

## FUSIONI E ACQUISIZIONI

1. Fusioni e acquisizioni: concetti introduttivi
2. Il valore del controllo di un'impresa
3. La redditività di un'acquisizione
4. Alcuni tipi particolari di acquisizioni: LBO, MBO e MBI
5. Le strategie di difesa contro le acquisizioni
6. Il rapporto di cambio nelle fusioni
7. Le differenze di fusione e il loro trattamento contabile

## 1. Fusioni e acquisizioni: concetti introduttivi

### Le forme delle fusioni e delle acquisizioni

1) Scompare l'azienda acquisita come entità giuridica:

a) **fusione per incorporazione** nell'azienda acquirente;

b) **fusione per unione** mediante la formazione di una nuova unità giuridica (scompare, giuridicamente, anche la società acquirente);

2) si mantiene l'azienda acquisita come unità giuridica:

c) acquisto di partecipazioni

I.  $> 50\%$

II.  $< 50\%$ , ma comunque di entità tale da assicurare, di fatto, il controllo della società *target*;

d) acquisto di ramo d'azienda: in questo caso, l'acquirente paga la società venditrice, non i suoi azionisti.

Quale che sia la forma, l'obiettivo è di **conseguire il controllo sulle attività economiche dell'azienda target**. Diverso, nei diversi casi, è l'impatto sul bilancio dell'impresa acquirente (o della nuova impresa che incorpora le attività e le passività delle due imprese).

## I tipi di fusioni e di acquisizioni

Le operazioni di fusione e di acquisizione possono essere di diverso tipo in relazione al rapporto fra i business in cui sono rispettivamente impegnate la società acquirente e quella acquisita:

- 1) fusioni **orizzontali**: si verificano quando le due società appartengono allo stesso settore. In questo modo la società acquirente riduce la pressione competitiva a cui era sottoposta e, nel contempo, realizza un obiettivo di crescita dimensionale;
- 2) fusioni **verticali**: riguardano società impegnate in diverse fasi di una stessa filiera produttiva e, pertanto, soddisfano essenzialmente i seguenti obiettivi: assicurarsi le forniture, soprattutto se “strategiche” (volumi, qualità, tempestività, rispetto delle specifiche, ecc.); ridurre i costi; creare problemi di fornitura ai concorrenti;
- 3) fusioni **conglomerate**: coinvolgono imprese appartenenti a diversi settori di attività e quindi consentono di attuare un processo di diversificazione di tipo:
  - a) produttivo (si amplia la gamma di prodotti trattati);
  - b) geografico (aumenta il numero di Paesi o di aree in cui si è presenti);
  - c) conglomerato puro (si entra in settori completamente nuovi).

## Gli obiettivi delle fusioni e delle acquisizioni

Gli obiettivi alla base delle operazioni di fusione e di acquisizione sono riconducibili ai seguenti:

- a) ottenere **economie di scala**, ossia riduzioni dei costi unitari di produzione al crescere della capacità produttiva installata; si manifestano soprattutto in presenza di fusioni orizzontali;
- b) ridurre i **costi di transazione**, ossia la conseguenza delle incertezze e dei rischi connessi alle negoziazioni con clienti e/o fornitori (mancata conformità alle specifiche delle forniture, ritardi, mancata disponibilità dei fattori produttivi, ecc.); si manifestano soprattutto in presenza di fusioni verticali;
- c) sfruttare **risorse complementari** (per es., delle reti di vendita in aree geografiche diverse);
- d) ridurre il **carico fiscale** (per es., grazie al riporto delle perdite dell'acquisita – ove consentito – e/o al rinvio del pagamento delle imposte che si verifica tipicamente quando si acquista un'impresa in crescita, per cui si riduce il carico fiscale annuo e lo si rinvia al momento del realizzo dei *capital gains*);
- e) investire **liquidità eccedente** rispetto ai fabbisogni dei business in cui opera l'impresa acquirente;
- f) eliminare **inefficienze**, spesso dovute a un management inadeguato.

Tali obiettivi sono riconducibili, in ultima analisi, a quello più generale di sfruttare le **sinergie** potenziali.

## Il concetto di sinergia

Una sinergia si verifica quando il valore di due imprese fuse in una sola è superiore alla somma dei valori delle due imprese considerate singolarmente:

$$V (AB) > V (A) + V (B)$$

Le sinergie possono derivare, in particolare, dalla condivisione di risorse (e quindi dall'eliminazione di duplicazioni) e dalla complementarità di risorse specializzate, il cui utilizzo combinato ne aumenta l'utilità e il valore.

L'opportunità di sfruttare sinergie è una condizione tipica (si potrebbe dire necessaria) all'origine delle operazioni di fusione e di acquisizione e spiega perché il prezzo pagato per acquisire una società è normalmente superiore (talora di molto) al suo valore antecedente l'acquisizione.

La valutazione delle sinergie nell'ipotesi di una fusione può essere effettuata, ancora una volta, utilizzando il metodo dei flussi di cassa scontati: si valuta l'impresa sorta dalla fusione delle due imprese preesistenti e si confronta tale valore con la somma dei valori delle due imprese singolarmente considerate. La differenza ottenuta può essere definita il valore delle sinergie.

## 2. Il valore del controllo di un'impresa

### Il valore del controllo di un'impresa

Il presupposto per la convenienza di molte operazioni di acquisizione è la **creazione di valore** che si determina, in capo all'impresa acquisita, in seguito al **cambiamento del management**. Tale creazione di valore giustifica e spiega il **premio**, rispetto al prezzo di mercato, che l'impresa acquirente è spesso disposta a pagare per acquisire il controllo di un'impresa.

Il valore creato in seguito all'acquisizione del controllo è, in generale, tanto più elevato quanto minore è la qualità del management antecedente l'acquisizione.

Tale valore si misura come **differenza fra il valore dell'impresa in ipotesi di ristrutturazione (e quindi di acquisizione) e il valore della stessa in assenza di ristrutturazione**.

## Il valore del controllo di un'impresa: un esempio numerico (1)

In assenza di un'operazione di acquisizione e quindi di ristrutturazione, si assumano le seguenti ipotesi:

- assenza di debito (l'impresa è finanziata solo con *equity*);
- tasso d'interesse su titoli senza rischio: 7%;
- premio di mercato per il rischio connesso all'attività d'impresa: 5%; beta dell'impresa: 0,8;
- tasso di crescita annua (g) del cash flow per gli azionisti dopo il 5° anno: 4,45%;
- inoltre (dati in milioni di \$):

	anni	1	2	3	4	5
Ricavi di vendita		150	155	159	166	170
costi variabili (70%)		105	108,5	111,3	116,2	119
costi fissi		25	26	26	27	27
Ammortamenti		15	16	16	17	17
<b>EBIT</b>		<b>5</b>	<b>4,5</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>	<b>7</b>
interessi passivi		0	0	0	0	0
<b>EBT</b>		<b>5</b>	<b>4,5</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>	<b>7</b>
imposte (40%)		2	1,8	2,3	2,3	2,8
<b>EAT</b>		<b>3</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>
<b>EAT</b>		<b>3</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>
+ ammortamenti		15	16	16	17	17
+ delta circolante (dato)		3,8	3,9	4	4,2	4,3
<b>Cash flow (per gli azionisti)</b>		<b>14,2</b>	<b>14,8</b>	<b>15,4</b>	<b>16,3</b>	<b>16,9</b>

## Il valore del controllo di un’impresa: un esempio numerico (2)

Si determina quindi il valore dell’impresa in assenza di ristrutturazione:

1)  $K_E = 7\% + 5\% \times 0,8 = 11\%$  (modello del CAPM)

2) Determinazione dei CF attualizzati e del *terminal value*, ricordando che quest’ultimo, in ipotesi di tasso di crescita costante dei flussi di cassa, si determina come

$$Terminal\ value = \frac{CF_5 * (1 + g)}{(k_E - g)}$$

e che deve poi essere attualizzato per renderlo omogeneo ai valori dell’anno zero.

anni	1	2	3	4	5	Totale
Cash flow per gli azionisti	14,2	14,8	15,42	16,28	16,9	
Cash flow attualizzati ( $k_e = 11\%$ )	12,8	12,0	11,3	10,7	10,0	56,8
<i>terminal value</i> attualizzato ( $g = 4,45\%$ )						159,93
<b>valore dell'azienda per gli azionisti</b> (in assenza di ristrutturazione)						<b>216,8</b>

Il valore dell’impresa, **in assenza di ristrutturazione**, è quindi pari a 216,8 milioni di dollari.



## Il valore del controllo di un'impresa: un esempio numerico (3)

Secondo i potenziali acquirenti esistono ampi spazi di incremento dell'efficienza, della redditività e quindi del valore dell'impresa. Le nuove ipotesi sono:

- ricorso al debito ( $D/E = 50\%$ );
- aumento delle vendite del 5% e del capitale circolante netto del 2,5% rispetto all'ipotesi senza MBO;
- i costi variabili scenderebbero dal 70% al 65% dei ricavi di vendita;
- interessi passivi annui: 7,6 milioni di \$;
- beta del debito: 0,4
- tasso di crescita annua del cash flow per gli azionisti dopo il 5° anno: 6%.

Si tratta ora di:

- 1) calcolare i pesi del debito e dell'*equity*: poiché  $D/E = 0,5$ , si desume immediatamente che D pesa 1/3 ed E 2/3 sul totale delle fonti finanziarie dell'impresa ( $D + E$ );
- 2) rideterminare il beta dell'*equity* in presenza della nuova struttura finanziaria. Poiché  $\beta_A = 0,8$  (come il beta dell'*equity* in assenza di debito) e  $\beta_D = 0,4$ , si desume che  $\beta_E = 1$  ponendo pari a 0,8 la media ponderata dei due beta del debito e dell'*equity*. **L'aumento del  $\beta_E$  si spiega con l'aumento del profilo di rischio per i soci in seguito al ricorso all'indebitamento;**

## Il valore del controllo di un'impresa: un esempio numerico (4)

3) determinare i nuovi flussi di cassa sulla base delle nuove ipotesi: (dati in milioni di \$):

	anni	1	2	3	4	5
Ricavi di vendita (+5%)		157,5	162,8	167,0	174,3	178,5
costi variabili (65% dei ricavi)		102,4	105,8	108,5	113,3	116,0
costi fissi		25	26	26	27	27
ammortamenti		15	16	16	17	17
<b>EBIT</b>		<b>15,1</b>	<b>15,0</b>	<b>16,4</b>	<b>17,0</b>	<b>18,5</b>
interessi passivi		7,6	7,6	7,6	7,6	7,6
<b>EBT</b>		<b>7,5</b>	<b>7,4</b>	<b>8,8</b>	<b>9,4</b>	<b>10,9</b>
imposte (40%)		3,0	2,9	3,5	3,762	4,4
<b>EAT</b>		<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	<b>5,3</b>	<b>5,6</b>	<b>6,5</b>
<hr/>						
EAT		4,5	4,4	5,3	5,6	6,5
+ ammortamenti		15	16	16	17	17
+ delta circolante (+2,5%)		3,9	4,0	4,1	4,3	4,4
<b>Cash flow (per gli azionisti)</b>		<b>15,6</b>	<b>16,4</b>	<b>17,2</b>	<b>18,3</b>	<b>19,1</b>

## Il valore del controllo di un'impresa: un esempio numerico (5)

- 4) calcolare il valore dell'impresa nel caso fosse gestita dal nuovo management, sommando, come prima, il valore attuale dei flussi di cassa dei primi cinque anni al valore attuale del *terminal value*:

anni	1	2	3	4	5	Totale
Cash flow per gli azionisti	15,6	16,4	17,2	18,3	19,1	
Cash flow attualizzati ( $k_e = 12\%$ )	13,9	13,1	12,2	11,7	10,8	61,8
<i>terminal value</i> attualizzato ( $g = 6\%$ )						191,6
<b>valore dell'azienda per gli azionisti</b> (in caso di ristrutturazione)						<b>253,4</b>

- 5) determinare, infine, il valore del controllo come differenza fra il valore dell'impresa in caso di ristrutturazione e valore in assenza di ristrutturazione:

$$\text{valore del controllo} = 253,4 - 216,8 = 36,6.$$