoro

a cura di
G. Gagliardi e M. Ghiringhelli

Il segreto di una strategia di M&A vincente è la chiarezza degli intenti: una società ha una finalità chiara non solo quando è in grado di spiegare le ragioni per le quali realizza una transazione ma anche quando allinea l'attività di M&A con la propria strategia complessiva, adattando le tattiche di M&A alle condizioni del mercato, agli obiettivi strategici ed al cambiamento delle capacità. Esempi di finalità virtuose di una operazione di M&A sono la ricerca di sinergie, l'accrescimento della quota di mercato, il taglio dei costi, la diversificazione, la liberazione di valore attraverso il cosiddetto *break-up* (cioè dimettendo delle attività che risultano sottovalutate rispetto a quanto un terzo sia disposto a pagare per acquisirle). In alcune situazioni, purtroppo, le ragioni che portano ad una operazione di M&A sono tutt'altro che virtuose: ricerca di potere, *status*, camuffamento, noia, pressione esterna. In questi casi si creano i presupposti per clamorosi insuccessi.

L'altro elemento di una formula vincente è la ricerca della massima coerenza a tutti i livelli strategici (*mission, vision, corporate e business strategy*), tra strategia e singoli piani di azione operativi, nonché tra strategia ed organizzazione.

L'analisi della coerenza strategica deve essere obiettiva, in modo che sia condivisibile e verificabile anche da soggetti indipendenti. Qualsiasi piano strategico interamente sviluppato "in casa" e non confrontato con l'esterno, corre il rischio di essere condizionato



dalle convinzioni e dalle preferenze dei singoli e di risultare miope rispetto alla situazione complessiva dell'arena competitiva e dei mercati finanziari.

Le strategie di M&A di successo partono da una chiara visione del settore, del posizionamento competitivo dell'impresa, dei propri punti di forza e di debolezza, delle prospettive di crescita organica (cioè a prescindere da operazioni di M&A): in altri termini, le scelte in materia di acquisizione devono essere sostenute da dati e scenari logicamente dimostrabili. Anche perché l'attività di M&A ha intrinsecamente associato un livello di rischio che va conosciuto e valutato attentamente¹ e non necessariamente il perseguimento di una

strategia di crescita dovrà concretizzarsi in un'acquisizione. In alcune circostanze, infatti, altre operazioni di M&A si fanno preferire in quanto meno invasive e, quindi, più semplici da gestire a livello di risorse operative impegnate². Nella tavola A abbiamo sintetizzato le alternative più comuni all'acquisizione a seconda dell'obiettivo perseguito.

Il piano strategico dell'operazione

Nella gran parte dei casi è consigliabile che la strategia dell'operazione sia esplicitata in un documento scritto (talora detto *Investment guideline*), magari allegato ad una delibera appositamente assunta dal consiglio d'amministrazione. Tale verbale, dopo aver sommariamente riepilogato la strategia aziendale, dovrà indicare l'obiettivo dell'operazione di M&A che s'ipotizza di realizzare, il grado di coinvolgimento del *management*, il nome del responsabile ultimo del progetto (il cosiddetto *deal champion*) e quello del responsabile operativo, le responsabilità ed i compiti di ciascun soggetto coinvolto, il piano di lavoro con le relative scadenze, il ruolo che s'intende affidare a consulenti esterni, il *budget* di spesa per la prima fase operativa del progetto (quella di *scouting*) e quello complessivo, il contenuto-tipo del rapporto di cui si desidera disporre quale supporto decisionale, i vincoli cui l'attività di M&A è sottoposta, nonché i criteri *standard* per valutare i *target* e per poter comparare l'acquisizione ad eventuali opzioni alternative. Ad esempio, si possono utilizzare i seguenti criteri:

- dimensione in termini di ricavi, margini o flussi;
- livello d'indebitamento del *target*;
- impatto sui dividendi o sull'utile per azione (EPS);
- soglia minima di ritorno dell'investimento (ROCE, IRR o EVA);

• possibile ammontare dell'investimento.

La definizione dei parametri per la scelta del *target* e dell'operazione da perseguire deve necessariamente partire da quelle grandezze che sono considerate fonte ed espressione del proprio valore aziendale:

solo quando si comprende come si crei il valore nel proprio settore e mercato finanziario di riferimento, si può valutare se una transazione possa incrementare tale valore, ovvero se rischi di distruggerlo.

D'altro canto occorre rammentarsi che, in genere, il venditore tenderà ad ottenere dall'acquirente un prezzo almeno pari al valore che la sua impresa, cioè il *target*, avrebbe se rimanesse sotto il suo controllo (si veda la tavola A): affinché il valore creato con l'operazione sia superiore al prezzo pagato, ed a prescindere da uno studio più approfondito di questa complessa ma interessante materia³, si può rilevare che un'acquisizione, ben realizzata e condotta, dovrebbe apportare valore se permette di conseguire o mantenere un vantaggio competitivo sostenibile, magari in fretta e migliorando il profilo di rischio e la notorietà dell'acquirente. In merito all'entità del coinvolgimento del *management* dell'acquirente, ci limitiamo a notare che essa dovrebbe essere la più estesa possibile, compatibilmente con le esigenze contingenti, in modo da creare e mantenere la motivazione e la tensione necessaria al completamento dell'operazione ed alla successiva integrazione del *target*. Quanto ai vincoli cui l'attività di M&A è sottoposta, si citano, tra i tanti possibili, quelli di ordine finanziario, quelli in termini di costo di transazione o disponibilità di risorse per la successiva gestione ed integrazione del *target*, quelli derivanti dalla necessità di rispettare determinati requisiti legali (ad esempio la necessità del parere dall'antritrust o di specifiche autorizzazioni governative) o di *corporate governance* (ad esempio l'obbligo di un *reporting* mensile approfondito che sia prodotto immediatamente dopo la chiusura del periodo). Ne consegue che, per una corretta ed accurata definizione dei vincoli, non si possa prescindere dal coinvolgere nella definizione della strategia di M&A dei responsabili di varie funzioni aziendali quali la direzione finanziaria, la direzione risorse umane, l'ufficio di *investor relation* e di relazione con le banche, il *marketing* e l'ufficio legale: costoro, per il proprio specifico ruolo e livello di responsabilità, si affiancheranno all'alta direzione aziendale e a quelle funzioni che per abitudine sono comunque coinvolte nei processi di definizione strategica (commerciale, produzione e logistica).

Per riassumere i temi affrontati e fornire un possibile schema operativo, si propone la tavola B.

¹ In termini generali, il rischio cresce al decrescere del grado di "familiarità" tra *target* ed acquirente. Si veda "Lo stadio di sviluppo dell'impresa", L'Ammonitore, Finanza d'impresa del 14 febbraio 2005, pag. 7.

² Per quanto la gestione di relazioni collaborative quali le alleanze o le joint venture possa implicare un notevole ed imprevedibile impegno per l'imprenditore o il top management delle imprese coinvolte (non per nulla tali operazioni sono definite «negoziazioni continue»).

³ A questo proposito rinviamo all'ampia bibliografia esistente e, più modestamente, ai successivi interventi in questa rubrica con i quali approfondiremo il tema della valutazione delle imprese.

Comunicazioni, commenti o suggerimenti agli autori della rubrica possono essere inviate al seguente indirizzo e-mail: finanza.impresa1@virgilio.it

Tavola A

Obiettivo ricercato con l'acquisizione	Opzioni alternative all'acquisizione
Sviluppo strategico ed espansione delle vendite	Joint Venture, sviluppo interno
Miglioramento della redditività aziendale	Disinvestimenti, misure interne per recupero d'efficienza
Riduzione della dipendenza da un singolo business	Sviluppare all'interno nuove aree d'attività
Investire la liquidità in eccesso	Rimborsare agli azionisti il capitale in eccesso
Migliorare il management dell'impresa obiettivo	Ruolo più attivo del CdA, ricorso a consulenti esterni

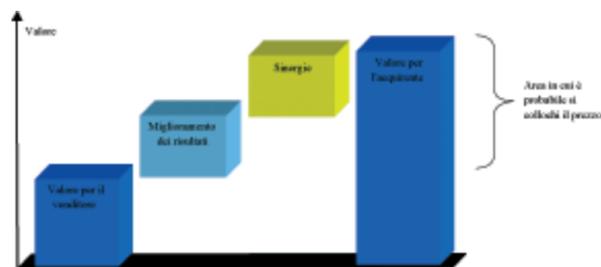


Tavola B

Area	Attività	Responsabilità	Scadenza
Determinare gli obiettivi	- Determinare la logica sottostante all'acquisizione - Effettuare un'analisi interna delle forze, debolezze, opportunità e minacce (<i>SWOT analysis</i>) - Determinare il tipo d'impresa che s'intende acquisire		
Identificare le limitazioni chiave	- Analisi finanziarie - Valutazioni delle risorse manageriali ed operative disponibili - Studio dei vincoli all'integrazione (cultura, sistemi, risorse)		
Sviluppare un profilo d'acquisizione specifico	- Fissazione dei criteri finanziari - Definizione dei criteri non-finanziari		
Assegnare le responsabilità	- Assegnare le responsabilità per tutti gli aspetti del processo dell'acquisizione a livello centrale (<i>corporate</i>) e divisionale • Decisori • Project manager • Stabilire i livelli di discrezionalità e delibera - Nominare eventuali consulenti		
Stabilire il piano di lavoro	- Determinare i traguardi chiave, interni ed esterni - Identificare limitazioni al progetto - Fissare un programma realistico per tutto il processo d'acquisizione		