

M&A: la formulazione della strategia e la ricerca delle opportunità

Il piano strategico; processo di scouting; definizione di value driver; possibili target

Guidalberto Gagliardi
Consulente M&A
Marco Ghiringhelli
CFO Business Unit Impregilo

Più volte stampa e operatori industriali e finanziari hanno ritenuto deludenti le acquisizioni realizzate da imprese quotate e non. Acquisizioni e alleanze sono peraltro uno dei principali strumenti cui le imprese italiane devono oggi ricorrere per competere efficacemente nello scenario globale. Questo articolo intende quindi puntualizzare che tra gli ingredienti delle transazioni di successo non possono mancare una strategia di M&A chiara, coerente e formalizzata, come pure un approccio "scientifico" alla selezione dei possibili target.

Il segreto di una strategia di M&A vincente è la chiarezza degli intenti: una società ha una finalità chiara¹ 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 e al cambiamento delle capacità.

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 d'azione operativi, nonché tra strategia e organizzazione. L'analisi della coerenza strategica deve essere obiettiva, in modo che sia condivisibile e verificabile anche da soggetti indipendenti. Qualsiasi piano strategico interamente svilup-

pato "in casa" e non confrontato con l'esterno, corre infatti 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, come pure rispetto alle attese degli *stakeholder*.

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 d'acquisizione devono essere sostenute da dati e scenari logicamente dimostrabili.

Ciò è ancora più vero se si considera che l'attività di M&A ha intrinsecamente associato un livello di

¹Esempi 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 dismettendo delle attività che risultano sottovalutate rispetto a quanto un terzo sia disposto a pagare per acquisirle). In alcune situazioni, purtroppo, le ragioni che portano a un'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.

rischio che va conosciuto e valutato attentamente² e che non necessariamente il perseguimento di una strategia di crescita si deve concretizzare in un'acquisizione. In alcune circostanze, infatti, la crescita organica o altre operazioni di *M&A* si fanno preferire in quanto meno invasive e, quindi, più semplici da gestire a livello di risorse operative impegnate.³ Nella *tabella 1* abbiamo sintetizzato le alternative più comuni alle acquisizioni 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 a una delibera appositamente assunta dal consiglio d'amministrazione. Tale verbale, dopo avere sommariamente riepilogato la strategia aziendale, dovrà indicare l'obiettivo dell'operazione di *M&A* che s'ipotizza di realizzare, il grado di coinvolgimento del consiglio d'amministrazione e del restante *management*, il nome dell'eventuale responsabile ultimo del progetto (*deal champion*) e quello del responsabile operativo (o *project manager*), le responsabilità e 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 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 potere comparare l'acquisizione a eventuali opzioni alternative.⁴

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 e alla successiva integrazione del *target*. Il *deal champion*, di solito un membro autorevole del consiglio d'amministrazione o del comitato esecutivo, ha proprio il ruolo di promotore, osservatore, controllore e garante dell'operazione nei confronti del vertice aziendale e dei principali *stakeholder*, ruolo utile soprattutto nelle imprese di grandi dimensioni, sovente coinvolte contemporaneamente in numerose iniziative di rilevanza strategica.

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 e integrazione del *target*, quelli derivanti dalla ne-

Tabella 1

Obiettivo ricercato con l'acquisizione	Opzioni alternative all'acquisizione
Sviluppo dimensionale ed espansione geografica	<i>Joint Venture</i> , sviluppo interno
Miglioramento della redditività aziendale	Disinvestimenti, misure interne di recupero dell'efficienza
Riduzione della dipendenza da un singolo <i>business</i>	Sviluppare all'interno nuove aree d'attività
Investire la liquidità in eccesso	Rimborsare agli azionisti il capitale in eccesso
Miglioramento nella conduzione dell'impresa obiettivo	Ruolo più attivo del CdA, ricorso a consulenti esterni

²In termini generali, il rischio cresce al decrescere del grado di "familiarità" tra *target* e acquirente. Si veda D. Martinazzoli – G. Gagliardi (a cura di), *Il manuale della due diligence*, Il Sole 24 ORE, Milano, 2004.

³Per quanto la gestione di relazioni collaborative quali le alleanze o le *joint venture* possa implicare un notevole e imprevedibile impegno per l'imprenditore o il *top management* delle imprese coinvolte (non per nulla tali operazioni sono definite "negoziazioni continue").

⁴Per esempio, si possono utilizzare i seguenti criteri:

- dimensione in termini di ricavi e margini;
- 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.

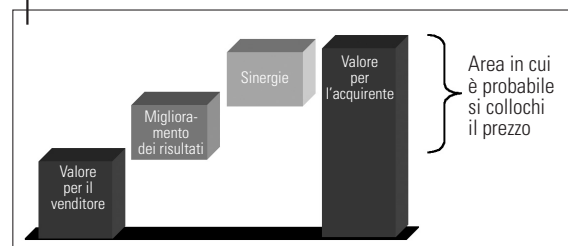
cessità di rispettare determinati requisiti legali (per esempio, l'ottenimento del parere dall'*antritrust* o di specifiche autorizzazioni governative) o di *corporate governance* (per esempio, l'obbligo di un *reporting* mensile approfondito che sia prodotto immediatamente dopo la chiusura del periodo). Ne consegue che, per una corretta e accurata identificazione dei vincoli, non si possa prescindere dal coinvolgere nella definizione della strategia di *M&A* i responsabili di 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).

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 a ottenere dall'acquirente un

prezzo almeno pari al valore che la sua impresa (cioè il *target*), avrebbe se rimanesse sotto il suo controllo (*figura 1*): affinché il valore creato con l'operazione sia superiore al prezzo pagato, e a prescindere da uno studio più approfondito di questa complessa ma interessante materia, 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.

Figura 1



Per riassumere i temi affrontati e fornire un possibile schema operativo, si propone la *tabella 2*.

Un efficace processo di *scouting* consente d'identificare i *target* più adatti

Questo è un importante passaggio di ogni proces-

Tabella 2

Area	Attività
Determinare gli obiettivi	<ul style="list-style-type: none"> - 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	<ul style="list-style-type: none"> - Analisi finanziarie - Valutazione delle risorse manageriali e operative disponibili - Studio dei vincoli all'integrazione (cultura, sistemi, risorse ecc.)
Sviluppare un profilo d'acquisizione specifico	<ul style="list-style-type: none"> - Fissazione dei criteri finanziari - Definizione dei criteri non finanziari
Assegnare le responsabilità	<ul style="list-style-type: none"> - Assegnare le responsabilità per tutti gli aspetti del processo dell'acquisizione a livello centrale (<i>corporate</i>) e divisionale - Decisori - <i>Project manager</i> - Stabilire i livelli di discrezionalità e delibera - Nominare eventuali consulenti
Stabilire il piano di lavoro	<ul style="list-style-type: none"> - Determinare i traguardi chiave, interni ed esterni - Identificare limitazioni al progetto - Fissare un programma realistico per tutto il processo d'acquisizione

so di acquisizione. Esso mira a identificare, nell'universo dei possibili candidati, uno o poche imprese che sembrino combaciare con il profilo delineato nella fase di definizione della strategia di *M&A*. Da questo lavoro emerge un documento che dovrebbe consentire al vertice aziendale di decidere consapevolmente se avviare dei contatti con uno o più dei potenziali bersagli.

Questa importante fase (detta d'identificazione delle opportunità o *scouting*) vede il gruppo incaricato dal vertice della società acquirente (o dal responsabile della funzione di *M&A* nelle aziende di maggiori dimensioni con vocazione per le acquisizioni), eventualmente assistito da una banca d'affari o da un altro consulente finanziario (o *advisor*), impegnato nel vaglio delle opportunità presenti sul mercato.

Le principali attività di questa fase sono:

- l'identificazione dei *value driver* da utilizzare per selezionare le società *target*;
- l'individuazione di una lista di candidati;
- la selezione di un gruppo ristretto di potenziali *target*, per formare la cosiddetta *short list*;
- la predisposizione della *preliminary overview*;
- la scelta di una o più società da contattare.

I *value driver*

Giova rammentare che trovare l'impresa che faccia al caso nostro presuppone innanzitutto una chiarezza d'idee circa cosa stiamo cercando. In questo senso, la definizione dei *value driver*, ossia dei parametri chiave sui quali misurare e confrontare i candidati inclusi nella lista iniziale, deve essere strettamente legata e congruente alla strategia d'acquisizione approvata dal vertice aziendale.

Tali parametri devono essere il più possibile oggettivi, univocamente misurabili e ricavabili da informazioni pubblicamente disponibili (difficilmente in questa fase del processo si potrà infatti disporre di dati gestionali o comunque interni alle imprese analizzate: il "meglio" che si potrà avere sarà l'*information memorandum* predisposto dal consulente del venditore).

Un esempio di possibili parametri chiave comprende:

- fatturato e quota di mercato (dato assoluto o tasso di crescita);
- redditività;
- mercati di riferimento;
- localizzazione geografica in termini di stabilimenti, poli logistici, filiali, agenzie e distributori;
- quota *export* e destinazione delle esportazioni;
- gamma di prodotti e servizi;
- caratteristiche dei maggiori clienti;
- grado di controllo dei canali commerciali;
- principali fornitori;
- specifiche competenze tecnologiche, operative e di processo;
- caratteristiche legali e anagrafiche dei soci o del *management*;
- organico;
- presenza di prodotti o di pratiche gestionali non accettabili.

È chiaro che l'effettiva lista degli indicatori da utilizzare dovrà tenere conto degli elementi che l'analisi strategica preliminare ha indicato essere fondamentali per la creazione del valore nel settore e nel mercato finanziario in cui l'impresa acquirente si muove. È utile dedicare del tempo alla definizione e all'ottimizzazione dei criteri in quanto da questi dipende in buona misura l'esito e l'efficienza dell'intera ricerca.

La lista dei possibili *target*

Definiti i parametri per la ricerca, si tratta ora di delimitare l'universo dei possibili *target* e di fare una prima scrematura per giungere a una lista ordinata per priorità d'interesse.

Predisporre una lista di candidati completa e organica non è sempre agevole. I candidati all'acquisizione possono emergere per quattro vie che la *tabella 3* caratterizza in termini di tempestività, potenziale volume e qualità delle opportunità, livello di premio che probabilmente verrà chiesto rispetto a una valutazione *stand alone*.⁵

⁵Adattato da A. Jolly, *The growing business handbook*, Kogan Page, Londra, 2001.

Tabella 3

	Tempestività	Volume	Qualità	Premio
Auto-candidatura da parte del target	Bassa	Basso/Medio	Media/Alta	Medio/Alto
Segnalazione di un intermediario	Bassa/Media	Medio/Alto	Imprevedibile	Alto
Segnalazione di un operatore industriale	Bassa	Basso/Medio	Media/Alta	Basso/Medio
Ricerca ad hoc	Alta	Alto	Alta	Basso/Medio

Ciascuna di queste opzioni presenta pregi e difetti e, comunque, un percorso non necessariamente preclude gli altri: la scelta di quali vie esplorare dovrà essere operata tenendo conto delle risorse mobilitabili, della conoscenza del settore, delle esigenze di riservatezza e dell'urgenza con la quale si desidera definire il progetto. Il suggerimento è di attivare ogni canale informativo per avere una panoramica più ampia, internazionale e completa possibile.

Le segnalazioni ricevute direttamente dal venditore o tramite intermediari, in genere, sono chiamate *teaser* o, nel caso siano anonime, *blind profile*. Può capitare che la segnalazione si trovi addirittura su un quotidiano o su internet nella forma di un invito a sottoporre manifestazioni d'interesse per una certa società o una divisione di una grande impresa (questo è un mezzo abitualmente impiegato nelle gare per la privatizzazione di società pubbliche). Se la segnalazione proviene da un soggetto industriale è viceversa probabile che sia informale e magari frutto di un pettegolezzo (più o meno fondato) diffuso tra gli operatori del settore.

Gli acquirenti per professione (come i fondi di *private equity*) prediligono le ricerche *ad hoc* in quanto, di solito, questo approccio consente di scoprire il maggiore numero d'opportunità e d'ottenere informazioni dettagliate, utili e comparabili. Un'autonoma ricerca ha inoltre maggiori probabilità di condurre a una trattativa diretta con il possibile venditore, riducendo così il rischio di pagare un prezzo irragionevole, magari perché si viene coinvolti in un processo d'asta.

In questa fase l'impiego di un *advisor* potrebbe essere utile per evidenziare le imprese che sono già in vendita. È buona norma includere comunque nella lista dei candidati tutte le società che rispettano i criteri prescelti, a prescindere dal fatto che paiano o meno in vendita.

Si ricordi anche di considerare le divisioni delle

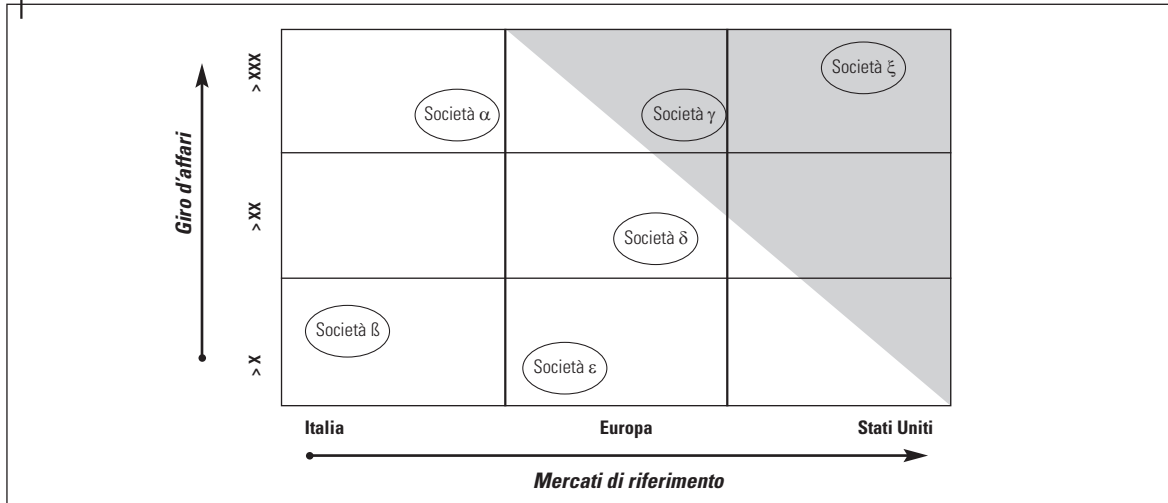
grandi imprese multinazionali: esse sono sovente oggetto di processi di dismissione, vuoi perché la casa madre versa in difficoltà finanziarie, vuoi perché intende concentrarsi sul *core business*, eliminando partecipazioni o rami non più strategici.

Va posta attenzione anche alle società passate di mano di recente, nonché a ogni informazione disponibile su tali transazioni (i consulenti di *M&A* sono solitamente in grado di accedere a numerose fonti specializzate): questi dati possono essere molto importanti per valutare precocemente il *target*, per meditare possibili configurazioni strutturali della transazione e, perché no, per apprendere dagli errori altrui.

Che cosa si vuole ottenere con questa fase? Una breve descrizione (*snapshot*) di ciascun candidato con i suoi dati chiave scelti in relazione ai criteri d'acquisizione. Avremo, così, informazioni generali (l'indirizzo, il sito internet, sedi, proprietà, composizione degli organi sociali, fatturato, redditività, crescita e numero di dipendenti ecc.), come pure sul profilo operativo (giro d'affari per mercato geografico e per gruppo di prodotti, canali di distribuzione, maggiori fornitori e clienti, principali impianti ecc.) e strategico (obiettivi strategici e finanziari, filosofia gestionale ecc.) del *target* potenziale.

Le possibili fonti di queste informazioni spaziano dai canali tradizionali quali i cataloghi e gli elenchi degli espositori alle fiere di settore, le riviste di settore e quelle finanziarie, gli atti di convegni e conferenze, le informazioni già disponibili all'interno dell'acquirente in virtù dell'ordinaria attività di *business intelligence* o di pregressi rapporti commerciali, gli studi prodotti da associazioni di categoria, camere di commercio, società di ricerca specializzate o banche d'affari (*analyst report*), le visure camerali, i siti internet e le *brochure* pubblicitarie, le banche dati societarie (per esempio, per l'Italia, Pagine Gialle, Kompass, Guida Monaci ecc.) o dei bilanci (per esempio, quel-

Figura 2 – VALUATION MATRIX PER LA SELEZIONE DELLE SOCIETÀ BERSAGLIO



le di Cerved, D&B, Aida e Centrale dei Bilanci), fino ad arrivare a contatti con clienti e fornitori del settore, venditori, *ex-manager* del settore, operatori specializzati di *M&A* o altri professionisti.

Chiaramente, un investitore di matrice industriale che persegue una strategia di *M&A* in un ambito che gli sia familiare è facilitato nella fase di raccolta e vaglio delle informazioni rilevanti. Viceversa per l'investitore che mira all'espansione verso nuove aree geografiche o, addirittura, verso mercati non familiari, il reperimento delle informazioni si fa più arduo.

Ciò detto, va notato che la migliore fonte d'informazioni è la società stessa: una volta completata la raccolta di dati "a distanza" (o *desk search*), è tempo per ottenere le informazioni realmente utili contattando i possibili *target*. Telefonare alle società ponendo le giuste domande e nel modo giusto può consentire di ricavare utili dettagli sulla loro operatività: se un ufficio non è collaborativo, se ne possono chiamare altri; se l'impresa non rivela informazioni, si può provare con i suoi distributori.

Pochi ma buoni

Disponendo d'informazioni comparabili, le imprese candidate all'acquisizione possono ora essere valutate e sistemate in ordine di priorità.

La formazione della *short list* può avvenire ponendo in una matrice come quella riportata nella *figura 2* tutte le società presenti nella lista dei candidati.

Valuation matrix per la selezione della società target

Una volta collocate nella matrice tutte le società identificate, sarà agevole comparare quelle che presentano la combinazione migliore relativamente ai parametri considerati, eliminando quelle meno interessanti. Nel caso il numero di candidati sia elevato è possibile ripetere il confronto, selezionando di volta in volta differenti combinazioni tra i parametri chiave.

Al termine del processo, anche in un settore particolarmente affollato, la *short list* dovrebbe comprendere un numero di società possibili *target* compreso tra 3 e 8: si noti che una gamma troppo ampia rischia di distrarre l'attenzione dei vertici aziendali cui verrà illustrata, nonché di richiedere troppe risorse per essere adeguatamente approfondita; una selezione troppo ristretta può, viceversa, risultare sterile in quanto, dopo un'analisi più attenta, le poche società individuate potrebbero rivelarsi poco interessanti o non acquisibili (magari per norme che vietino investimenti esteri in società locali).

Cominciamo a sintetizzare

L'analista incaricato della fase di *scouting* deve ora predisporre una sintetica relazione su ciascun potenziale *target* selezionato. In questo documento, in genere definito "*preliminary overview*", sono riepilogate le principali informazioni raccolte e viene espresso un primo commento in termini d'opportunità e rischi della possibile transazione e una valutazione approssimativa del *target*. A titolo d'esempio gli argomenti trattati nella *preliminary overview* potrebbero includere:

- mercati serviti e linee di *business*;
- *trend* storico di sviluppo;
- indicatori operativi
- indici finanziari;
- missione e visione, *corporate e business strategy*;
- obiettivi finanziari;
- vantaggi competitivi;
- *management*;

- struttura azionaria;
- elementi di incompatibilità rispetto alla strategia di *M&A* e altri rischi;
- motivazioni che inducono a proseguire l'analisi dell'opportunità;
- valutazione preliminare;
- tecnica d'approccio consigliata e persone già identificate come possibili agenti di contatto con i venditori o facilitatori;
- principali fonti informative utilizzate.

L'obiettivo consiste nel valutare più nel dettaglio la fattibilità dell'acquisizione nel suo complesso in termini di compatibilità rispetto agli obiettivi dell'operazione, di potenziali sinergie a livello di portafoglio di *business*, di forze e qualità del *management* del possibile *target*, di vincoli o ostacoli quali, per esempio, la normativa *antitrust*.

In questa fase si fanno anche ipotesi preliminari sulle modalità ottimali di finanziamento dell'operazione e, per fare questo, è necessario procedere a un'embrionale valutazione di ciascuna impresa identificata.

BILANCIO E CONTABILITÀ

PRONTUARIO DEI PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI

In collaborazione con Deloitte, Ernst & Young, KPMG, PriceWaterhouseCoopers

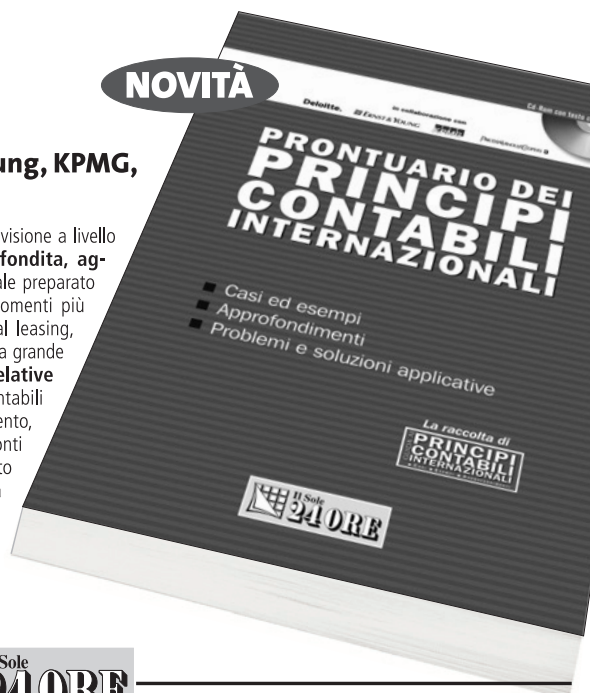
Con la collaborazione di tutte e quattro le più importanti società di revisione a livello internazionale abbiamo realizzato l'opera più completa, approfondita, aggiornata in materia di IAS, utilizzando tutto il ricchissimo materiale preparato per la nostra pubblicazione mensile dedicata al tema. Tutti gli argomenti più importanti sono stati affrontati: dalle immobilizzazioni immateriali al leasing, dal fair value agli strumenti finanziari. Ciascun tema è spiegato con una grande ricchezza di **esempi pratici, casi svolti, analisi di problemi e relative soluzioni applicative**, novità e differenze rispetto ai principi contabili nazionali. L'applicazione degli IAS rappresenta un grande cambiamento, impone un ripensamento del bilancio e delle sue finalità nei confronti degli investitori. L'adozione degli IAS, in definitiva, impone non soltanto l'adeguamento delle strutture interne all'impresa, ma anche una diversa e più sostanziale rappresentazione dell'impresa verso l'esterno, nei confronti di tutti coloro che sono interessati alle vicende della stessa. **CD-Rom** con il testo ufficiale completo, coordinato e integrato con tutte le modifiche intervenute fino ad ottobre 2005 dei principi contabili internazionali.

Pagg. 980 + CD-Rom – € 95,00

Per ulteriori informazioni: tel. 02.4587010



NOVITÀ



Disponibile anche nelle migliori librerie

SHOPPING24 Disponibile anche sul sito www.shopping24.it