



UNIVERSITÀ DI PISA

**Dipartimento di Economia e Management**

*Corso di Laurea Magistrale in  
Banca, Finanza Aziendale e Mercati Finanziari*

TESI DI LAUREA

**LE OPERAZIONI DI M&A PER LA CREAZIONE DI VALORE  
IL CASO SOFIDEL - LPC**

*Relatore:  
Prof.ssa Giovanna Mariani*

*Candidato:  
Giacomo Panattoni*

*Anno Accademico 2013/2014*



## INDICE

---

<b>INTRODUZIONE .....</b>	<b>7</b>
<b>PARTE PRIMA: ASPETTI TEORICI.....</b>	<b>11</b>
<b>1 OPZIONI STRATEGICHE PER LA CRESCITA DELLE IMPRESE .....</b>	<b>11</b>
1.1 La crescita interna.....	12
1.2 La crescita esterna.....	12
1.3 Considerazioni e differenze tra crescita interna e crescita esterna .....	14
1.4 La crescita contrattuale .....	15
<b>2 IL FENOMENO DELLE MERGERS &amp; ACQUISITIONS .....</b>	<b>17</b>
2.1 Le operazioni di finanza straordinaria.....	17
2.2 Cessione e acquisizione di azienda.....	18
2.3 Definizione e considerazioni introduttive sulle M&A .....	19
2.4 Le M&A come strategia per la creazione di valore.....	21
2.5 Le ricerche sulla creazione di valore delle M&A .....	23
2.6 Le merger waves.....	27
2.7 Il mercato mondiale delle M&A .....	35
2.8 Il mercato italiano delle M&A .....	41
<b>3 STRUTTURA DEL PROCESSO ACQUISITIVO .....</b>	<b>47</b>
3.1 Prospettiva di analisi del soggetto acquirente.....	47
3.2 Tipologie e schemi di vendita .....	48
3.3 Modalità tipiche di acquisizione.....	50
3.4 Le macrofasi del processo.....	51
3.4.1 La prima macrofase .....	51
3.4.2 La seconda macrofase .....	52
3.4.3 La terza macrofase .....	60
3.4.4 L'impatto sul valore delle macrofasi.....	61

<b>3.5 Le motivazioni del soggetto acquirente .....</b>	<b>62</b>
3.5.1 Sinergie di costo .....	65
3.5.2 Sinergie di ricavo .....	67
3.5.3 Motivazioni fiscali.....	68
<b>3.6 Motivazioni della società acquisita .....</b>	<b>69</b>
<b>3.7 Il valore di acquisizione .....</b>	<b>71</b>
3.7.1 La valutazione delle sinergie.....	73
3.7.2 La valutazione del differenziale di rischio .....	74
3.7.3 La valutazione delle opportunità strategiche incrementali.....	74
<b>3.8 Il valore attuale netto (VAN) generato dall'acquisizione .....</b>	<b>75</b>
<b>4 IL PROCESSO VALUTATIVO NELLE OPERAZIONI DI M&amp;A .....</b>	<b>77</b>
<b>4.1 Classificazione delle diverse metodologie di valutazione.....</b>	<b>79</b>
<b>4.2 Il quadro informativo.....</b>	<b>83</b>
4.2.1 Riclassificazione del conto economico .....	84
4.2.2 Riclassificazione dello stato patrimoniale.....	86
<b>4.3 L'approccio finanziario: <i>Discounted Cash Flow analysis</i> .....</b>	<b>91</b>
4.3.1 Gli input del modello dei flussi di cassa attualizzati (DCF) .....	93
4.3.2 Asset side approach (FCFO model) .....	97
4.3.3 Fasi del metodo DCF con approccio asset side.....	98
<b>4.4 L'approccio relativo: il metodo dei multipli di mercato.....</b>	<b>112</b>
4.4.1 Individuare il campione di società comparabili .....	114
4.4.2. Analisi dei multipli significativi.....	114
4.4.3 Calcolo e selezione dei multipli delle società comparabili da utilizzare.....	116
4.4.4 Applicazione dei multipli .....	117
4.4.5 Valutazione finale e apporto di dovute rettifiche .....	117
4.4.6 Conclusioni.....	117
<b>PARTE SECONDA. BUSINESS CASE: L'ACQUISIZIONE SOFIDEL - LPC.....</b>	<b>119</b>
<b>5 IL SETTORE DEL TISSUE .....</b>	<b>121</b>
<b>5.1 Il processo produttivo del tissue.....</b>	<b>121</b>
<b>5.2 Andamento globale del settore tissue .....</b>	<b>121</b>
<b>5.3 Andamento del settore tissue in Europa .....</b>	<b>125</b>
<b>5.4 Andamento del settore tissue in Italia .....</b>	<b>129</b>
<b>5.5 Il distretto cartario lucchese.....</b>	<b>130</b>

5.6 Le prospettive del settore.....	135
<b>6 IL GRUPPO SOFIDEL .....</b>	<b>139</b>
6.1 La strategia del Gruppo e i driver competitivi .....	141
6.2 La storia del Gruppo Sofidel .....	142
6.3 Le aziende del Gruppo.....	146
6.4 Organigramma di gruppo .....	147
6.5 Linee di business.....	148
6.5.1 Brand .....	148
6.5.2 Private Label .....	150
6.5.3 Away From Home (AFH) .....	150
6.5.4 Bobine (jumbo roll).....	151
6.6 Alcuni indicatori economici.....	152
6.7 Andamento e composizione del fatturato.....	153
6.8 La creazione e la distribuzione di valore aggiunto.....	154
6.9 La gestione delle risorse umane .....	155
<b>7 LPC GROUP .....</b>	<b>157</b>
7.1 Breve excursus storico .....	157
7.2 Organigramma di gruppo .....	159
7.3 Evoluzione di LPC negli anni.....	159
7.4 Stabilimenti e processo produttivo di LPC .....	160
7.5 Crescita dei ricavi di LPC .....	162
7.6 Linee di business.....	163
<b>8 IL GRUPPO SOFIDEL ACQUISISCE LPC GROUP .....</b>	<b>165</b>
8.1 Il quadro della vicenda .....	165
8.2 Il processo di acquisizione .....	169
8.3 Le motivazioni strategiche del deal.....	173
<b>9 IL PROCESSO VALUTATIVO .....</b>	<b>177</b>
9.1 La prospettiva valutativa adottata.....	177
9.2 Costruzione del Business Plan stand alone di Sofidel .....	181
9.3 Costruzione del Business Plan stand alone di LPC .....	188
9.4 Stima dei flussi di cassa attesi.....	193
9.5 Stima del costo del capitale come tasso di attualizzazione .....	194
9.6 Stima del Terminal Value.....	201

<b>9.7 Le valutazioni stand alone di Sofidel e LPC .....</b>	<b>203</b>
<b>9.8 Il supporto della valutazione relativa .....</b>	<b>205</b>
<b>9.9 La valutazione delle sinergie .....</b>	<b>207</b>
<b>9.10 Ipotesi di prezzo su dati di mercato .....</b>	<b>213</b>
<b>9.11 Costruzione del business plan della combined entity (Sofidel ex-post) .....</b>	<b>216</b>
<b>9.12 Stima dei flussi di cassa attesi per Sofidel post-integrazione .....</b>	<b>219</b>
<b>9.13 Stima del WACC per Sofidel post-integrazione .....</b>	<b>220</b>
<b>9.14 Stima del Terminal Value di Sofidel post-integrazione .....</b>	<b>222</b>
<b>9.15 La valutazione di Sofidel post-integrazione .....</b>	<b>223</b>
<b>9.16 Il valore di acquisizione .....</b>	<b>223</b>
<b>9.17 I costi di transazione .....</b>	<b>228</b>
<b>9.18 I costi di integrazione .....</b>	<b>232</b>
<b>9.19 Il VAN dell'operazione .....</b>	<b>234</b>
<b>10 CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE .....</b>	<b>237</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>241</b>
<b>SITOGRAFIA.....</b>	<b>247</b>
<b>APPENDICE 1: Bilanci consolidati di Sofidel e LPC .....</b>	<b>249</b>
<b>APPENDICE 2: Riclassificazioni di bilancio di Sofidel e LPC .....</b>	<b>257</b>
<b>APPENDICE 3: Il decalogo Sofidel della sostenibilità .....</b>	<b>263</b>
<b>APPENDICE 4: Articoli 81 e 82 del Trattato di Roma (1957).....</b>	<b>265</b>
<b>APPENDICE 5: Il saluto inviato da Luigi Lazzareschi ai colleghi di LPC .....</b>	<b>267</b>
<b>APPENDICE 6: Intervista a Luigi Lazzareschi (2014) .....</b>	<b>269</b>

*Alla mia famiglia*



## INTRODUZIONE

---

Le *Mergers & Acquisitions* rappresentano un valido strumento a disposizione delle imprese per attivare processi di crescita e creare valore aggiunto per gli azionisti delle stesse. Esse rientrano nel novero delle operazioni di finanza straordinaria, anche se di fatto negli ultimi decenni hanno progressivamente perso un po' i connotati di "straordinarietà" e assunto sempre più rilevanza all'interno della pianificazione strategica ordinaria delle aziende. La crescita esterna infatti, quella perseguita appunto attraverso il conseguimento di fusioni e acquisizioni, si palesa talvolta come l'unica strada in grado di consentire un reale sviluppo quali-quantitativo finalizzato all'incremento della quota di mercato, e ciò è particolarmente vero per tutti quei settori maturi e saturi caratterizzati da una domanda stagnante e un'offerta che tende a superare le capacità di assorbimento del mercato. In tali contesti produttivi, come quello del *tissue* cui si riferisce l'operazione di M&A presa ad oggetto nel presente *case study*, l'alternativa migliore per crescere e competere con qualità è senza dubbio quella di acquisire direttamente *market shares* detenute dai *competitors*. Questa è infatti la strategia assunta da diversi operatori del comparto tra i quali indubbiamente spicca l'italiano Gruppo Sofidel, nota multinazionale che grazie alla propria attività di espansione per linee esterne ispirata all'internazionalizzazione è riuscita a raggiungere il secondo posto in Europa, e il sesto a livello mondiale, nell'industria della carta per uso igienico e domestico. La creazione di valore è però il frutto di un accurato e delicato processo che presenta notevoli criticità e potenziali punti di rottura. Per cui, è necessario gestire con la massima diligenza e professionalità ogni *step* dello stesso, dagli aspetti tecnici a quelli valutativi, avvalendosi del supporto di *advisors* ed operatori specializzati. Sono frequenti infatti i casi in cui, vuoi per la sovrastima delle sinergie o per l'inappropriata gestione dell'importantissima fase di integrazione post-acquisizione, si è verificato uno spostamento di ricchezza in capo al venditore ed una definitiva distruzione di valore per gli azionisti della società acquirente.

La prima parte del lavoro sarà imperniata su aspetti prettamente teorici. In particolare, il capitolo 1 tratterà le diverse opzioni di crescita a disposizione delle imprese, da quella interna a quella esterna passando per quella "contrattuale" (o *business alliance*). Nel capitolo 2 ci caleremo all'interno della specifica fattispecie concernente la crescita esterna, definendo il fenomeno delle M&A ed illustrando a livello empirico gli andamenti storici che ne hanno

contraddistinto lo sviluppo nel corso degli anni, per poi fornire una rappresentazione dello stato attuale del mercato da un punto di vista globale, nazionale e settoriale. Il capitolo 3 sarà dedicato alla descrizione del processo di acquisizione, illustrando le macrofasi che lo compongono, le motivazioni sottostanti i *deal*, gli schemi di vendita, fino alla determinazione del valore di acquisizione e del valore attuale netto (VAN) generato in ultima istanza dall'investimento. Il capitolo 4 concerne invece gli strumenti che stanno alla base delle valutazioni economico-finanziarie delle operazioni di M&A, nel quale si presterà particolare attenzione al metodo finanziario del *Discounted Cash Flow* e all'approccio relativo basato sull'applicazione dei multipli di mercato.

La seconda parte del lavoro sarà invece dedicata esclusivamente al caso pratico oggetto di studio, riguardante l'acquisizione effettuata nel 2010 dal Gruppo Sofidel nei confronti della *target* LPC Group. Il capitolo 5 fornirà una definizione del settore *tissue*, cui appartengono gli attori coinvolti nell'operazione sotto analisi, e mostrerà il suo andamento a livello globale, europeo, nazionale e distrettuale. Il capitolo 6 introdurrà la realtà societaria Sofidel, descrivendo le sue peculiarità strategiche, produttive ed economiche. Lo stesso sarà fatto per l'azienda LPC all'interno del capitolo 7. Il capitolo 8 entrerà nel merito del *deal*, illustrando il quadro della vicenda, il processo acquisitivo e le motivazioni strategiche alla base dello stesso. Il capitolo 9 si occuperà di sviluppare integralmente e in prima persona tutto il procedimento valutativo sottostante l'operazione di M&A trattata, partendo dalle valutazioni *stand alone* delle due imprese fino ad arrivare alla stima del valore di acquisizione e alla definizione del VAN, indicante in ultima istanza il valore creato dall'acquirente Sofidel per mezzo dell'iniziativa promossa. Infine, il capitolo 10 riassumerà i tratti salienti del *business case* e fornirà un giudizio di sintesi sull'operazione analizzata.

*Desidero ringraziare con affetto tutti coloro che mi hanno consentito di portare a termine questo percorso molto intenso e di raggiungere un traguardo così importante della mia vita, a partire dal mio relatore, la Prof.ssa Giovanna Mariani, per il tempo dedicatomi e i fondamentali suggerimenti ricevuti durante la stesura della tesi. Un caloroso ringraziamento a tutta l'azienda Sofidel, e in particolare a Emi Stefani (Shareholder and Chairman), Luigi Lazzareschi (Shareholder and Chief Executive Officer), Angelo Della Maggiora (Corporate Finance & IT Director), Fabio Giannini (Vice Corporate Finance & IT Director) e soprattutto Gianluca Perini (Corporate Business Planning Manager), il quale ha seguito e supervisionato in prima persona tutto il lavoro svolto e mi ha permesso di crescere molto sia a livello professionale che umano, grazie ai suoi preziosissimi consigli e alla grande disponibilità avuta nei miei confronti. Infine, devo ringraziare di cuore i miei cari genitori, la mia compagna Jessica e i miei nonni, che durante tutti questi mesi hanno sempre dimostrato fiducia nei miei mezzi, mi hanno supportato e sopportato nei momenti più difficili. Ve ne sono grato.*



## **1 OPZIONI STRATEGICHE PER LA CRESCITA DELLE IMPRESE**

---

Le imprese hanno da sempre manifestato un'istintiva e fisiologica propensione alla crescita, perseguita con costanza e determinazione durante il loro ciclo di vita, e rispondente a ragioni di carattere sia soggettivo che oggettivo. Le prime riguardano tutte quelle componenti di natura psicologica che influenzano i processi decisionali, in quanto manager ed imprenditori si sentono realizzati da un punto di vista professionale quando affrontano progetti ambiziosi, ad elevato rischio ma potenzialmente vincenti e con prospettive future molto allettanti. Le ragioni di tipo oggettivo attengono invece alla connotazione razionale e aziendalistica del problema, riflettendo motivazioni di ordine operativo, competitivo e di mercato, in cui la crescita è giustificata e sostenuta da prudenti valutazioni strategiche piuttosto che da fattori emozionali ed impulsivi (Cfr. Conca V., 2010).

Negli ultimi anni le imprese hanno avvertito sempre più il bisogno di ricorrere ad uno sviluppo per sostenere la maggiore pressione competitiva, configurando quindi la crescita non più solo come un'opzione strategica, ma come uno stato di necessità al quale assolvere ai fini della sopravvivenza; tali considerazioni si palesano in particolar modo per tutte quelle realtà imprenditoriali che operano nei settori tradizionali caratterizzati da mercati saturi.

Lo sviluppo dimensionale, dunque, è talvolta una strada necessaria e imprescindibile per l'esistenza dell'impresa nel tempo, finalizzata al superamento o, quantomeno, al raggiungimento di una sufficiente massa critica dimensionale che permetta di competere sul mercato, senza farsi espellere inevitabilmente dallo stesso.

Il raggiungimento di economie di scala o di scopo, l'aumento del potere contrattuale verso clienti e fornitori, l'incremento della quota di mercato, la maggiore notorietà, la valorizzazione dei propri *brand*, l'acquisizione di competenze tecnologiche e *know-how* rappresentano solo alcuni degli stimoli e delle ambizioni che giustificano la volontà di crescere da parte di manager ed imprenditori lungimiranti.

I sentieri di crescita a disposizione delle imprese per la creazione di valore seguono due principali strade: la crescita per vie interne e la crescita per vie esterne, alle quali si aggiunge una terza soluzione, intermedia, rappresentata dalla crescita contrattuale.

## **1.1 La crescita interna**

Lo sviluppo per linee interne, o crescita organica, consiste nel cosiddetto “sviluppo in proprio”, ovvero sia nell'ampliare le strutture aziendali internamente attraverso il conseguimento di investimenti strategici *ad hoc*, fatti su misura. Lo sviluppo di nuove attività avviene facendo leva su capacità manageriali, *know how*, risorse finanziarie, umane e tecnologiche già in possesso dell'azienda, e rispecchia puntualmente le caratteristiche e le esigenze manifestate dalla società stessa. Gli investimenti sono spesso mirati ad incrementare la capacità produttiva o la rete commerciale, in modo da conservare (in ottica difensiva) o aumentare (in ottica offensiva) la propria quota di mercato andando a colmare gli eventuali disallineamenti tra domanda e offerta.

## **1.2 La crescita esterna**

La crescita per linee esterne ha invece la finalità di aumentare le dimensioni esternamente attraverso l'acquisto di una struttura produttiva già esistente ed operante; ciò avviene tramite il conseguimento di operazioni straordinarie (in particolare fusioni e acquisizioni) riguardanti interi complessi aziendali o singoli rami di questi, il cui controllo passa dunque ad un nuovo soggetto economico che ha l'intento di sfruttare a posteriori le sinergie scaturenti dalla nuova realtà venutasi a costituire a seguito dell'integrazione.

I motivi alla base dell'espansione per vie esterne sono molteplici e variano da situazione a situazione, ma si possono ricondurre principalmente a quattro macrocategorie (Conca V., 2010):<sup>1</sup>

- logiche di tipo aggressivo, finalizzate all'ampliamento della quota di mercato e allo sfruttamento delle risorse acquisibili all'esterno della propria struttura;
- spinte all'efficienza dimensionale, le quali si riferiscono tipicamente al conseguimento di economie di scala, di scopo o di integrazione;
- logiche di tipo difensivo, motivate dalla necessità di replicare alle iniziative dei *competitors*, alla creazione di barriere all'entrata, al controllo di fornitori strategici o alla formazione di posizioni monopolistiche sul mercato;
- reazioni a fattori esogeni, quali cambiamenti legislativi o agevolazioni particolari.

---

<sup>1</sup> Per approfondimenti si consulti anche: DePamphilis D., 2013; DePamphilis D., 2010; Gaughan P. A. 2010.

La crescita esterna può essere conseguita attraverso differenti modalità:<sup>2</sup>

- *integrazione orizzontale*: consiste nell'acquisire un'unità produttiva operante nel medesimo settore dell'acquirente, allo scopo di generare sinergie operative, conseguire economie di scala o di scopo, diversificare prodotti e processi ed ampliare l'area geografica servita. Ciò consente di rafforzare la quota di mercato detenuta dall'impresa, aumentando il proprio controllo sull'andamento dei prezzi;
- *integrazione verticale*: strategia di sviluppo con cui si mira ad acquisire il controllo sugli input (integrazione a monte, avvicinamento ai fornitori) o sugli output (integrazione a valle, avvicinamento ai clienti) del proprio business, internalizzando quindi fasi della filiera produttiva immediatamente collegate a quelle in cui un'impresa opera (imballaggio, lavorazione, distribuzione,...). L'obiettivo è quello di incrementare il livello di efficienza, aumentare il controllo sul ciclo produttivo ed apporre barriere alla concorrenza, rafforzando anche in questo caso il potere di mercato in quanto l'impresa aumenta la propria dimensione;
- *diversificazione correlata o concentrica*: fa riferimento alle acquisizioni nelle quali acquirente e acquisita operano in settori diversi tra loro presentando tuttavia legami da un punto di vista tecnologico, produttivo o di mercato. In tale contesto si cerca di conseguire economie di scopo per giungere ad una migliore allocazione delle risorse in eccesso delle quali dispone il soggetto economico acquirente, sfruttando ad esempio sinergie di ricerca, progettazione, sviluppo dei prodotti, gestione della produzione o rapporti con il mercato;
- *diversificazione conglomerata*: si verifica laddove le due società appartengano a settori produttivi completamente diversi, i cui collegamenti risultino molto deboli o del tutto inesistenti; l'obiettivo è quello di conseguire una diversificazione strategica del *core business*. Questa è la strategia che presenta i maggiori rischi di gestione (visto l'ingresso in un settore sconosciuto rivolto ad una clientela sconosciuta) ma i minori rischi di mercato, in quanto i mercati presidiati dall'impresa non risultano legati tra loro e di conseguenza non seguono gli stessi trend.

---

<sup>2</sup> Per approfondimenti sul tema si rimanda a: Napolitano M. R., 2003; Zanetti L., 2000; Ferrucci L., 2000; Fontana F. e Caroli M., 2009.

### **1.3 Considerazioni e differenze tra crescita interna e crescita esterna**

La crescita per linee interne avviene in modo omogeneo, lento e graduale, consentendo un piano di investimenti ben congegnato, flessibile e perfettamente aderente alle necessità finanziarie e imprenditoriali del caso. La crescita per linee esterne, invece, si rileva essere più semplice e veloce; infatti, comprando un complesso produttivo già esistente e funzionante si riducono notevolmente i tempi altrimenti richiesti per portare a termine una crescita *ex-novo*. Oltre alla maggior velocità, il potenziamento esterno consente anche di individuare sul mercato aziende sottovalutate, per varie ragioni, le quali possono costituire un ottimo investimento per l'acquirente.

Un evidente punto a favore della soluzione esterna concerne le ampie potenzialità sinergiche che essa può generare, quali il superamento di barriere all'ingresso, altrimenti non possibile, l'acquisizione di competenze e di tecnologie, altrimenti non ottenibili, lo sfruttamento di eventuali benefici fiscali, la riduzione del livello di rischio finanziario e l'acquisizione in tempi rapidi di quote di mercato. Tuttavia, non bisogna sottostimare i rilevanti problemi organizzativi concernenti l'integrazione tra realtà aziendali e culturali diverse che, laddove non si sappiano affrontare e gestire correttamente, finiscono per compromettere il buon esito dell'operazione.

La crescita interna mette di fronte una molteplicità di alternative praticabili, ognuna delle quali incorpora specifiche soluzioni operative, e il processo di scelta non risulta vincolato dalla scarsità o dall'unicità delle opzioni a disposizione, come invece accade frequentemente per la crescita esterna.

L'alternativa interna, inoltre, può essere reversibile e comporta in tal caso dei costi di uscita sopportabili, mentre la soluzione esterna costituisce un'iniziativa rigida, vincolante e irreversibile, quantomeno nel breve periodo, con costi di uscita talvolta così elevati da precluderle a priori la decisione.

Sul fronte competitivo, lo sviluppo degli investimenti interni, aumentando di fatto il livello dei volumi produttivi, tende a provocare una dilatazione dell'offerta complessiva causando effetti destabilizzanti sui prezzi; l'espansione esterna, per contro, non genera questi problemi, trasferendo semplicemente quote di mercato da un soggetto economico (cedente o *target*) a un altro (cessionario o *bidder*), ma può condurre a posizioni di stampo monopolistico che viciano comunque lo scenario competitivo, aspetto la cui soluzione è demandata all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (Conca V., 2010).

Non è possibile stabilire a priori quale delle due soluzioni sia considerata la migliore in

assoluto e in ogni frangente; la scelta tra espansione interna ed espansione esterna equivale sostanzialmente a una scelta di *make or buy*, dove occorre aver ben chiari i vantaggi e gli svantaggi presentati da entrambe le alternative. Una panoramica sintetica dei fattori e delle considerazioni che dovrebbero orientare la scelta in questione è riportata nella tabella 1.

**Tabella 1: Gli effetti indotti dalle strategie di crescita interna ed esterna**

<b>Crescita interna</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Corretto dimensionamento degli investimenti</li> <li>▪ Efficienza localizzativa</li> <li>▪ Ricorso a tecnologie d'avanguardia</li> <li>▪ Immediata integrabilità nella struttura preesistente</li> <li>▪ Processo decisionale agevole e semplice</li> <li>▪ Riflessi sul sistema competitivo dovuti all'incremento della capacità produttiva settoriale</li> </ul>
<b>Crescita esterna</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Obiettivi conseguibili in tempi rapidi</li> <li>▪ Superamento di barriere all'ingresso</li> <li>▪ Possibilità di acquisire risorse e competenze scarse</li> <li>▪ Risparmi di costi e di tempi nell'acquisizione di quote di mercato</li> <li>▪ Ampie potenzialità sinergiche</li> <li>▪ Effetti positivi sull'immagine</li> <li>▪ Conseguimento di vantaggi finanziari e fiscali</li> <li>▪ Criticità dell'integrazione post acquisizione</li> </ul>

Fonte: nostra elaborazione da Conca V., *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, 2010

#### **1.4 La crescita contrattuale**

Vi sono strade alternative alle M&A per giungere alla creazione di valore per gli azionisti, soluzioni intermedie alle due fattispecie di crescita sin qui esaminate che fanno riferimento alle cosiddette “alleanze commerciali” o *business alliances*.

Tali soluzioni si articolano in: *joint ventures*, alleanze strategiche, investimenti di minoranza, concessioni e licenze (DePamphilis D., 2010).

La *joint venture* è un accordo di collaborazione tra due o più imprese finalizzato all'ottenimento di obiettivi strategici comuni, la quale unione definisce un nuovo soggetto giuridicamente indipendente dalle imprese che lo costituiscono. Si può assumere la forma organizzativa ritenuta più opportuna dalle parti coinvolte e ogni partner continua ad esistere

come entità separata; le *joint venture corporations* hanno il proprio consiglio di amministrazione composto da rappresentanti delle società partecipanti.

Un'alleanza strategica (*strategic alliance*) in genere non riesce a creare una persona giuridica distinta. Essa è un accordo contrattuale finalizzato ad esempio ad espandere le vendite dei prodotti di ciascuna impresa alle rispettive clientele opposte, o a co-sviluppare una tecnologia, un prodotto o un processo in comune.

Un investimento di minoranza (*minority investment*) richiede un minore impegno in termini gestionali ed è caratterizzato da elevata liquidità se l'investimento in questione è effettuato in una società quotata in Borsa.

La soluzione della licenza, che non richiede capitale iniziale, rappresenta un modo conveniente a disposizione di una società per estendere i propri marchi a nuovi prodotti e/o nuovi mercati. L'azienda concede semplicemente in licenza i propri marchi a terzi.

Il *franchising*, o affiliazione commerciale, è una formula di collaborazione tra imprenditori per la distribuzione di servizi e/o beni, indicata per chi vuole avviare una nuova impresa senza partire da zero e preferisce legare la propria impresa ad un marchio già affermato. Il *franchising* è una specifica forma di licenza che vede da una parte un'azienda con una formula commerciale consolidata (affiliante, o *franchisor*) e dall'altra una società o una persona fisica (affiliato, o *franchisee*) che aderisce a questa formula andando a vendere i beni o servizi della prima all'interno di una determinata area geografica.

In ogni caso, le alleanze commerciali o “contrattuali” comportano forme di cooperazione e collaborazione interaziendale, in una prospettiva dinamica che sappia valorizzare la potenzialità delle relazioni instaurate tra i partner.

Le imprese che decidono di collaborare si pongono come obiettivo la realizzazione di un progetto comune, di rapporti economici stabili o di cooperazioni a livello gestionale ed organizzativo, mettendo insieme diversi *know-how* e condividendo rischi e benefici conseguenti dall'accordo stipulato.

In questa ottica, le acquisizioni potrebbero essere interpretate come la forma più rigida e meno reversibile di accordo tra imprese (Faulkner D., 1995; Conca V., 2010). Infatti, frequentemente l'alleanza strategica costituisce il primo approccio verso la successiva acquisizione, tant'è che per alcuni manager rappresenta proprio un passo indispensabile per diminuire i rischi di insuccesso tipici delle M&A.

## 2 IL FENOMENO DELLE MERGERS & ACQUISITIONS

---

### 2.1 Le operazioni di finanza straordinaria

Con il termine di “operazione straordinaria” si fa riferimento ad un articolato insieme di operazioni, eccezionali rispetto all’attività caratteristica dell’impresa, volte a riconfigurare la struttura aziendale, le risorse patrimoniali, i profili gestionali e organizzativi, gli assetti di *governance* e le risorse umane (Tedeschi G., Salvadeo S., 2012)

Le logiche sottostanti alle operazioni di finanza straordinaria possono essere molteplici:

- riassetto organizzativo;
- concentrazione aziendale in un’unica entità economica;
- riduzione dei rischi aziendali;
- creazione ed organizzazione di un gruppo;
- miglioramento del merito creditizio;
- passaggio generazionale;
- disinvestimento da parte della proprietà (*way out*);
- leva fiscale (*tax planning*);
- quotazione in borsa;
- altre motivazioni (offerta irrinunciabile, necessità di evitare procedure concorsuali, impieghi di liquidità in eccesso in ottica speculativa, dissidi irrimediabili tra soci, motivi familiari o di salute, assenza di un leader all’interno dell’azienda, comportamenti opportunistici da parte del management,...).

I processi di cambiamento strategico e organizzativo, alla ricerca di assetti più aderenti alle esigenze del momento, sono realizzati attraverso particolari operazioni caratterizzate da aspetti tecnici ed economici peculiari tra loro, le quali consentono di pervenire a modificazioni permanenti nella struttura societaria di un’azienda.

Le principali operazioni attraverso cui si articola la finanza straordinaria sono le seguenti:

- fusione (artt. dal 2501 al 2505-*quarter* c.c.);
- scissione (artt. dal 2506 al 2506-*quarter* c.c.);

- conferimento d'azienda (non espressamente previsto dal c.c., si rimanda alla disciplina inerente il conferimento di beni);
- acquisizione/cessione d'azienda o di ramo d'azienda (artt. dal 2556 al 2560 c.c.);
- affitto d'azienda (art. 2562 c.c., con rinvio alla disciplina dell'usufrutto di azienda, art. 2651 c.c.);
- liquidazione (artt. 2484 e seguenti c.c.).

Per quanto concerne il nostro lavoro, ci caleremo di seguito nella fattispecie giuridica della cessione d'azienda, la quale rappresenta l'operazione contrapposta all'acquisizione se si assume l'ottica del venditore. C'è infatti uno stretto legame tra disinvestimento e acquisizione, rappresentando esse di fatto le due facce della stessa medaglia; ogni operazione di crescita esterna coinvolge allo stesso tempo due soggetti economici con opposti obiettivi, e ciò che è "acquisizione" per l'uno (acquirente) diventa "cessione" per l'altro (venditore).

## **2.2 Cessione e acquisizione di azienda**

L'operazione di cessione d'azienda, o di ramo d'azienda, è disciplinata a livello civilistico prevalentemente dagli artt. 2556-2560 c.c., mentre sotto il profilo fiscale, per quanto attiene alle imposte dirette, la normativa di riferimento è riportata dagli artt. 58 e 86 del TUIR.

Con la cessione d'azienda si trasferisce la proprietà di un complesso organizzato di beni e risorse a fronte del pagamento di un corrispettivo pattuito; si tratta quindi di un contratto di compravendita a titolo oneroso avente ad oggetto un'azienda o una parte di essa (ramo, succursale), con il quale le parti (cedente e cessionario) stabiliscono i termini di pagamento, gli aspetti economici, le garanzie e la tempistica della transazione.

Come già accennato, l'acquisizione di azienda rappresenta l'operazione corrispondente, dal punto di vista del soggetto acquirente (cessionario), alla cessione di azienda (ottica del soggetto cedente); essa si inquadra nel contesto delle possibili soluzioni di crescita a disposizione delle imprese, in quanto la finalità è quella di conseguire un aumento dimensionale dell'attività e di procurarsi nuove risorse allo scopo di conseguire un vantaggio competitivo.

Le motivazioni di un potenziale acquirente sottostanti ad un'operazione di cessione o di acquisizione possono essere, infatti, di natura riorganizzativa o di sviluppo, mentre, assumendo la prospettiva del soggetto venditore, la medesima operazione può essere indirizzata ad obiettivi di ristrutturazione, razionalizzazione o ridimensionamento dell'attività.

Il cessionario (acquirente) decide di non investire risorse all'interno della propria azienda, attraverso il potenziamento degli impianti produttivi o la formazione del personale, ma di inglobare dall'esterno un'unità economico-produttiva già esistente ed avviata, dando vita quindi ad un processo di crescita esterna, già introdotto nel primo capitolo. Come abbiamo visto, tale processo porta con sé un'ampia serie di vantaggi relativi, tra cui l'ampliamento della quota di mercato o la penetrazione in nuove aree precluse da barriere all'entrata.

Dal punto di vista del cedente, il corrispettivo del disinvestimento può essere impiegato per il finanziamento di nuovi progetti, nel rafforzamento dell'attività preesistente, oppure destinato alla riorganizzazione della società tramite l'eliminazione delle divisioni meno produttive o la semplificazione della gestione amministrativa. La cessione potrebbe anche rispondere a fabbisogni di liquidità, cagionati da uscite non previste o da livelli di indebitamento eccessivi rispetto alla struttura patrimoniale dell'azienda, oppure potrebbe risultare necessaria in caso di dissidi tra soci o amministratori (problematiche di *governance*), i quali possono frequentemente incidere sullo svolgimento efficiente ed equilibrato della gestione (Cfr. Tedeschi G., Salvadeo S, 2012).

Le motivazioni della società acquirente e della società cedente verranno comunque riprese e approfondite nel prosieguo del lavoro.

### **2.3 Definizione e considerazioni introduttive sulle M&A**

Negli ultimi anni vent'anni anche nel nostro paese si sono diffuse e, pian piano, accresciute le operazioni inerenti il trasferimento di aziende e partecipazioni di società, cioè quella serie di attività e processi, di carattere prettamente straordinario, attraverso i quali si perviene ad un mutamento nell'assetto proprietario di un'impresa.

Finora si è parlato di acquisizione, o, analogamente, di cessione di azienda (a seconda della prospettiva assunta nell'operazione), tenendo tali termini distinti, almeno formalmente, da quello di fusione; di fatto però si sente parlare indifferentemente di fusioni e acquisizioni, o *Mergers and Acquisitions* (M&A).

Per chiarire l'equivoco, diciamo che, tecnicamente, l'acquisizione si configura come un'operazione di trasferimento del controllo di un'attività mediante un passaggio di proprietà, mentre la fusione può essere considerata come lo strumento che sancisce a livello formale l'integrazione tra le due società; l'acquisizione, in altri termini, anticipa la fusione.

Nei paesi anglosassoni i termini *merger and acquisition* sono complementari, mentre nel contesto italiano questi sono tenuti giuridicamente distinti, come evidenziato nell'elencazione

delle diverse operazioni di finanza straordinaria riportata nel precedente paragrafo. Comunque, a prescindere da ogni implicazione giuridica e di assetto societario, si ritiene nella prassi che i termini acquisizione e fusione possano essere utilizzati come sinonimi, utilizzando semplicemente l'acronimo M&A (Conca V., 2010).

Le M&A rappresentano uno strumento indispensabile per attivare i processi di crescita delle imprese e creare valore per gli azionisti delle stesse, provocando modificazioni permanenti sulla struttura proprietaria (*governance*) di una o più imprese.

Le motivazioni per le quali si ricorre a tali operazioni sono in parte già state introdotte quando si è parlato di crescita esterna e di operazioni di finanza straordinaria, e verranno riprese puntualmente nell'ambito degli obiettivi perseguiti dalle società coinvolte in un *deal*. In ogni caso, ci limiteremo in questa sede a riassumere le principali finalità delle operazioni di fusione e acquisizione:

- motivazioni strategiche: migliorare il posizionamento competitivo e rifocalizzare il proprio *core business*;
- motivazioni economiche: ridurre i costi e migliorare la performance degli utili;
- motivazioni fiscali: ridurre le imposizioni sfruttando le legislazioni dei diversi paesi.

Con l'evolversi del processo acquisitivo, sempre più sofisticato e complesso, oggi la positiva conclusione di un'operazione di M&A richiede la preventiva e puntuale conoscenza specialistica di tutti i suoi aspetti qualificanti, da quello strategico-industriale (o di *business*) a quello finanziario, da quello contabile a quello ambientale, da quello tributario a quello giuridico (in particolare alla luce della normativa *antitrust*).

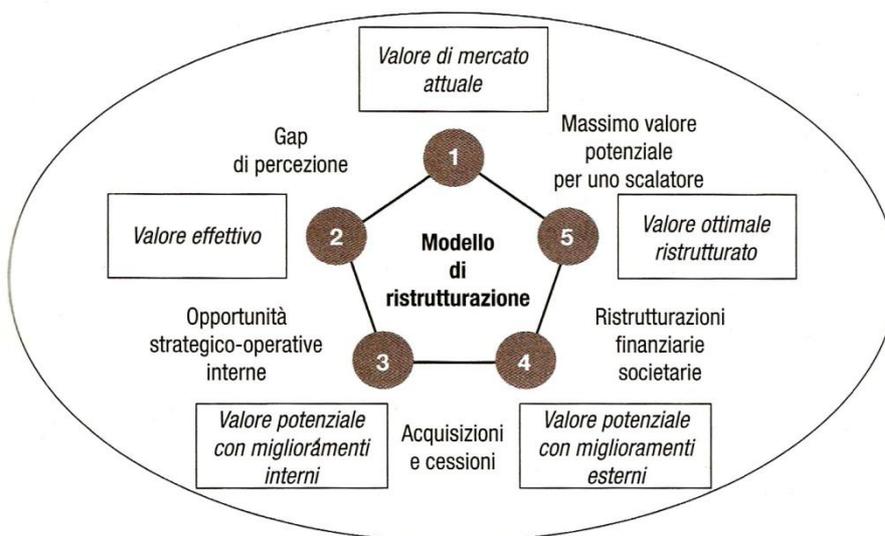
Di conseguenza, un'adeguata gestione del processo implica l'automatico coinvolgimento, sia da parte del venditore (cedente) che dell'acquirente (cessionario), di un *team* di professionisti che posseggano l'esperienza necessaria e la preparazione idonea per tutelare efficacemente gli interessi delle parti assistite nella transazione. Per tali ragioni, nel corso del tempo si sono affermati alcuni *big player* all'interno del settore, quali gli *advisors* ed i *brokers* industriali e finanziari, le *merchant banks* ed i fondi di *private equity* o di *venture capital*, le società di revisione e quelle di *corporate finance*, gli studi legali e quelli tributari (Lantino S., Casucci P., 2010).

## 2.4 Le M&A come strategia per la creazione di valore

Nel precedente capitolo si è parlato di crescita, distinguendo quella perseguita per linee interne da quella realizzata per vie esterne, e differenziando la situazione in cui essa rappresenti un'opzione strategica dal caso in cui si palesi una condizione imprescindibile per la sopravvivenza dell'azienda. In ogni caso, comunque, la crescita non è utilmente conseguibile se non accompagnata dalla possibilità di creare nuovo valore, per cui il tema del valore diventa un elemento centrale nell'analisi delle strategie di sviluppo.

Ad esempio, il famoso modello del pentagono ideato dalla società di consulenza statunitense McKinsey, riportato in figura 1, ha posto l'enfasi sul concetto di differenziale progressivo di valore, il quale differenziale, o *gap*, dipende dalla capacità di intervenire su un'impresa sfruttando le potenziali sinergie percepite riguardo la stessa.

Figura 1: Il modello McKinsey per la valutazione delle opportunità di creare valore



Fonte: T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Valuation. Measuring and Managing the Value of Company*. New York, Wiley, 1990

Il modello in questione si sposa alla perfezione con le osservazioni avanzate da Guatri, il quale sottolinea la necessità di una ricerca sistematica e continua di tutte le occasioni e le condizioni per accrescere il valore di un'impresa (Guatri L., 1993). Analogamente, infatti, lo schema di McKinsey aiuta a capire e a razionalizzare in che modo le diverse opportunità di ristrutturazione a disposizione del management possano condurre ad un incremento di valore del business e dell'azienda.

Partendo dal valore corrente di mercato dell'impresa (punto 1 del pentagono), si può

stimare in successione il valore effettivo, *stand alone*, della stessa (punto 2), il valore potenziale conseguibile con miglioramenti interni (punto 3), quello ottenibile con miglioramenti esterni (punto 4) e, infine, quello a seguito di un'eventuale ristrutturazione finanziaria (punto 5).

Il passaggio da una fase all'altra evidenzia lo sforzo aziendale alla ricerca dei "gap di valore" da colmare attraverso interventi di riassetto operativo, di portafoglio o finanziario. Potendo idealmente sommare tutte le opportunità individuate, si arriva a determinare progressivamente il massimo valore che l'azienda può conseguire all'interno di ogni *step*, confrontandolo di volta in volta con la situazione di partenza.

Nel modello proposto dalla società di consulenza statunitense si riscontrano le due fattispecie di crescita di cui si è parlato sinora, quella effettuata per linee interne e quella condotta per linee esterne. Infatti, la fase *due* del processo attiene alla valutazione delle opportunità strategico-operative interne, derivanti cioè da un percorso di crescita imperniato su un piano di investimenti *ad hoc* in funzione delle esigenze manifestate dall'azienda. La fase *tre*, invece, concerne un percorso di crescita effettuato per vie esterne, dove il miglioramento e lo sviluppo del business è basato sul conseguimento di operazioni di finanza straordinaria, quali acquisizioni e fusioni di aziende. All'interno della fase *quattro*, infine, una volta avvenuto l'eventuale trasferimento dell'azienda *target*, si ipotizza l'incremento di valore della stessa in seguito a ristrutturazioni finanziarie eseguibili dal soggetto economico acquirente, così da pervenire ad un valore ottimale ristrutturato (punto 5) da confrontare con l'attuale valore di mercato (punto 1) al fine di apprezzare il potenziale massimo *gap*.

Il pentagono di McKinsey mette quindi in luce come le *mergers and acquisitions* costituiscano una potenziale leva strategica per la creazione di valore all'interno di un'impresa. Esse, si ribadisce, si inseriscono fra le possibili soluzioni di crescita a disposizione delle imprese, nella misura in cui permettano di conseguire uno sviluppo quali-quantitativo del business in grado di generare nuovo valore per gli azionisti. Vi sono addirittura società che sono cresciute mediante un ricorso massiccio, talvolta quasi esclusivo, allo sviluppo per vie esterne.

In alcuni settori, poi, l'alternativa per crescere è solo l'acquisizione; ciò è particolarmente vero in caso di mercati maturi caratterizzati da una domanda stagnante, difficoltà a differenziare i prodotti, globalizzazione incessante, elevato livello degli investimenti in R&S, e via dicendo. La compresenza di tali elementi nel tessuto competitivo di riferimento, rende la concentrazione tra unità produttive ancora più conveniente, favorendo, di conseguenza, i processi di acquisizione.

Alcune delle condizioni brevemente esemplificate si riscontrano nel settore del *tissue* (produzione di carta destinata all'uso domestico, igienico e sanitario), all'interno del quale molte aziende hanno da anni intrapreso una crescita acquisitiva per linee esterne; questo è il caso del *Gruppo Sofidel*, nota società multinazionale leader nel mercato in questione e presa ad oggetto nella seconda parte del presente lavoro.

La creazione di valore nelle operazioni di M&A è, però, l'esito di un accurato processo di pianificazione che deve obbligatoriamente considerare tutti i problemi e i tempi necessari per l'integrazione tecnica, culturale e organizzativa delle realtà operative coinvolte nel *deal*. Sono numerosi i casi insuccesso, nei quali il fallimento dell'iniziativa è stato in genere causato dalla sottostima dei costi rispetto ai benefici potenziali, dall'eccessivo ricorso all'indebitamento a scapito dell'equilibrio finanziario, e dalla gestione inappropriata della fondamentale e critica fase di post-integrazione.

Infine, bisogna precisare che le strategie di acquisizione non devono comunque sostituire le politiche di investimento ma, al contrario, devono stimolare l'impresa acquirente sul fronte dell'evoluzione tecnologica e dei processi di sviluppo interno, facendo fruttare al meglio le risorse e le competenze trasferite dall'impresa acquisita. Solo in questo modo si potrà davvero contribuire ad accrescere il valore dell'impresa (Cfr. Conca V., 2010).

## **2.5 Le ricerche sulla creazione di valore delle M&A**

Considerando il ben documentato elenco di operazioni commerciali fallite, l'opinione diffusa sulla base di una serie di studi condotti sull'M&A sembrerebbe sconsigliare tale strategia di crescita esterna; utilizzando vari approcci di tipo quantitativo, queste analisi hanno elaborato un tasso di fallimento delle fusioni di addirittura il 70% e, in alcuni casi, perfino del 90%. Tuttavia, nonostante le chiare indicazioni che le transazioni di M&A il più delle volte avevano distrutto valore anziché crearlo, varie società per azioni e aziende a capitale privato ne hanno realizzato un numero viepiù crescente fra il 2002 e l'anno record del 2007, prima della crisi economica (Herd T. J., McManus R., 2012).

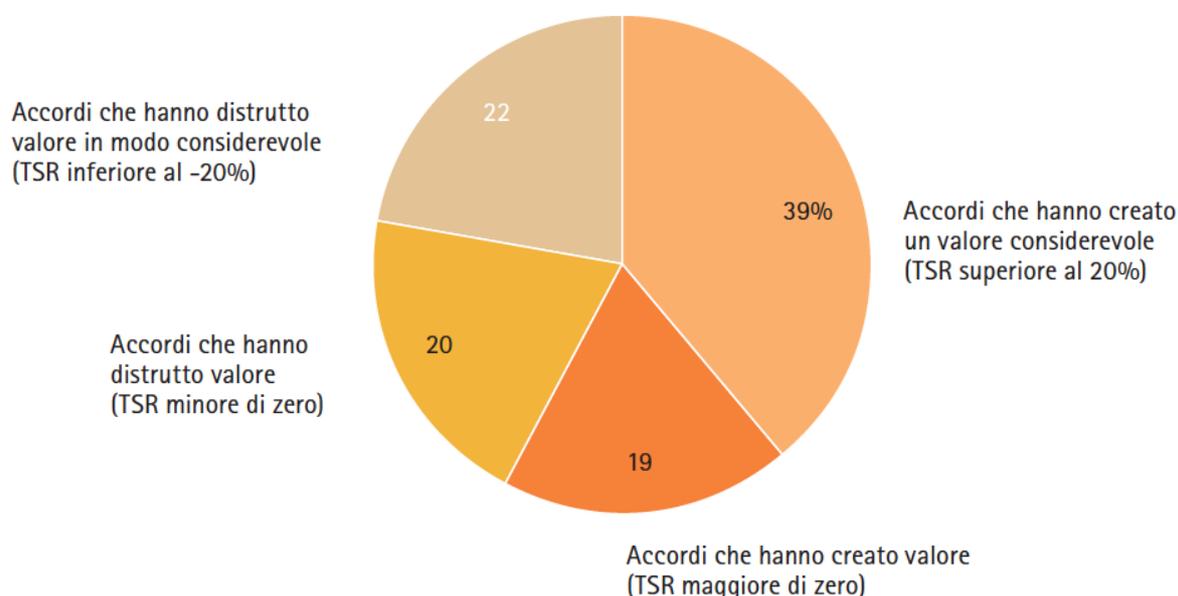
Sebbene la letteratura esistente in materia suggerisca che normalmente le operazioni di M&A distruggono valore azionario, una ricerca condotta da Accenture ("Who says M&A doesn't create value?") sugli accordi conclusi fra il 2002 e il 2009 rivela che il 58% di tutte le fusioni e acquisizioni avvenute durante quel periodo di fatto ha creato valore per il compratore (grafico 1).

Nella ricerca sono state prese in esame le 500 più importanti operazioni di fusione e

acquisizione portate a termine in tutto il mondo da compratori quotati in Borsa fra il 2002 e il settembre 2009 e si sono analizzate le loro performance finanziarie due anni dopo l'annuncio dell'accordo, fino al settembre del 2011. Come parametro di misura del successo della M&A è stato utilizzato il rendimento complessivo dell'investimento per gli azionisti (*Total Shareholder Return*, TSR) calcolato sommando i dividendi alla variazione netta del valore di un titolo in un dato periodo di tempo, in relazione a un indice di settore di Standard & Poor's. Per quanto sia vero che non esiste un solo modo giusto per misurare le performance, il TSR fornisce una visione concreta, obiettiva e quantificabile del successo di un'operazione. Ventiquattro mesi dopo la data dell'annuncio dell'accordo è stato misurato il TSR della società acquirente relativamente al suo indice di settore. Questo ha consentito di registrare l'impatto legato all'integrazione della società *target* e i vantaggi a lungo termine dell'acquisizione.<sup>3</sup>

#### Grafico 1: Ricerca sulla creazione di valore delle operazioni di M&A

Rendimento totale per gli azionisti vs. benchmark di settore  
(TSR misurato 24 mesi dopo l'annuncio dell'accordo)



Fonte: analisi Accenture

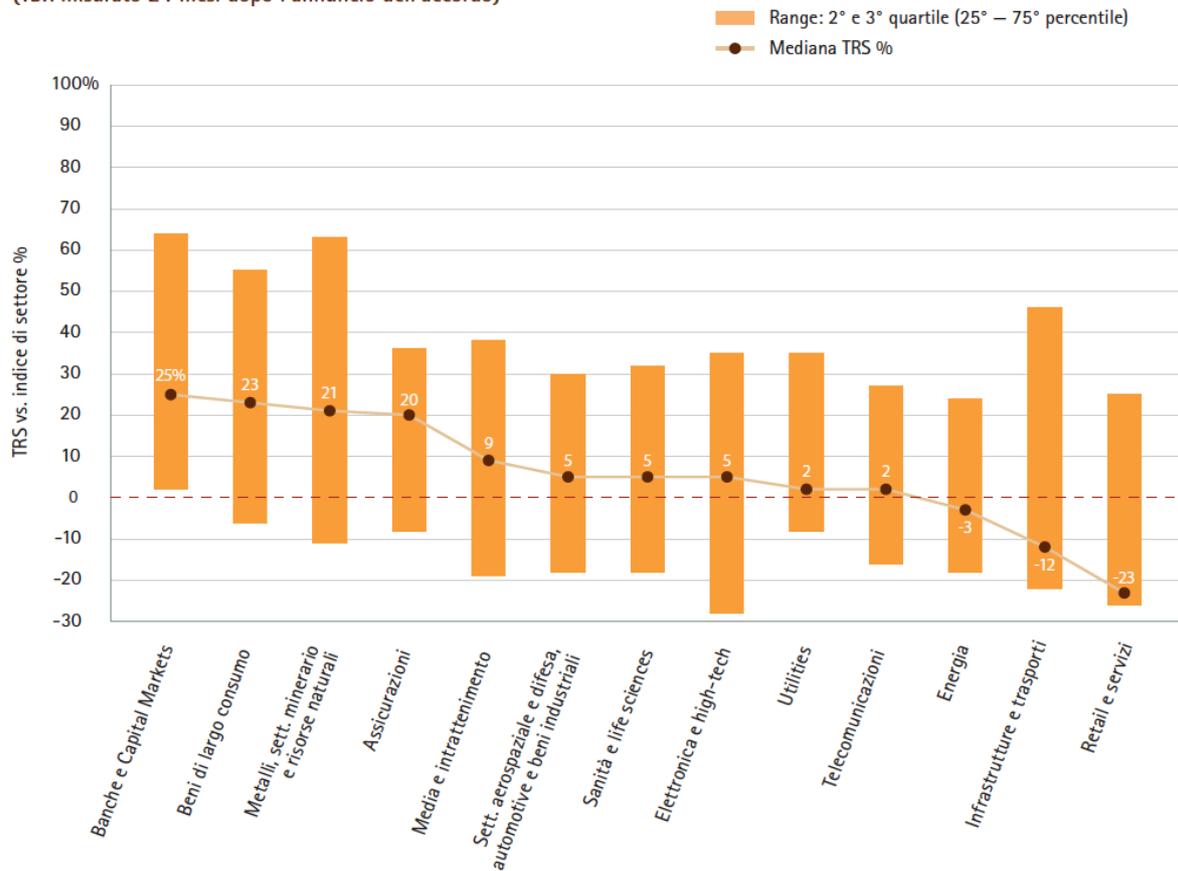
<sup>3</sup> Per ulteriori informazioni si rimanda a: Herd T. J., McManus R., "Who says M&A doesn't create value?". *Accenture Outlook Journal*, n.1, March 2012.

Dalla ricerca emerge anche che non tutti i settori sono uguali: le potenzialità di crescita di un settore si rivelano molto attinenti alla sua capacità di creare valore da un'operazione di M&A. Nel grafico 2 si evidenzia tale aspetto: si passa infatti da un rendimento medio per gli azionisti del 25% in seguito ad accordi avvenuti nell'ambito del mercato bancario e dei capitali, fino a uno scoraggiante -23% nel settore del *retail* e dei servizi. Sebbene la dinamica competitiva nei due settori possa a prima vista apparire simile (entrambi hanno filiali reali, entrambi si stanno orientando a un'interazione basata sul *web* con i clienti), la differente capacità di creare valore potrebbe essere dovuta al diverso atteggiamento nei confronti della crescita. I banchieri hanno acquistato e consolidato senza sosta dal 2002 al 2009, generando un volume di M&A superiore a quello di qualunque altro settore, mentre i *retailer* hanno dovuto fronteggiare difficoltà ben documentate nel tentativo di entrare in nuovi mercati per cogliere opportunità di crescita.

Il settore è importante anche nel senso che quelli con un minore tasso di concentrazione tendono a creare più valore in seguito ad una M&A di quelli con una concentrazione più elevata. Come emerso da ricerche precedenti, i settori caratterizzati da una concentrazione minore offrono ai potenziali acquirenti un panorama ricco di obiettivi in cui possono individuare e acquisire aziende più piccole e più adatte a soddisfare puntualmente le loro specifiche esigenze (vantaggio che si perde in caso di affari su larga scala). Inoltre, gli autori di queste ricerche precedenti hanno riferito che i settori con una minore concentrazione sono tendenzialmente meno maturi e meno regolamentati di quelli a maggior concentrazione, agevolando di conseguenza l'attuazione del cambiamento durante la difficile fase di integrazione post-fusione dell'operazione (Herd T. J., McManus R., 2012).

## Grafico 2: Creazione di valore per settore

Il rendimento totale per gli azionisti compratori rispetto all'indice di settore, suddiviso per settore  
500 accordi più importanti da giugno 2002 a settembre 2009  
(TSR misurato 24 mesi dopo l'annuncio dell'accordo)

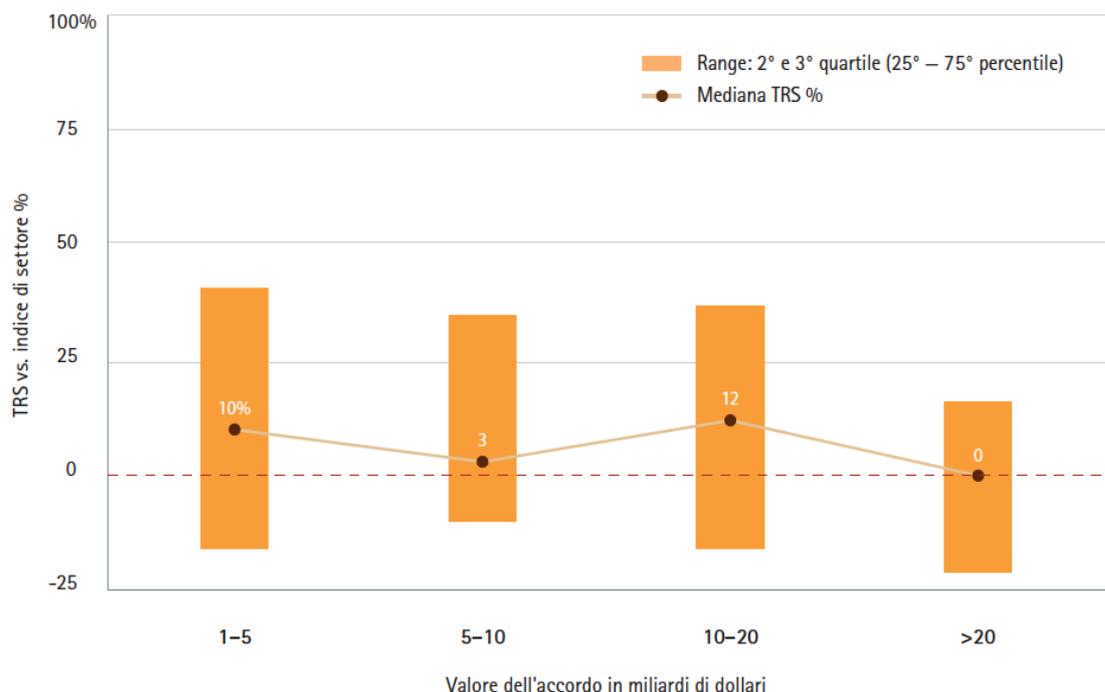


Fonte: analisi Accenture

Sempre secondo il *paper* di Accenture, le operazioni di portata ridotta rendono più di quelle su larga scala. Infatti, su un periodo di sette anni, gli accordi di valore compreso fra 1 e 5 miliardi di Dollari hanno fruttato di più rispetto ad accordi di valore superiore ai 20 miliardi (grafico 3). Questo probabilmente è dovuto al fatto che con dimensioni più piccole vengono ridotti al minimo svariati rischi, come quelli legati alla ricerca di un allineamento delle posizioni tra dirigenti e consiglio di amministrazione sull'accordo commerciale, o al mantenere la segretezza per tenere all'oscuro altri potenziali pretendenti. Nel caso di operazioni di scala minore è inoltre più facile effettuare indagini di *due diligence* efficaci e mobilitare le risorse necessarie per gestire elaborate iniziative di integrazione post-fusione. In generale, un'ambiziosa operazione di M&A può dirottare e prosciugare le risorse anche dei compratori più forti e capaci (Herd T. J., McManus R., 2012).

### Grafico 3: Creazione di valore in base alla dimensione del deal

Rendimento totale per gli azionisti compratori rispetto all'indice di settore, suddiviso per valore dell'accordo  
500 accordi più importanti da giugno 2002 a settembre 2009  
(TSR misurato 24 mesi dopo l'annuncio dell'accordo)



Fonte:

analisi Accenture

## 2.6 Le merger waves

Il fenomeno delle M&A si diffuse per la prima volta negli Stati Uniti verso la fine dell'ottocento per poi svilupparsi ed articolarsi attraverso sei grandi ondate, le cosiddette "merger waves", comprese tra il 1897 e il 2008. In Europa le prime operazioni si concretizzarono nel secondo dopoguerra mentre in Italia abbiamo dovuto attendere fino agli anni '90, nonostante il fenomeno abbia assunto portata più rilevante solo alle soglie del nuovo millennio.

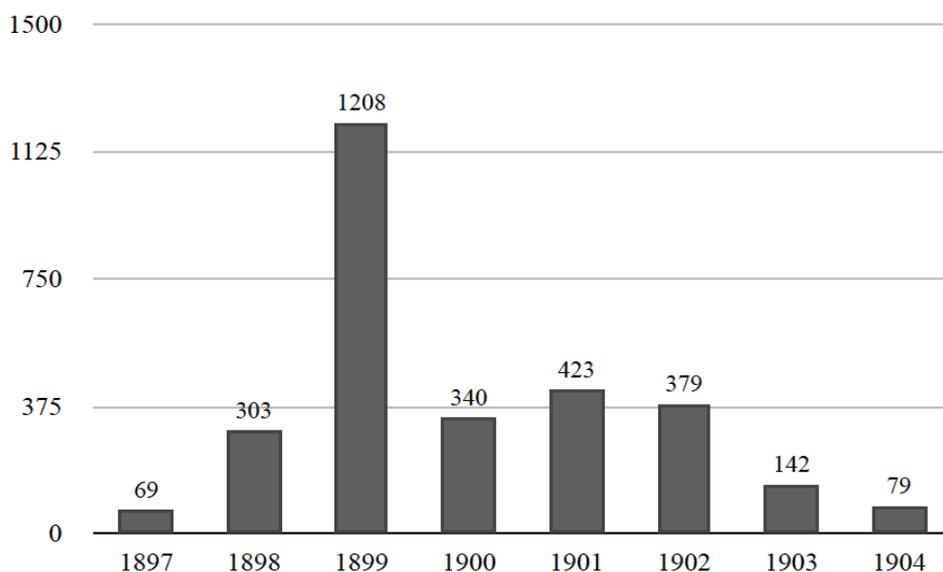
Tali operazioni presentano un andamento prociclico, ovverosia direttamente correlato alla natura (positiva o negativa) del ciclo economico contingente; a periodi di intensa attività sono seguiti anni caratterizzati da un minor numero di concentrazioni avvenute, e le fasi di crescita sono di norma considerate le più interessanti per gli elevati volumi delle transazioni e per gli ingenti valori di acquisto.

Particolare attenzione è tradizionalmente rivolta all'analisi di quanto avviene nei mercati più dinamici e sviluppati, in primo luogo gli USA. Gli storici e gli studiosi del settore hanno

identificato sei principali ondate nella storia degli Stati Uniti.<sup>4</sup>

- I. La prima *merger wave* (1897-1904) seguì la grande depressione del 1883. Circa due terzi di tutta l'attività si sviluppò in una manciata di settori: prodotti petroliferi, miniere, metalli, prodotti alimentari e mezzi di trasporto. Si ebbero molte aggregazioni orizzontali, rendendo in tal modo le industrie interessate altamente concentrate e creando problematiche di monopolio, come fu per il settore dell'acciaio. Nel grafico 4 è mostrato l'andamento delle fusioni nella prima *merger wave*, in cui si evidenzia il picco registratosi nell'anno 1899.

**Grafico 4: Numero di operazioni durante la prima merger wave**



Fonte: Gaughan P. A., *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 2010

- II. La seconda ondata (1916-1929) ebbe inizio durante la prima guerra mondiale e terminò con il crollo del mercato azionario del 29 ottobre 1929, cui seguì la grande depressione. A causa dell'intensificata vigilanza governativa verificatasi verso la fine della prima ondata di concentrazioni, le operazioni realizzate durante questi anni dovettero subire maggiori controlli pubblici: il Clayton Act del 1914 fu uno degli strumenti a disposizione delle autorità federali contro le fusioni non competitive. In tale era, che vide la crescita esponenziale di importanti case automobilistiche come Ford e Fiat, si

<sup>4</sup> Per approfondimenti si rimanda a: DePamphilis D, 2013; DePamphilis D, 2010; Gaughan P. A., 2010. Oppure si consultino le seguenti pagine web:

<http://www.kpmg.com/za/en/issuesandinsights/articlespublications/transactions-restructuring/pages/seventh-wave-of-ma.aspx>

<http://www.wtamu.edu/~jowens/FIN6320/MERGER WAVES.htm>

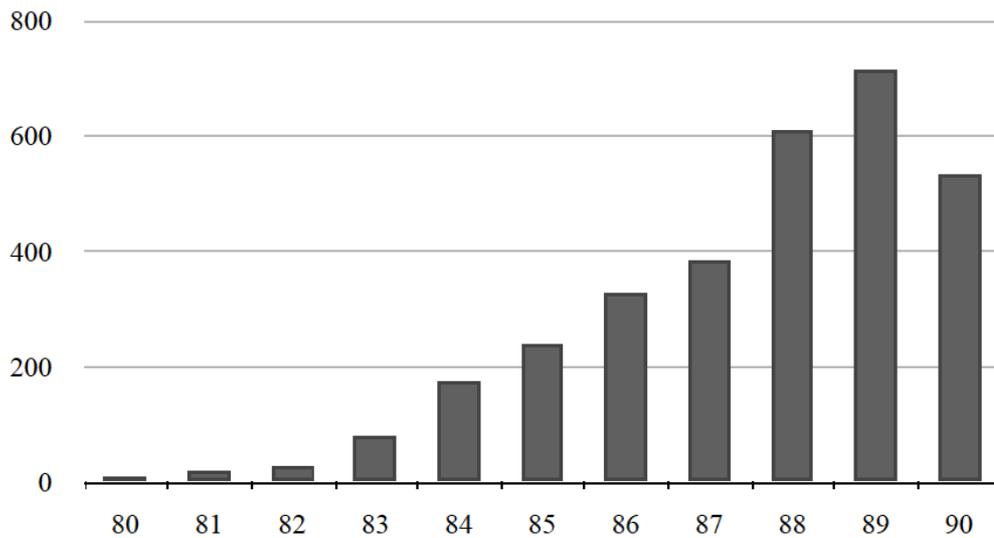
constatarono più concentrazioni verticali rispetto al passato e si crearono situazioni di oligopolio anziché di monopolio.

- III. La terza *merger wave* (1965-1969) coincise con un periodo di prosperità economica negli Stati Uniti; la forte economia diede a molte imprese le risorse necessarie per acquisire altre società e si svilupparono per la prima volta fusioni a livello conglomerale, convogliando cioè settori diversi fra loro. L'amministrazione Johnson (1963-1969) favorì l'aggressiva applicazione delle norme *antitrust* (come la legge Celler-Kefauver del 1950), mentre Richard M. Nixon, insediatosi nel 1969, fu generalmente più tollerante alle attività di fusione. Le sopravvalutazioni delle aziende *target* finirono per attrarre molti investitori, incrementando la leva per il finanziamento delle operazioni e ponendo le basi per il collasso degli anni '70;
- IV. La quarta ondata di acquisizioni (1981-1989) si manifestò durante la presidenza di Ronald Reagan e la prosperità economica di metà anni '80. In tale era cominciarono progressivamente a verificarsi acquisizioni più ostili rispetto al passato, tant'è che per la prima volta il termine *corporate raider*<sup>5</sup> entrò a far parte del linguaggio americano. Le fusioni della quarta ondata furono prevalentemente congeneri e più grandi rispetto a quelle dei periodi precedenti, collocandosi nel range del miliardo di Dollari e caratterizzandosi per un ampio utilizzo del debito (*leveraged takeovers*), che permise anche ad imprese di piccole dimensioni di mirare all'acquisto di società maggiori. A Wall Street divenne di uso comune il termine *leveraged buy-out* (LBO), operazione che consente l'acquisto delle azioni di una società quotata da parte di investitori (o di *manager*, denominandosi in tal caso *management buyout*, MBO) con finanziamenti concessi in larga parte da banche di investimento e garantiti spesso dai beni stessi della società *target* (grafico 5). Questa epoca si concluse con il crollo delle strutture patrimoniali delle banche, proprio a causa della loro intensa e smodata attività di erogazione credito per finanziare questo tipo di operazioni.

---

<sup>5</sup> Letteralmente "banditi aziendali".

Grafico 5: Numero di LBO a livello mondiale tra il 1980 e il 1990



Fonte: Gaughan P. A., *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 2010

V. La quinta *merger wave* (1992-2000) seguì la recessione economica del 1990-91, e coincise con la presidenza americana di Bill Clinton. Questa fu l'epoca dei *mega deal*; le fusioni furono principalmente di carattere transfrontaliero (*cross border*) e diedero luogo a conglomerati multinazionali di dimensioni senza precedenti. In questi anni, connotati da *deregulation* e tendenza globale alle privatizzazioni, si constatò un minore ricorso al debito per il finanziamento delle transazioni, le quali erano principalmente finalizzate al conseguimento di maggiori economie di scala e incentivate dalla sottovalutazione di diverse imprese. Ben sei delle dieci maggiori operazioni di M&A di tutti i tempi si sono concluse nel suddetto periodo, in particolare tra il 1998 e il 2001 (tabella 2)<sup>6</sup>. Anche in Italia si conferma questo trend (tabella 3). Tale epoca terminò di fatto con lo scoppio della bolla Internet *dot.com* e i grandi scandali societari di aziende quali Enron e Worldcom.

<sup>6</sup> [http://www.ima-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html#MergersAcquisitions\\_Worldwide](http://www.ima-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html#MergersAcquisitions_Worldwide)  
<http://www.ft.com/cms/s/0/f8cba032-13de-11e3-9289-00144feabdc0.html#axzz3HgTj07fV>

**Tabella 2: The 10 largest M&A deals of all time**

Rank	Year	Bidder	Target	Industry	Value (bil USD)
1	2000	Vodafone AirTouch Plc (UK)	Mannesmann AG (Germany)	TLC	202.8
2	2001	America Online Inc (USA)	Time Warner (USA)	Media & Entertainment	164.7
3	2008	Altria Group Inc (USA)	Philip Morris Intl Inc (USA)	Tobacco	107.6
4	2007	RFS Holdings BV (Netherlands)	ABN-AMRO Holding NV (Netherlands)	Banks	98.2
5	2000	Pfizer Inc (USA)	Warner-Lambert Co (USA)	Pharma	89.2
6	1999	Exxon Corp (USA)	Mobil Corp (USA)	Oil & Gas	78.9
7	2000	Glaxo Wellcome Plc (UK)	SmithKline Beecham Plc (UK)	Pharma	76.0
8	2005	Royal Dutch Petroleum Co (Netherlands)	Shell Transport & Trading Co Plc (UK)	Oil & Gas	74.6
9	2006	AT&T Inc (USA)	BellSouth Corp (USA)	TLC	72.7
10	1998	Travelers Group Inc (USA)	Citicorp (USA)	Banks, Insurance	72.6

Fonte: Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA)

**Tabella 3: Le prime dieci operazioni italiane completate nel periodo 1988-2013**

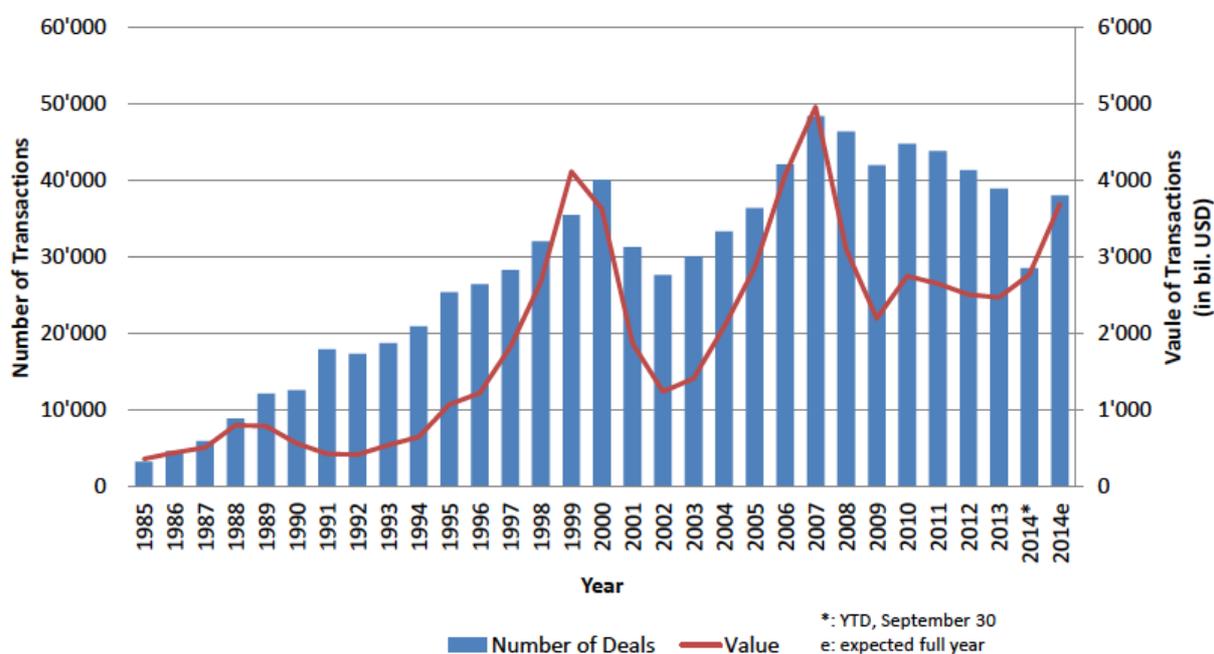
Target	Nazione Target	Bidder	Nazione Bidder	Quota	Valore € mld	Data
Telecom Italia SpA	Italia	Ing C Olivetti & Co SpA (Olivetti / Tecnost)	Italia	52,1%	31,5	1999
SanPaolo IMI SpA	Italia	Banca Intesa SpA	Italia	100,0%	31,2	2006
Endesa S.A.	Spagna	Enel SpA, Acciona SA	Italia, Spagna	67,1%	28,5	2007
Telecom Italia SpA	Italia	Ing C Olivetti & Co SpA	Italia	69,1%	27,2	2003
Capitalia SpA	Italia	UniCredit SpA	Italia	100,0%	21,9	2007
TIM Telecom Italia Mobile SpA	Italia	Telecom Italia SpA	Italia	44,4%	19,9	2005
Bayerische Hypo und Vereinsbank AG	Germania	UniCredito Italiano SpA	Italia	93,9%	19,4	2005
Seat Pagine Gialle SpA	Italia	Tin.it Telecom Italia Net SpA	Italia	58,5%	19,1	2000
Enel SpA	Italia	Investitori istituzionali e privati	Italia	31,7%	16,5	1999
Telecom Italia SpA	Italia	Investitori istituzionali e privati	Italia	41,9%	12,6	1997

Fonte: elaborazioni KPMG Corporate Finance su dati Thomson Reuters (M&A completed, target)

VI. La sesta ondata (2003-2008) ha avuto come sfondo l'affermarsi della globalizzazione, dei derivati, la ripresa del *leverage* e l'esplosione del fenomeno *private equity*, l'attività dei fondi che investono in capitale di rischio per supportare la crescita delle imprese, prevalentemente non quotate.<sup>7</sup> In conseguenza della recessione avviatasi con l'avvento del nuovo millennio, la *Federal Reserve* sostenne l'economia abbassando i tassi di interesse e ciò comportò la crescita di una bolla speculativa nel settore immobiliare, accompagnata da un eccessivo ricorso ad operazioni di LBO e di *private equity*. Ciò rese ancor più facile e appetibile l'ottenimento di prestiti, alimentando la bolla che inevitabilmente scoppiò nel 2007, dando inizio alla crisi dei mutui *subprime* che si è ripercossa sull'intero sistema mondiale.

Le dinamiche della quinta e sesta *merger wave* si possono ben apprezzare osservando i grafici 6 e 7<sup>8</sup>: il primo evidenzia numero e valore delle operazioni di M&A realizzate a livello mondiale nell'arco temporale compreso tra il 1985 e il 2014; il secondo mostra invece l'andamento dei *deal* in Europa dal 1995 ad oggi.

Grafico 6: Announced Mergers and Acquisitions: Worldwide, 1985-2014e

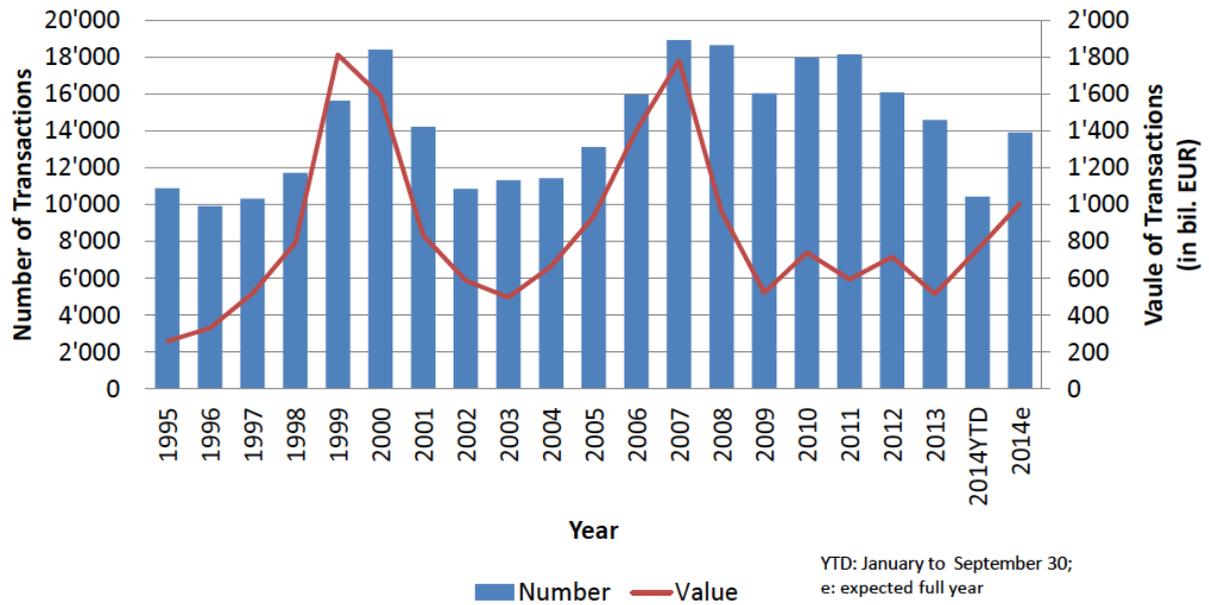


Fonte: Thomson Financial, Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) analysis

<sup>7</sup> Gli operatori di *private equity* intervengono in diverse fasi della vita aziendale, con un orizzonte temporale medio di 4-5 anni per permettere all'impresa di svilupparsi e di realizzare gli obiettivi di crescita prefissati nel piano strategico. Essi, oltre a fornire capitali, condividono know-how, esperienze manageriali e operative, contribuendo alla creazione di valore sia per l'azienda che per sé stessi, attraverso i *capital gain* conseguiti al momento della loro dismissione.

<sup>8</sup> <http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html> - MergersAcquisitions\_Worldwide

Grafico 7: Announced Mergers and Acquisitions: Europe, 1995-2014e



Fonte: Thomson Financial, Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) analysis

Infine, la tabella 4 mostra un riepilogo sintetico delle sei *merger waves* sin qui descritte.

Tabella 4: Le sei ondate di fusioni e acquisizioni (merger waves)

Name	Period	Facet
First Wave	1897-1904	Horizontal mergers
Second Wave	1916-1929	Vertical mergers
Third Wave	1965-1969	Diversified conglomerate mergers
Fourth Wave	1981-1989	Congeneric mergers, Hostile takeovers, Corporate Raiding
Fifth Wave	1992-2000	Cross-border mergers
Sixth Wave	2003-2008	Shareholder Activism, Private Equity, LBO

Fonte: nostra elaborazione da KPMG, York University

Dopo la recente crisi, che ha visto ridursi al minimo gli scambi, il mercato M&A attraversa ancora una fase di stallo, anche se c'è chi dichiara con certezza che la settima *merger wave* sia già iniziata (2011), riferendosi in particolar modo all'ascesa dei BRICST.<sup>9</sup> Tale acronimo si riferisce a sei Paesi la cui economia è in forte espansione: Brasile, Russia, India, Cina, Sud Africa e Turchia. Il termine inizialmente era solo BRIC e si riferiva ai primi quattro Paesi; in seguito si è aggiunto il Sud Africa, divenendo BRICS e attualmente, dopo aver incluso in questo gruppo di economie emergenti anche la Turchia, si è giunti alla sigla BRICST. Questi Paesi condividono una situazione economica in via di sviluppo, una grande popolazione (Russia e Brasile contano centinaia di milioni di abitanti, Cina e India ne hanno circa due miliardi e mezzo), un immenso territorio, abbondanti risorse naturali strategiche e, cosa più importante, sono stati caratterizzati da una forte crescita del PIL e della quota nel commercio mondiale, soprattutto nella fase iniziale del XXI secolo. Ciò fa presupporre investimenti in entrata all'orizzonte, potenziando l'attività di M&A.

Tralasciando per il momento ipotesi e supposizioni, di fatto però il mercato globale M&A sembra ancora in attesa di una scossa, di un segnale chiaro che mostri la ripresa dell'attività e l'inversione del ciclo.

È proprio nei periodi di recessione come quello che l'economia globale sta attraversando che le imprese, soprattutto quelle più sane, non dovrebbero lasciarsi sfuggire l'occasione per ottenere sovrarendimenti straordinari attraverso operazioni di fusione e acquisizione. Questo lo dice uno studio condotto dall'Università Bocconi e Goldman Sachs, il quale ha analizzato 1.248 operazioni di M&A dal valor medio di un miliardo di Euro condotte in Europa dal 2001 al 2012. Ebbene, le 348 operazioni portate a termine nei periodi di crisi seguiti all'esplosione della bolla tecnologica del 2001, allo scoppio di quella immobiliare del 2008 e alla crisi dei debiti sovrani del 2011, hanno conseguito rendimenti doppi rispetto alle 900 operazioni concluse in tempi "normali". A sei mesi dalla conclusione dell'operazione, infatti, le azioni delle imprese acquirenti battono il mercato del 2,62% nei periodi (normali) di tranquillità economica e del 5,34% nei tempi di crisi.

Il risultato contrasta tuttavia con l'osservazione che in tempi di incertezza economica il numero delle operazioni di M&A diminuisce sensibilmente. Da una parte, infatti, la turbolenza economica rende più difficile la valutazione delle imprese *target* e complica la fase di post-integrazione. Dall'altra, però, i tempi di crisi rappresentano una grande finestra di opportunità per i compratori migliori, ovvero per le imprese finanziariamente sane che

---

<sup>9</sup> <http://www.bricst.com>

dispongono di liquidità, hanno forte potere contrattuale e possono perciò permettersi di scegliere i *target* migliori.<sup>10</sup>

Come afferma anche DePamphilis (DePamphilis, 2010), è molto importante per le società cercare di anticipare le *merger waves*. Ci sono prove evidenti che il mercato azionario premia e ricompensa maggiormente le aziende che fiutano in anticipo l'affare e agiscono tempestivamente sulla base delle promettenti opportunità percepite, rispetto a quelle che si limitano ad imitare e a seguire a ruota il gregge. Chi si muove in anticipo paga prezzi minori per le acquisizioni delle *target* rispetto ai "seguaci". Una ricerca su 3.194 *deals* realizzati da *public companies* nel ventennio 1984-2004 ha rilevato che gli affari conclusi nel primo 15% di una *merger wave* hanno comportato performance in termini di prezzi azionari superiori al mercato nel suo complesso. Invece, coloro che hanno temporeggiato e tardato nel perseguire i propri obiettivi di M&A hanno pagato più del dovuto ed ottenuto rendimenti inferiori.

## **2.7 Il mercato mondiale delle M&A**

Come mostra il rapporto *Mergers & Acquisitions* elaborato da KPMG nel 2014, le operazioni in questione sono cresciute a dismisura, sia in termini di numero che di controvalore, a partire dai primi anni novanta, per poi subire un brusco ridimensionamento nel 2001 in seguito alla già ricordata bolla Internet. Dal 2003 il fenomeno acquisitivo ha ripreso vigore ed entusiasmo, palesando una crescita esponenziale fino al 2007, anno caratterizzato dallo scoppio della crisi *subprime*.

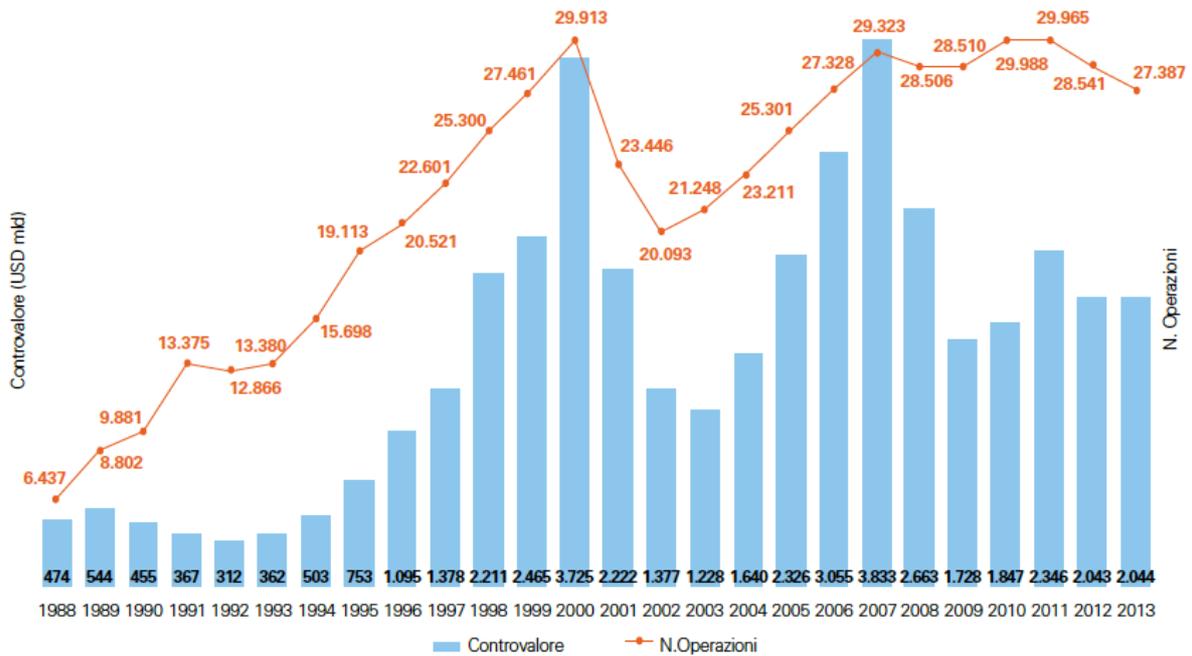
Nel 2013 il mercato globale M&A ha registrato livelli di attività in linea con l'anno precedente in termini di controvalore, pari a circa 2.000 miliardi di Dollari. In leggero calo, invece, il numero dei volumi scesi a 27.300 operazioni, rispetto alle 28.500 dell'anno precedente. Quasi il 60% del controvalore complessivo fa riferimento a *big deal* che superano il miliardo di Dollari. Le prime dieci operazioni concluse nel 2013 esprimono da sole oltre il 12% dell'intero mercato; questo significa che nell'ambito delle principali *industry* si sta registrando un forte processo di consolidamento guidato da poche grandi aziende multinazionali, che stanno ulteriormente rafforzando il loro posizionamento su scala globale.

Nel grafico 8 viene riportato l'andamento del mercato delle M&A dal 1988 al 2013, mentre il grafico 9 si focalizza sugli ultimi dieci anni, mostrando il controvalore delle operazioni completate per area geografica della *target*.

---

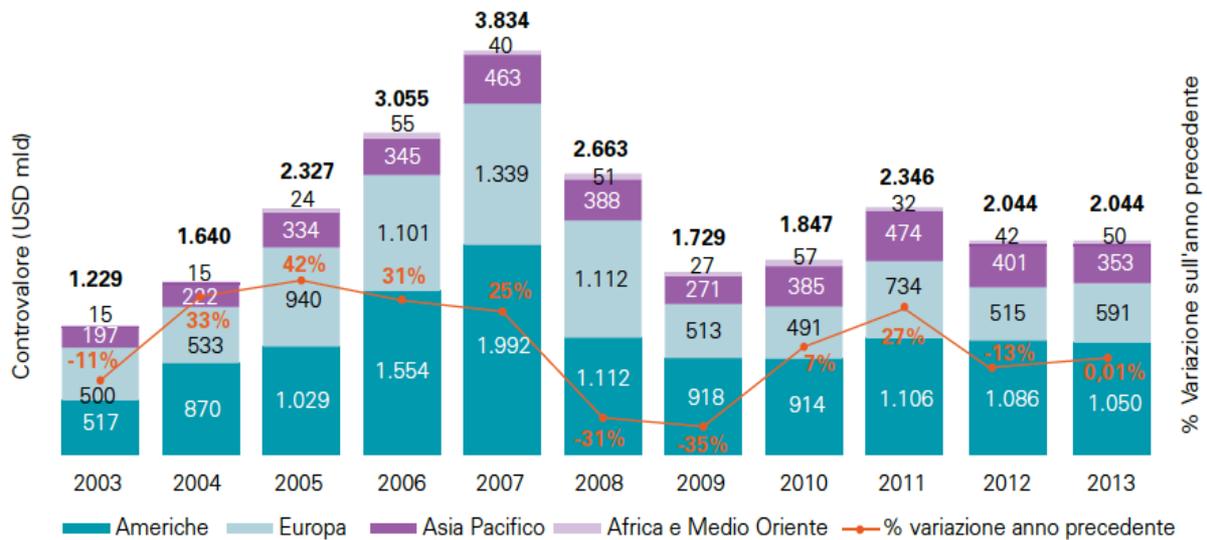
<sup>10</sup> <http://www.firstonline.info/a/2013/06/05/bocconi-e-goldman-sachs-ma-con-la-crisi-rende-piu-/ef8406d8-8595-4a84-80e3-7957bb362dc4>

Grafico 8: Mercato mondiale M&A 1988-2013: controvalore e numero operazioni completate



Fonte: elaborazioni KPMG Corporate Finance su dati Thomson Reuters (M&A completed, target)

Grafico 9: Mercato mondiale M&A 2003-2013: controvalore operazioni completate per area geografica della target

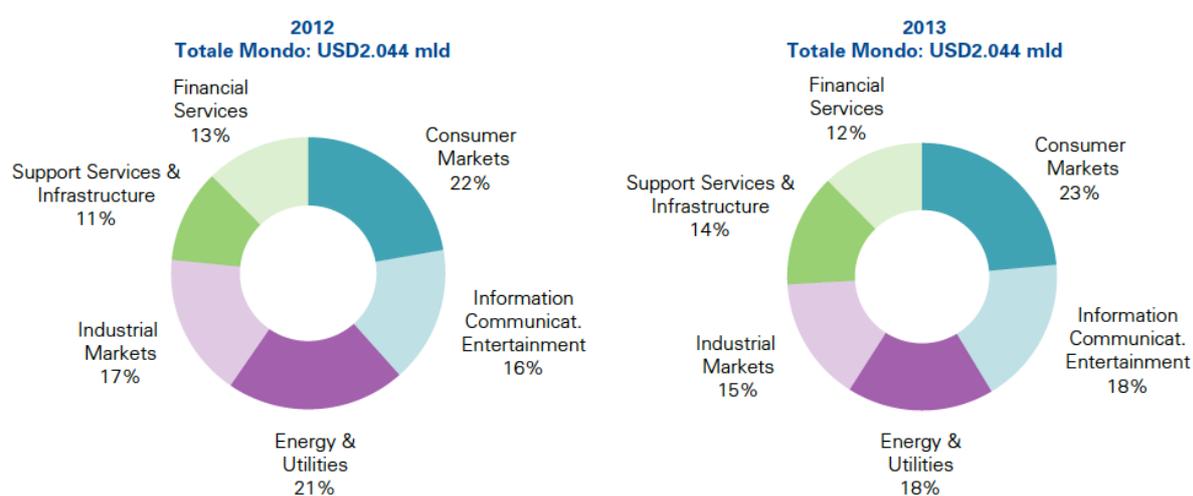


Fonte: elaborazioni KPMG Corporate Finance su dati Thomson Reuters (M&A completed, target)

A livello di “macrosettori” si osservano processi di consolidamento nel mondo del *Consumer Markets* (che comprende comparti quali lusso, moda, *retail*, ecc.) e nell’ambito *Services & Infrastructures*. Segnali di risveglio nel settore delle telecomunicazioni, il quale presenta dinamiche competitive che prefigurano una possibile nuova ondata di aggregazioni, anche a livello europeo. Tra i possibili *driver*, la spinta dei colossi USA a cercare nuovi spazi di crescita anche in Europa e il processo di convergenza tra TLC e Media.

Il grafico 10 mostra la composizione del mercato mondiale delle M&A per macrosettore di attività della società acquisita (*target*), relativa agli anni 2012 e 2013.

**Grafico 10: Mercato mondiale M&A 2012-2013 per macrosettore di attività della società target: peso % sul controvalore complessivo**



Fonte: elaborazioni KPMG Corporate Finance su dati Thomson Reuters (M&A completed, target)

Scendendo più nel dettaglio, la tabella 5 evidenzia come in Europa occidentale le transazioni concluse negli ultimi tre anni risultano articolate in base allo specifico settore di appartenenza della *target*.

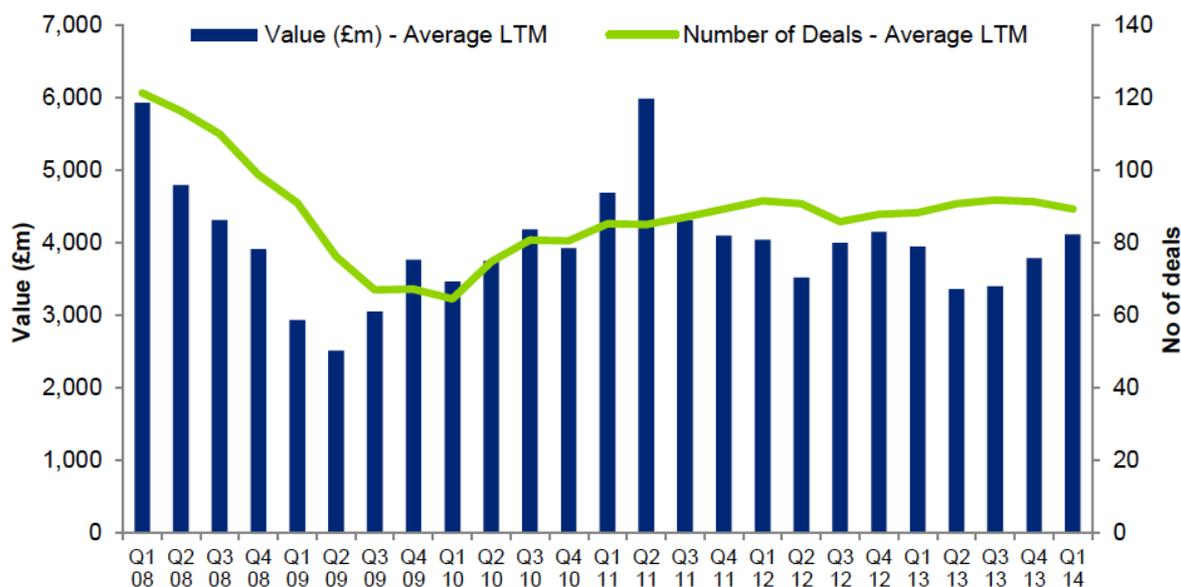
Per quanto concerne in particolare il macrosettore *Print, Paper and Packaging*, che racchiude per certi versi anche il comparto in cui operano le aziende di cui parleremo nel *case study* (il *tissue*), l’andamento a livello globale delle M&A effettuate dal 2008 ad oggi è riportato nel grafico 11. Non si evidenzia un trend ben definito, anche qui regna l’incertezza; il numero di operazioni è rimasto pressoché stabile nell’ultimo anno, mentre il controvalore dei *deals* ha oscillato ma senza fornire chiari segnali.

Tabella 5: M&A Europa Occidentale: transazioni per settore della target, mln USD (2011-2013)

Major sector (target)	2013	2012	2011
Other services	227.086	204.697	209.408
Banks	186.719	199.818	209.043
Chemicals, rubber, plastics	82.723	44.290	66.157
Machinery, equipment, furnitures	78.945	77.581	87.893
Food, beverages, tobacco	44.860	31.074	36.412
Wholesale & retail trade	43.239	48.654	51.577
Transport	37.349	24.254	21.299
Gas, water, electricity	35.175	40.799	58.094
Metals & metal products	35.109	107.860	35.722
Construction	25.526	35.082	27.216
Insurance companies	25.079	28.149	18.257
Publishing, printing	20.521	5.879	8.361
Primary sector (agriculture,...)	16.587	15.954	31.661
Education, Health	11.523	9.865	8.369
Hotels & restaurants	8.759	4.408	9.795
Textiles, wearing apparel, leathers	8.254	4.233	24.552
Wood, cork, paper	4.259	9.801	2.373
Public administration and defence	2.632	32	288
Post and telecommunications	1.776	7.708	971

Fonte: CReSV Università Bocconi

Grafico 11: Global Print, Paper & Packaging M&A (2008-2014)



Fonte: Thomson Reuters Datastream, Mergermarket, Company websites, Deloitte analysis

A livello di Paesi, invece, nel mercato globale delle fusioni e delle acquisizioni gli Stati Uniti rimangono leader indiscussi in termini di volumi; la Cina supera l'Inghilterra che si attesta al terzo posto (-30% rispetto al 2012), mentre la Russia, pur avendo registrato una leggera flessione sui volumi, guadagna il quarto posto per volume raddoppiando il risultato del 2012 (tabella 6).

**Tabella 6: M&A globale, nazioni target rispetto al valore, mln USD (2011-2013)**

Country (target)	2013	2012	2011
<b>United States of America</b>	1.131.485	946.498	1.095.895
<b>China</b>	228.938	195.582	260.856
<b>United Kingdom</b>	176.970	253.502	183.201
<b>Russian Federation</b>	167.558	98.079	159.564
<b>Netherlands</b>	129.235	55.291	37.097
<b>Germany</b>	115.341	85.705	74.965
<b>Canada</b>	110.102	164.785	162.927
<b>Japan</b>	98.254	133.224	116.559
<b>Australia</b>	82.617	142.266	180.483
<b>Spain</b>	75.606	124.394	138.993
<b>France</b>	61.957	57.616	101.305
<b>Italy</b>	57.692	74.509	82.312
<b>Republic of Korea</b>	57.492	68.621	82.198
<b>Brazil</b>	51.064	126.681	107.695
<b>Ireland</b>	46.517	30.539	17.400
<b>India</b>	45.927	53.889	45.720
<b>Cayman Islands</b>	41.097	37.381	28.234
<b>Taiwan</b>	39.370	61.631	74.505

Fonte: CReSV Università Bocconi

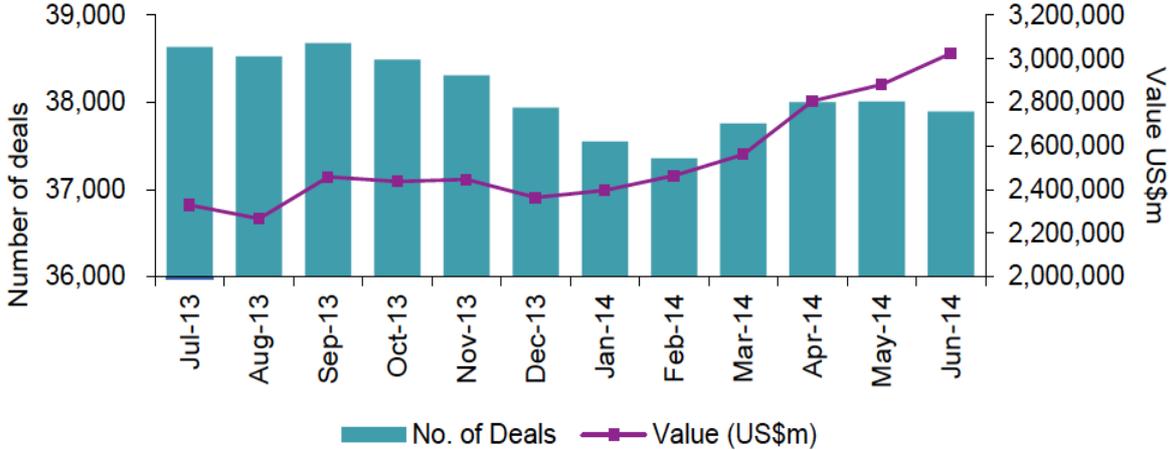
L'appetito globale per le operazioni di M&A sembra cresciuto nei primi sei mesi del 2014. Nonostante però un forte aumento nel numero di operazioni annunciate, i completamenti degli affari faticano a seguire lo stesso trend, denotando volumi pressoché statici e controvalori addirittura in decrescita.

Il miglioramento dell'economia mondiale e le grandi riserve di liquidità aziendale hanno contribuito ad un aumento del 26% del valore delle transazioni annunciate tra gennaio e giugno del 2014. Nonostante questo drammatico aumento, tuttavia, il numero di operazioni completate è sceso del 2% rispetto allo stesso periodo del 2013, secondo quanto riporta il

documento di KPMG *Global M&A Predictor* del mese di agosto. Quanto detto si può riscontrare nei grafici 12 e 13 riportati di seguito.

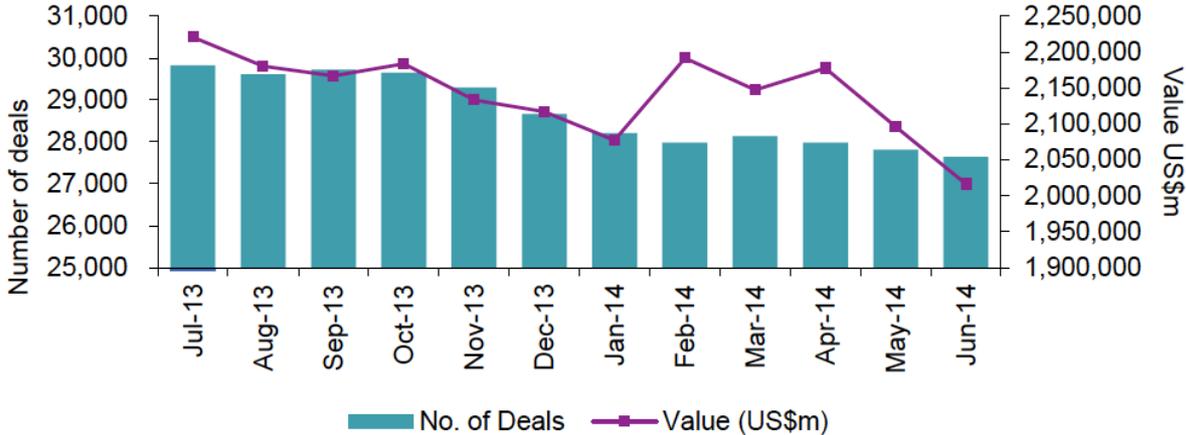
"Nel complesso, il quadro è positivo. L'appetito per le operazioni di M&A rimane forte" ha dichiarato Tom Franks, Global Head of Corporate Finance presso KPMG.<sup>11</sup> "C'è il rischio, però, che il protezionismo nazionale, certamente presente nei mercati quali il Regno Unito, la Francia e il Canada, possa danneggiare la ripresa.

Grafico 12: Worldwide Announced deals: 1 year trailing Jul 13 - Jun 14



Fonte: Thomson Reuters SDC/KPMG Analysis

Grafico 13: Worldwide Completed deals: 1 year trailing Jul 13- Jun 14



Fonte: Thomson Reuters SDC/KPMG Analysis

<sup>11</sup> <http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Press-releases/Pages/global-appetite-for-m-and-a-deals.aspx>

## **2.8 Il mercato italiano delle M&A**

Per quanto riguarda il nostro paese, Conca (Conca V., 2010) definisce il mercato italiano dell'M&A come un mercato “ancora immaturo, assai frammentato, e poco trasparente”, anche se in evoluzione e sempre più orientato all'internazionalizzazione. La presenza di forti potenzialità inesprese derivano dalla struttura tipica del sistema industriale italiano, basato su un gran numero di imprese di piccole e medie dimensioni, mentre tra i lati negativi del mercato domestico vi sono la carenza di informazioni e trasparenza sugli attori e sulle modalità di svolgimento del processo, dal momento che gran parte delle negoziazioni avviene nell'ambito della trattativa privata.

Nel mercato italiano è cresciuta l'attenzione verso i processi di concentrazione, in quanto le acquisizioni (Conca V., 2010):

- sono all'origine di rilevanti cambiamenti nel sistema industriale;
- indicano la direzione delle strategie aziendali;
- attestano la creazione di valore attraverso i prezzi negoziati;
- coinvolgono interessi e interlocutori sempre più ampi.

Le operazioni concluse in Italia si discostano in parte da quelle che avvengono sui mercati finanziari più grandi e progrediti, se si considera:

- il ruolo marginale dei *takeovers* ostili;
- la scarsa rilevanza delle operazioni di *leveraged buy-out* (LBO);
- le difficoltà a finanziare le operazioni mediante il ricorso al mercato mobiliare.

I motivi che spiegano la tipicità delle operazioni svolte in Italia sono da ricollegare:

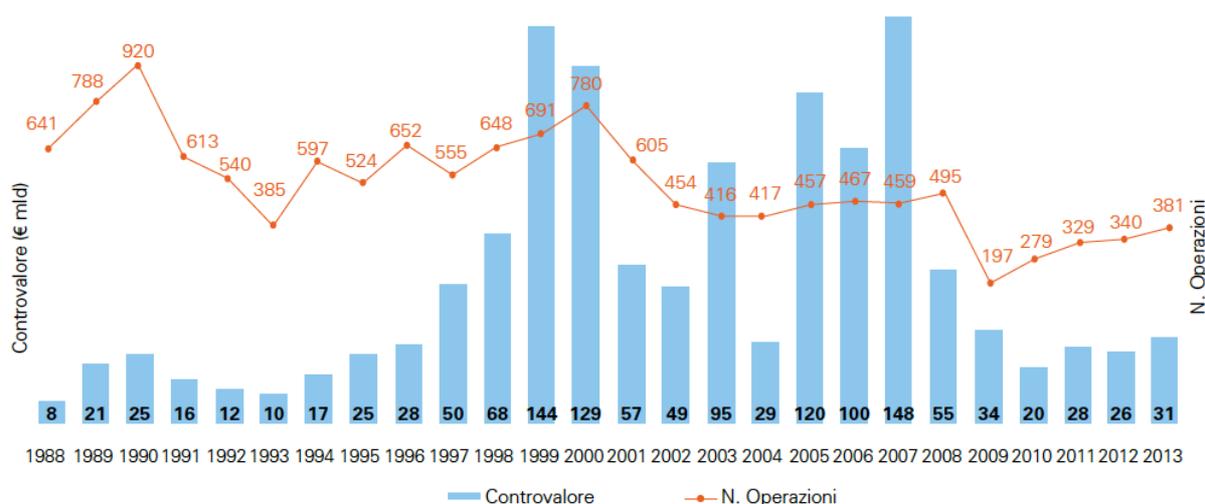
- alla radice culturale relativa ai modelli di proprietà dell'impresa italiana, ancora fortemente chiusi. Nel nostro sistema industriale vi è ancora una scarsa diffusione delle *public company* e, quindi, la proprietà dell'impresa è caratterizzata dalla presenza di pochi soci con una bassa propensione ad allargare la base azionaria e, in particolare, a far entrare soggetti estranei;
- alle caratteristiche degli operatori nazionali attivi nel settore, in cui è radicata una mentalità più industriale che finanziaria (come invece è richiesto dalle scalate ostili e dalle operazioni di *buy-out*);
- alla presenza di imprese con strutture finanziarie poco moderne, ancora orientate al reperimento di fonti di breve periodo sotto forma di debito oppure troppo legate al

patrimonio degli imprenditori/soci;

- al comportamento degli intermediari finanziari tradizionali, che solo recentemente hanno compreso la necessità di intervenire con strutture operative specializzate e forme tecniche di finanziamento adeguate alla specificità delle operazioni. Nel mercato finanziario italiano sono ancora poco sviluppati soggetti specializzati nella gestione di un'operazione di M&A, come le *merchant bank* di recente istituzione.

I dati empirici riportati da KPMG mostrano che in Italia la ripresa è lenta, ma c'è ottimismo per il futuro. Il mercato italiano M&A nel 2013 ha consolidato i segnali di ripresa chiudendo con 381 operazioni per 31 miliardi di Euro, come desunto dal grafico 14. In particolare, si è registrata una notevole accelerazione dell'attività nel secondo semestre dell'anno, con circa 220 operazioni pari a 18,1 miliardi di Euro di controvalore.

**Grafico 14: Mercato italiano M&A 1988-2013: controvalore e numero operazioni completate**



Fonte: elaborazioni KPMG Corporate Finance su dati Thomson Reuters (M&A completed, target)

Le operazioni *cross border*, sia in entrata che in uscita, hanno caratterizzato il mercato italiano del 2013: 176 operazioni per circa 17,4 miliardi di valore.

L'estero è tornato ad investire con convinzione sugli *asset* italiani con circa 106 operazioni realizzate per 13,3 miliardi di Euro di controvalore. Non a caso, tra le prime dieci operazioni per controvalore, cinque hanno coinvolto operatori stranieri su imprese italiane (tabella 7).

**Tabella 7: Mercato M&A Italia: le prime dieci operazioni completate nel 2013**

Target	Naz. Target	Bidder	Naz. Bidder	Quota	Valore € mld	Cross border
ENI East Africa SpA (Gruppo ENI)	Italia	CNPC China National Petroleum Corporation	Cina	28,6%	3,2	✓
Gemina SpA	Italia	Atlantia SpA	Italia	100,0%	2,2	
Loro Piana SpA	Italia	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA	Francia	80,0%	2,0	✓
Avio SpA (divisione 'Military and civil engines')	Italia	General Electric Corporation	USA	100,0%	1,9	✓
Snam SpA	Italia	Mercato	Italia	11,7%	1,5	
Generali PPF Holding BV	Rep. Ceca	Assicurazioni Generali SpA	Italia	25,0%	1,3	✓
Cerved Group SpA	Italia	CVC Capital Partners	UK	100,0%	1,1	✓
CNH Global NV	Olanda	Fiat Industrial SpA	Italia	12,0%	1,1	✓
Impregilo SpA	Italia	Salini Costruttori SpA	Italia	62,3%	1,0	
EcoRodovias Infraestrutura e Logistica SA (Gruppo Impregilo SpA)	Italia	Primav Construções e Comércio SA, BTG Pactual	Brasile	29,2%	0,9	✓
<b>Controvalore prime 10 operazioni</b>					<b>16,2</b>	
<b>Controvalore totale delle operazioni M&amp;A 2013</b>					<b>30,9</b>	
<b>% prime 10 operazioni su totale</b>					<b>52,5%</b>	

Fonte: KPMG Corporate Finance

Come mostrato dal grafico 15, circa il 43% delle transazioni aventi ad oggetto aziende italiane si riferisce ad acquisizioni conseguite da operatori esteri su quelli domestici, e questo è espressione del fatto che i marchi italiani continuano a riscuotere grande interesse sia da parte di soggetti industriali sia da parte d'investitori finanziari.

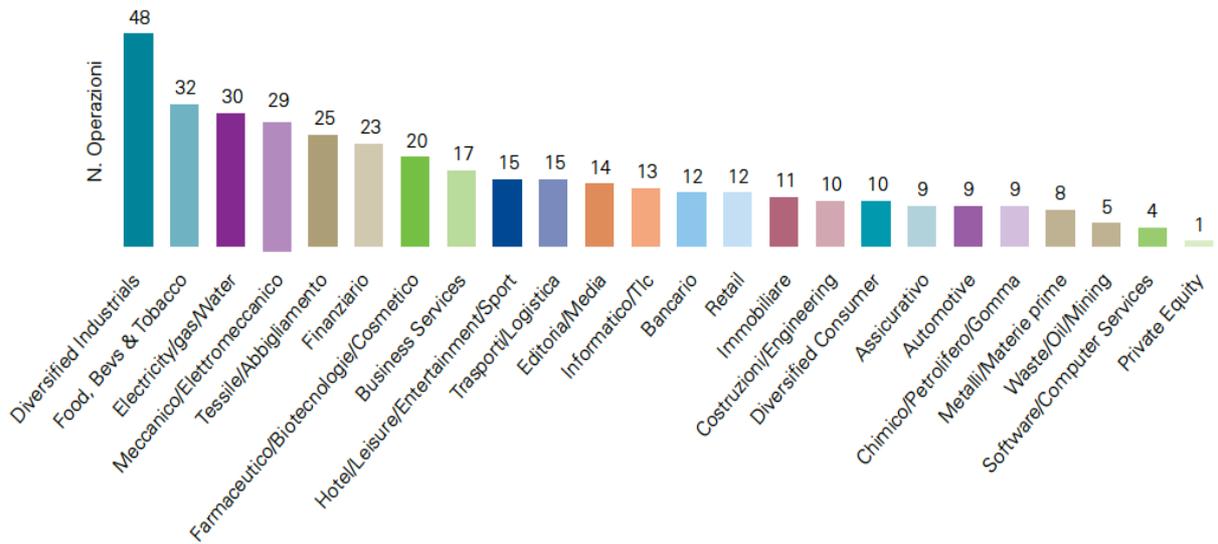
**Grafico 15: Mercato italiano M&A 2000-2013: breakdown controvalori in funzione della direzione dei deal (peso percentuale sui valori complessivi)**



Fonte: KPMG Corporate Finance

Il grafico 16 mostra invece come si articola attualmente il mercato italiano delle M&A in funzione dei settori di appartenenza delle imprese acquisite (*target*).

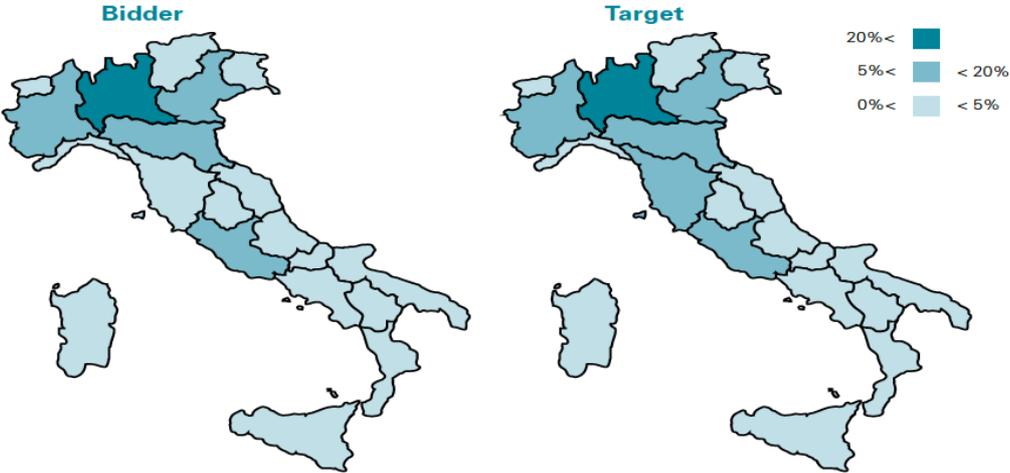
**Grafico 16: Mercato italiano M&A 2013: direzione delle operazioni per macro settore di attività della società target**



Fonte: KPMG Corporate Finance

Infine, da un punto di vista geografico, le regioni italiane più dinamiche nel 2013 sono state la Lombardia, che conferma la sua posizione predominante (in particolare grazie alla provincia di Milano) guidando la classifica con 207 operazioni, seguita dall’Emilia Romagna con 55 transazioni, il Veneto con 43, il Lazio con 41 e il Piemonte con 31 *deal*. Quanto detto è riassunto nella figura 2 sottostante.

**Figura 2: Mercato italiano M&A 2013: concentrazione a livello regionale delle operazioni in cui sono stati coinvolti operatori domestici**



Fonte: KPMG Corporate Finance

I primi nove mesi del 2014 hanno testimoniato un mercato italiano M&A vivace sui volumi, ma mancano ancora le grandi operazioni.<sup>12</sup> In tale periodo si sono realizzate operazioni per 20 miliardi di Euro di controvalore (erano 18,5 miliardi nel terzo trimestre 2013, con una variazione del +8%), denotando una crescita anche nei volumi: 433 operazioni rispetto alle 237 del 2013 (+83%). Si percepisce fiducia riguardo la chiusura dell'anno: sul mercato ci sono operazioni annunciate e in via di finalizzazione per oltre 16 miliardi di Euro.

Queste le parole di Max Fiani, Partner KPMG e curatore del rapporto: “In questi primi nove mesi abbiamo registrato segnali incoraggianti soprattutto nel *middle market* dove i volumi sono aumentati considerevolmente. Ora serve qualche grande operazione che faccia da traino. I *closing* annunciati per i prossimi mesi e la *pipeline* delle IPO (*Initial Public Offering*), unitamente alle prossime operazioni di privatizzazione, dovrebbero rappresentare un volano importante. Vediamo movimenti anche sul fronte dei servizi finanziari, dove anche a seguito dell'*Asset Quality Review*, ci aspettiamo ulteriore attività M&A; mentre dovrebbe continuare l'interesse degli investitori stranieri su *asset* italiani. Il 2014 dovrebbe chiudersi intorno ai 35 miliardi di Euro”.

---

<sup>12</sup> <http://www.kpmg.com/it/it/issuesandinsights/articlespublications/press-releases/pagine/ma.mercatovivacesuivolumi.mamancano.aspx>



## 3 STRUTTURA DEL PROCESSO ACQUISITIVO

---

### 3.1 Prospettiva di analisi del soggetto acquirente

Un'operazione di crescita esterna può costituire un elemento integrante della pianificazione strategica di un'impresa, oppure può rappresentare un'occasione da cogliere che si manifesta senza preavviso.

Vi sono grandi gruppi all'interno dei quali viene definita una vera e propria politica formale di acquisizioni/cessioni programmate nel tempo, gestita da un *team* di manager specializzati in tale attività. In altri contesti, invece, il processo non rientra in un quadro strategico definito a priori, ma nasce da un'opportunità di mercato casuale e non programmata a monte; in tali casi, i processi di acquisizione dipendono dalla capacità del management di intuire una *immediate change opportunity* e di saperla sfruttare in tempi rapidi e con le competenze necessarie (Cfr. Conca V., 2010).

Nelle operazioni di acquisizione, il soggetto economico acquirente può assumere due differenti prospettive, le quali si distinguono per obiettivi, strategie e modalità di gestione:

- l'ottica strategica, tipica dell'investitore industriale;
- l'ottica finanziaria, tipica dell'intermediario finanziario.

L'acquirente industriale è in genere un'impresa che opera nello stesso settore della società bersaglio o come concorrente diretto, svolgendo quindi la stessa attività del cedente, o in segmenti complementari. In entrambi i casi l'acquisizione rappresenta uno strumento di implementazione delle strategie di crescita per il compratore, laddove quest'ultimo può guadagnare ulteriori quote di mercato e/o integrare (verticalmente o orizzontalmente) il proprio processo produttivo. In conseguenza delle potenziali sinergie che si creano con l'operazione, gli investitori strategici sono solitamente disposti a riconoscere un certo premio di acquisizione (*premium price*) rispetto agli investitori finanziari pur di accaparrarsi l'unità produttiva oggetto del proprio desiderio, ragion per cui le acquisizioni industriali sono in genere negoziate a prezzi superiori rispetto a quelle finanziarie.

L'acquirente finanziario, invece, è tipicamente un operatore istituzionale (quale un fondo di *private equity* o *venture capital*) intenzionato ad intervenire nel capitale di una società con

l'obiettivo principale di realizzare un *capital gain* al momento del disinvestimento, che generalmente avviene tra i tre e i cinque anni (*way-out*). L'acquisizione assume così le caratteristiche di un'operazione finanziaria, dalla quale si ricerca un rendimento del denaro investito in linea con il grado di rischio sopportato.

A differenza dell'ottica manageriale, l'approccio finanziario non contempla la fase di post-acquisizione, proprio per il fatto che esso non persegue il conseguimento di effetti sinergici operativi e competitivi derivanti dall'integrazione di due entità produttive. Un partner finanziario è indicato in caso di progetti di sviluppo aziendale che richiedano un apporto di capitale esterno (*expansion capital*), nel caso in cui la proprietà desideri rimanere in azienda con ampio ruolo operativo anche dopo la cessione (*leverage buy-out*), oppure quando l'azienda passa ai manager operativi (*management buy-out*) o a nuovi manager individuati dal fondo (*management buy-in*). Questo perché di norma i rappresentanti dell'istituzione finanziaria acquirente tendono ad intervenire soltanto nell'attività straordinaria della società, lasciando invece ampia libertà d'azione all'imprenditore o ai manager nell'attività ordinaria.<sup>13</sup>

### **3.2 Tipologie e schemi di vendita**

L'acquisizione può seguire diverse logiche o metodologie, che possono anche in parte combinarsi tra loro a seconda delle esigenze. Esse si riferiscono essenzialmente:

- alla trattativa diretta o privata;
- all'asta competitiva.

La struttura del processo acquisitivo e la sua articolazione in fasi e sottofasi si modificano sensibilmente quando si passa dalla fattispecie più frequente della trattativa privata (tipica transazione di tipo bilaterale) alla tipologia dell'asta competitiva. Nella negoziazione privata gli *step* e i comportamenti assunti dagli attori coinvolti non seguono in genere uno schema rigoroso e preconfigurato, tant'è che da caso a caso alcune fasi possono susseguirsi in ordine diverso o talvolta mancare addirittura. Al contrario, nell'asta competitiva le regole del gioco sono fissate da una serie di procedure rigide e formali, le quali devono sempre essere rispettate per garantire l'assoluta trasparenza del processo e l'equità di trattamento di tutti coloro che vogliono parteciparvi.

---

<sup>13</sup> Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI), *Guida M&A. Come valutare, acquistare e cedere un'azienda*.

La tabella 8 riportata di seguito evidenzia proprio le differenze tra le due macrocategorie di schemi di vendita introdotte, sottolineando il maggior grado di formalizzazione dell'asta competitiva rispetto alla trattativa privata. Alcune fasi sono normalmente condivise, come la lettera di confidenzialità, la *due diligence* o le autorizzazioni; altre, invece, riflettono la peculiarità tipica dell'asta, quali l'annuncio, la dichiarazione di interesse e l'offerta vincolante.

**Tabella 8: Struttura del processo e gradi di formalizzazione**

Fasi	Asta competitiva	Trattativa privata
1	Annuncio	Lettera di confidenzialità
2	Lettera di confidenzialità	Due diligence iniziale
3	Dichiarazione di interesse	Lettera di intenti
4	Information memorandum	Data room
5	Offerta preliminare	Due diligence
6	Due diligence	Negoziazione finale
7	Data room	Bozza di contratto
8	Bozza di contratto	Firma del contratto definitivo
9	Offerta vincolante	Autorizzazioni
10	Negoziazione finale	Esecuzione del contratto
11	Firma del contratto definitivo	Post closing
12	Autorizzazioni	
13	Esecuzione del contratto	
14	Post-closing	

Fonte: nostra elaborazione su Conca V., *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, 2010

All'interno dello schema dell'asta competitiva, si possono poi riscontrare ulteriori differenti configurazioni sulla base delle procedure che regolano i prezzi di asta e degli esiti dell'asta stessa. Le aste dinamiche, che prevedono la possibilità di rilancio sulle offerte provenienti dagli altri concorrenti, si distinguono dalle aste statiche, le quali avvengono sulla base di un'unica offerta presentata e non modificabile nel tempo; infine, mentre nelle aste discriminanti gli scambi avvengono a prezzi diversi, nelle aste uniformi questi ultimi sono univoci.<sup>14</sup>

<sup>14</sup> Per ulteriori approfondimenti si veda Conca V., *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*. Milano, Egea, 2010.

### **3.3 Modalità tipiche di acquisizione**

Le operazioni di acquisizione possono essere condotte utilizzando i diversi strumenti messi a disposizione dall'ordinamento giuridico. Nello specifico, esse possono riguardare direttamente l'*asset* (il complesso aziendale) che si intende acquisire, in qual caso assumeranno la forma di *asset deal*, oppure possono riferirsi a partecipazioni in società che posseggono il complesso aziendale oggetto di acquisizione, situazione per la quale si parlerà di *share deal*. La scelta tra *asset deal* e *share deal* determina conseguenze di rilievo sotto vari profili, tra cui quello delle responsabilità contrattuali, dell'imposizione fiscale, dei bilanci successivi, del divieto di concorrenza e del rischio complessivo dell'operazione.

Nel caso di un *asset deal*, il contratto di compravendita può avere per oggetto l'intera azienda oppure un singolo ramo o comparto della stessa, costituito da determinati elementi patrimoniali attivi e passivi che siano tra loro legati da una specifica e riconoscibile combinazione produttiva; in altre parole, con il contratto di cessione d'azienda possono essere analiticamente individuati gli elementi patrimoniali e i rapporti giuridici oggetto del trasferimento.

Il trasferimento della partecipazione (*share deal*), invece, determina l'inevitabile acquisizione di tutto ciò che la società *target* contiene, vale a dire tutte le attività e le passività attuali ma anche quelle potenziali, siano esse correttamente riflesse o meno nei bilanci approvati.

Per ovviare a questo vincolo, accade spesso che il trasferimento di partecipazioni venga preceduto da un'altra operazione di finanzia straordinaria (tipicamente il conferimento o la scissione), mediante la quale viene costituita una nuova società *ad hoc*, chiamata *newco*, che diviene titolare degli *asset* netti che interessano al compratore. Tale meccanismo permette di ridurre il rischio, a carico del compratore, di ritrovarsi proprietario di una società gravata da passività latenti che possono manifestarsi anche a distanza di anni (rischio di accertamenti fiscali o previdenziali, di azioni legali passive, di perdite su crediti o insussistenze del magazzino,...).

La cessione di azioni o quote (beni di secondo grado), *share deal*, presenta una maggiore semplicità rispetto all'alternativa dell'*asset deal*, in quanto consente di evitare le formalità occorrenti per il trasferimento dei beni posseduti dalla società (beni di primo grado) e, soprattutto, delle eventuali licenze amministrative, concessioni, certificazioni di qualità, iscrizioni e accreditamenti presso enti pubblici, ecc.

### **3.4 Le macrofasi del processo**

Bisogna subito premettere che le M&A sono un processo, non un evento (DePamphilis D., 2010). Il processo di acquisizione si può in prima approssimazione articolare attraverso tre macrofasi caratteristiche (Conca V., 2010):

1. una fase iniziale, rappresentata dall'analisi e dalla valutazione strategica preventiva, nella quale si fissano gli obiettivi di fondo dell'acquisizione e si individuano le caratteristiche della potenziale *target*;
2. una fase intermedia, concernente le valutazioni economico-finanziarie e la gestione negoziale della trattativa, attraverso cui si giunge alla stesura definitiva del contratto di cessione (*signing* e *closing*);
3. una fase finale, costituita dall'effettiva integrazione tra le società coinvolte nel *deal*, che riguarda le decisioni e gli aspetti operativi necessari per poter conseguire i benefici sinergici attesi.

Ogni singola macrofase è poi composta da ulteriori sottofasi. La sequenzialità delle stesse può essere interrotta per la necessità di dover tornare indietro e ripercorrere in modo iterativo gli *step* precedenti, qualora nel frattempo insorgano problematiche o nuove informazioni che mettano in discussione la bontà o l'accuratezza delle valutazioni espresse fino a quel momento.

#### **3.4.1 La prima macrofase**

Dalla macrofase iniziale del processo deve emergere una visione strategica di fondo che chiarisca e giustifichi fin da subito se e come il percorso di crescita esterna possa rappresentare una soluzione effettivamente percorribile dall'impresa per la creazione di valore. Il compito di pervenire a questa convinzione è demandato al management interno, in grado di valutare razionalmente le possibilità di successo della strategia esaminata.

Quando e se lo si ritiene necessario, si possono comunque coinvolgere società esterne di consulenza strategica (*advisor*) che supportino il management a definire gli spazi e gli ambiti delle strategie di crescita esterna, la concreta realizzabilità degli obiettivi o l'individuazione delle imprese bersaglio ideali.

Le sottofasi che tipicamente caratterizzano questo primo momento di analisi sono:

- l'impostazione strategica del problema: essa concerne valutazioni come l'analisi del settore, della concorrenza e delle variabili competitive, il riconoscimento oggettivo delle aree di debolezza dell'impresa, l'identificazione delle possibili economie e sinergie conseguibili, la verifica della rispondenza dell'operazione al disegno strategico complessivo;
- la definizione degli obiettivi dell'acquisizione e l'identificazione del profilo ideale della *target*: il modello ideale di società da acquisire deve essere definito in base al grado di coerenza strategica con la società acquirente, alle sinergie potenzialmente conseguibili, alla compatibilità organizzativa e alle possibilità finanziarie ipotizzate;
- la ricerca delle alternative: da un lato, è opportuno inizialmente individuare un numero sufficientemente ampio di candidati, a causa dell'elevato tasso di mortalità che la selezione comporta nei momenti successivi; dall'altro, occorre anche evitare di compilare liste troppo lunghe per evitare di perdere tempo ed energie gestendo troppi contatti. In tale contesto, il vantaggio di avvalersi del contributo di consulenti specializzati risiede nel fatto che questi dispongono di qualificati database e hanno la possibilità di muoversi con maggiore autonomia sfruttando il loro *network* di conoscenze, nonché permettono di mantenere la dovuta riservatezza al momento del primo contatto.

#### 3.4.2 La seconda macrofase

Come già accennato nella parte introduttiva, la seconda macrofase del processo acquisitivo attiene agli aspetti di gestione della negoziazione e di conclusione formale dell'accordo. Con essa si determina il passaggio dall'ideazione progettuale e teorica alla realizzazione pratica e operativa dell'operazione, attraverso cui si giunge alla firma del contratto definitivo di acquisizione (*closing*) e al successivo passaggio del controllo societario ai nuovi soci.<sup>15</sup>

Nelle acquisizioni strategiche l'obiettivo del *closing* ha natura intermedia, rappresentando la condizione necessaria per il conseguimento degli effetti sinergici ricercati (terza

---

<sup>15</sup> Per approfondimenti si rimanda a: DePamphilis D., *Mergers and Acquisitions Basics: Negotiation and Deal Structuring*. Academic Press, 2010.

macrofase), mentre le acquisizioni finanziarie si concludono di fatto in seguito alla conclusione del *deal*.

Vi sono molteplici aspetti che determinano l'esito di una trattativa, tra i quali (Conca V., 2010): l'effettivo grado di interesse delle parti a concludere l'operazione; la forza contrattuale delle stesse, dalle quali dipendono le condizioni di scambio; la capacità di trovare soluzioni tecniche in grado di risolvere i problemi che via via si presentano.

La seconda fase è quella che richiede maggiori technicalità ed un ruolo chiave in tal senso è svolto dai consulenti e dai professionisti esterni, soggetti portatori di competenze e informazioni ad alto valore aggiunto che nella maggior parte dei casi sono chiamati a coordinare e gestire direttamente la trattativa. Oltre alle *investment bank* (per ciò che attiene in particolar modo alla gestione dei contatti, alla redazione dei documenti preliminari, alla valutazione delle imprese e al finanziamento dell'acquisizione), vengono coinvolti anche gli studi legali (per la stesura del contratto e delle relative clausole), le società di revisione (per lo svolgimento della *due diligence*) e i professionisti generici (come i dottori commercialisti), nei casi di realtà aziendali minori.

Anche questa macrofase si articola a sua volta in *step* distinti, i quali non seguono necessariamente lo schema logico consequenziale proposto e possono talvolta anche essere bypassati a seconda dei casi concreti:

- a) selezione delle imprese *target* (*screening*): il processo che conduce all'individuazione delle potenziali unità acquisibili prevede l'elaborazione di una prima lista di imprese con caratteristiche idonee, l'esclusione di quelle ritenute difficilmente contattabili raggiungibili, la valutazione e la graduatoria di quelle considerate, l'avvio dei primi contatti, l'individuazione degli obiettivi dei venditori, l'identificazione del candidato ideale;
- b) lettera di confidenzialità, o *confidentiality agreement*: con essa le controparti esplicitano lo stato di avanzamento della trattativa e danno un primo inquadramento formale all'operazione, senza entrare nei dettagli operativi;
- c) accordi di *standstill*: attraverso questi le parti si impegnano per un determinato periodo temporale a non intrattenere negoziati con terzi, per evitare che il venditore intrattenga trattative parallele all'insaputa del compratore, situazione che influirebbe non poco sulla strategia negoziale mettendo la *target* in una posizione di forza relativa;

- d) *information memorandum*: è un documento preparato e consegnato dal venditore, atto a fornire un ritratto della società, del suo posizionamento di mercato, della sua situazione economica e delle potenzialità di sviluppo;
- e) ricorso alla *data room*: essa consiste nell'organizzare in un luogo fisico esterno, in genere presso una società di revisione o di consulenza, o virtuale, attraverso un *provider* che mette a disposizione una piattaforma digitale ad accesso limitato e protetto, un centro di raccolta dati contenente tutte le informazioni selezionate dal venditore e ritenute utili per l'operazione. I costi di tale attività sono sostenuti interamente da quest'ultimo soggetto. La *virtual data room* risolve molte delle problematiche proprie di quella "tradizionale" da un punto di vista logistico, in quanto non crea limitazione agli accessi contemporanei, di sicurezza (non richiedendo un elevato numero di persone dedicate), o di assistenza alle potenziali controparti interessate. Inoltre, sul piano strettamente pratico, qualora si renda necessario aggiornare o ampliare la documentazione oggetto di visione, si eviterà di sopportare gli oneri e le perdite di tempo legate alla distribuzione fisica del materiale informativo;
- f) valutazioni economico-finanziarie: presuppongono le valutazioni inerenti il capitale economico *stand alone* (oggettivo) dell'impresa oggetto di acquisizione e quelle (soggettive) riguardanti le sinergie conseguibili dall'operazione, al fine di pervenire ad un valore di acquisizione sulla base del quale elaborare una serie di considerazioni e indirizzare la trattativa sul prezzo; per un approfondimento sullo svolgimento del processo valutativo si veda il capitolo 4 dedicato all'analisi delle diverse metodologie di valutazione;
- g) analisi di fattibilità finanziaria e delle conseguenze sull'equilibrio patrimoniale: con il piano finanziario del progetto viene verificato l'impatto dei flussi monetari complessivi che gravano sull'acquirente e valutate le possibili forme di finanziamento;
- h) definizione di un *range* di prezzo probabile: tale intervallo è frutto delle stime sul valore intrinseco della società bersaglio e della quantificazione soggettiva dei benefici che l'acquirente è in grado di generare;
- i) lettera d'intenti: si tratta di un documento precontrattuale attraverso cui le parti si prefiggono di fissare per iscritto i termini generali dell'operazione, impegnandosi a rispettarli. Essa è volta a definire l'oggetto della transazione, dichiarare l'effettiva intenzione di procedere all'accordo, stabilire un termine entro il quale chiudere la

negoziazione, concordare l'esclusiva della trattativa, rinnovare le clausole di segretezza già contenute nella lettera di confidenzialità, definire i metodi di valutazione utilizzati per determinare il prezzo, ipotizzare un prezzo probabile e le connesse modalità di pagamento, fissare i criteri per lo svolgimento della *due diligence*, escludere l'obbligo di attuare il contratto;

- j) *due diligence*: l'espressione (letteralmente tradotta come "dovuta diligenza") si riferisce al processo investigativo concernente la struttura operativa ed economico-finanziaria della società *target*, normalmente demandato a enti o professionisti qualificati nelle singole aree coperte dall'indagine. Essa consente una conoscenza preliminare diretta e sufficientemente organica sullo stato di salute dell'azienda interessata, sulla veridicità delle informazioni fornite dal venditore e sull'esistenza di eventuali oneri e rischi latenti nell'operazione. La *due diligence* può investire svariati campi di indagine, tra i quali: aspetti legati al business e alla concorrenza; aspetti societari; risultati operativi, economico-finanziari ed elementi patrimoniali; aspetti legati all'organizzazione, al personale e ai sistemi informativi; aspetti legali e giuslavoristici; aspetti fiscali; aspetti ambientali;<sup>16</sup>
- k) la *vendor due diligence* (o *sell side due diligence*) è una variante alla consueta attività di *due diligence*, sviluppatasi in Gran Bretagna e costituente una prassi piuttosto consolidata in tali paesi. L'iniziativa, anziché partire dal compratore allo scopo di comprendere la fattibilità dell'operazione di acquisizione, è organizzata direttamente dal venditore con l'obiettivo di facilitare alle potenziali controparti la conoscenza della realtà in esame e accelerare i tempi tecnici caratteristici della transazione. Il venditore, avvalendosi di un *advisor*, procede così ad una "autocertificazione" che migliora la propria posizione negoziale e riduce le pressioni psicologiche. Esso sostiene i costi del processo e ciò rappresenta una sorta di investimento in comunicazione che manifesta alle potenziali controparti acquirenti la serietà delle proprie intenzioni e facilita le negoziazioni con le stesse, le quali vorranno comunque svolgere in un successivo momento un'ulteriore propria indagine sulla società *target* per approfondire gli specifici aspetti interessati;

---

<sup>16</sup> Per ulteriori approfondimenti in tema si rimanda a: Arcangeli A., Bianchi F., Rizzi L., *Come gestire le operazioni di M&A: specifici rischi operativi, due diligence, contrattualistica*. Ipsoa, 2012; Gagliardi G., Martinazzoli D., *Manuale di due diligence*, Il sole 24 ore, 2004; Stesuri A., *Due diligence e investigation*, Ipsoa, 2011; Stesuri A., Giacomini G., Sartori A., *Due diligence, analisi contabile, fiscale e legale*, III edizione, Ipsoa, 2007.

- l) predisposizione dell'offerta, o lettera di offerta: la valutazione dei dati e delle informazioni scaturenti dalla *due diligence* pone le condizioni per la formalizzazione di una proposta concreta e definitiva, solitamente sottoposta ad una validità temporale limitata;
- m) scelta fra i meccanismi del *completion accounts* o della *locked box* per la determinazione del prezzo di acquisto e il trasferimento del rischio economico in capo all'acquirente:<sup>17</sup>
- secondo il primo approccio, il compratore in definitiva paga per il valore degli specifici *assets* e *liabilities* risultanti dai bilanci di completamento (*completion accounts*) in seguito alla chiusura dell'operazione. Il valore finale dell'*equity* (*equity value*) può non essere conosciuto per mesi, e di conseguenza neanche il prezzo definitivo pagato per il suo acquisto (*purchase price*). Alla data di completamento l'acquirente riconosce infatti un ammontare che costituisce una stima del prezzo finale, il quale poi subirà degli aggiustamenti sulla base dei prospetti di bilancio aggiornati e comprensivi di tutte le informazioni disponibili ed emerse solo dopo il completamento del *deal*, come le variazioni di debito, cassa e capitale circolante (*working capital*). In tale data successiva sarà perciò pagato l'aggiustamento del prezzo definitivo di acquisto (*purchase price adjustment*). Con tale meccanismo sia l'esposizione economica che la titolarità dell'azienda acquisita traslano in capo al compratore al momento della chiusura dell'operazione;
  - invece, secondo lo schema della *locked box* (letteralmente "scatola chiusa"), affermatosi nel Regno Unito a metà anni 2000, il trasferimento del rischio economico avviene al momento della sottoscrizione del contratto (*signing date*) e il prezzo di acquisto è calcolato in funzione degli ultimi bilanci della *target* disponibili, i quali si riferiscono ad una data (*effective date*) antecedente la firma e la chiusura dell'operazione. Alla data di completamento avverrà il passaggio legale della titolarità della società bersaglio in capo al soggetto acquirente e il pagamento del prezzo così come definito nel contratto di compravendita (*sale and purchase agreement, SPA*), senza che si verifichi nessun processo di

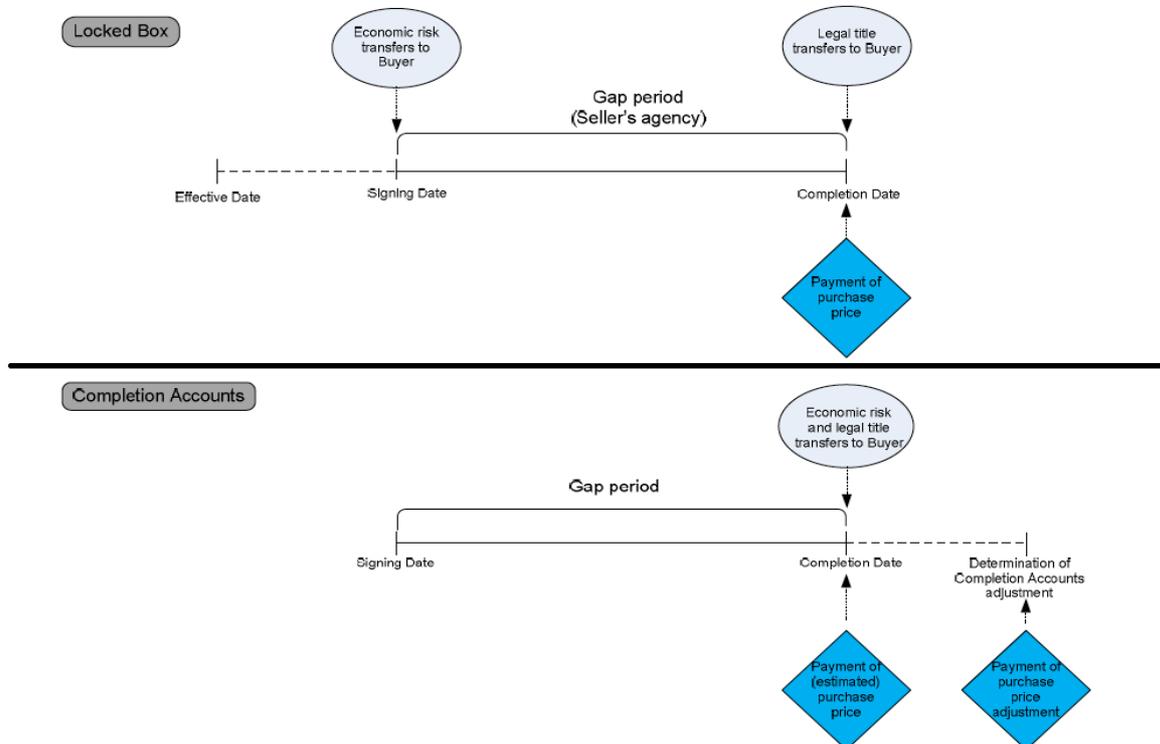
---

<sup>17</sup> Per approfondimenti in materia di rimanda ai seguenti paper: Mansfield J., Parker K., "M&A Purchase Price Calculations: the Locked Box Mechanism", *Addisons Focus Paper*, 13 November 2012; O'Sullivan R. and McNaughton R. (Paul Hastings LLP), Doe J. (PricewaterhouseCoopers LLP), "Pricing mechanisms: Locked box vs completion accounts", *PLC Magazine*, January/February 2012.

aggiustamento in seguito al completamento dell'affare. Il prezzo è quindi conosciuto al momento della firma e viene "bloccato" in una scatola garantendo certezza alle parti, senza permettere dispersioni o fluttuazioni del suo valore nella fase conclusiva della trattativa. Le parti inoltre non sono tenute a redigere i conti di completamento, riducendo perciò i costi, i tempi e le possibili controversie. Il venditore continua ad essere proprietario dell'azienda ceduta dal punto di vista giuridico nel periodo (*gap period*) che intercorre tra la data di sottoscrizione del contratto e quella di completamento, durante il quale gestisce operativamente l'impresa per conto del compratore alla stregua di un agente o mandatario (*seller's agency*).

La figura 3 illustra sinteticamente i due approcci delineati, con le differenze precisate. Il meccanismo del *completion accounts* ha rappresentato la soluzione storicamente più utilizzata nell'ambito delle transazioni M&A, anche se nei recenti anni si è affermata la tecnica della *locked box*, come si evidenzia dal grafico 17;

**Figura 3: Locked box vs completion accounts, meccanismi a confronto**



Fonte: Addisons, *M&A Purchase Price Calculations: the Locked Box Mechanism*, 13 November 2012

**Grafico 17: Utilizzo dei due meccanismi negli anni recenti (2007-2011)**



Fonte: PwC SPA data on mechanism

- n) trattativa e negoziazione sul prezzo: la determinazione del prezzo finale di acquisizione (*purchase price*) è l'esito di un processo all'interno del quale entrano in gioco molteplici fattori di tipo strategico (tipologia e livello delle sinergie attese, unicità o rarità dell'alternativa, eliminazione di un concorrente, sottrazione di un'alternativa ai *competitors*, necessità di chiudere l'operazione in tempi rapidi,...), finanziario e fiscale (entità dell'investimento, sostenibilità finanziaria dello stesso, struttura e stabilità dei flussi della target, conseguenze sull'equilibrio patrimoniale e finanziario dell'acquirente, possibilità di diminuire la tassazione in capo al venditore,...) e negoziale (disparità di forza contrattuale, asimmetria informativa, condizioni di pagamento, clausole contrattuali accessorie,...);
- o) eventuali adempimenti *antitrust*: la maggior dimensione raggiunta in seguito ad operazioni di concentrazione può ridurre in modo sostanziale e durevole la libera concorrenza a favore dell'impresa risultante dal processo, accrescendo la sua capacità di

controllo dei prezzi e la possibilità di praticare condizioni svantaggiose per il consumatore finale. Stando a quanto prescritto dagli articoli 81 e 82 del Trattato di Roma che istituisce la Comunità europea (1957), riportati per esteso in Appendice 4, “sono incompatibili con il mercato comune e vietati tutti gli accordi tra imprese, tutte le decisioni di associazioni di imprese e tutte le pratiche concordate che possano pregiudicare il commercio tra Stati membri e che abbiano per oggetto o per effetto di impedire, restringere o falsare il gioco della concorrenza all'interno del mercato comune...”. Inoltre, “è incompatibile con il mercato comune e vietato, nella misura in cui possa essere pregiudizievole al commercio tra Stati membri, lo sfruttamento abusivo da parte di una o più imprese di una posizione dominante sul mercato comune o su una parte sostanziale di questo”. Per evitare che il funzionamento del mercato risulti distorto da un'operazione di concentrazione, la legge *antitrust* stabilisce che tutte le operazioni di questo tipo siano preventivamente comunicate all'AGCM, la quale, se ritiene che una concentrazione comporti la costituzione o il rafforzamento di una posizione dominante tale da ridurre la concorrenza, ha il potere di vietarne la realizzazione o di imporre delle modifiche al progetto originario che ne rimuovano gli effetti distorsivi;

- p) conclusione e formalizzazione dell'accordo: perché la transazione sia considerata valida e possa avvenire il passaggio di proprietà dell'azienda ceduta, è necessario il suo perfezionamento con un contratto di compravendita (*sale and purchase agreement*, SPA). Non esiste un contratto di acquisizione standard, ma comunque si ritiene che esso debba generalmente contenere: i dati anagrafici dei contraenti; la struttura dell'operazione; gli elementi patrimoniali attivi e passivi trasferiti; i dettagli sul prezzo (condizioni, tempi, enti paganti e riceventi, meccanismi di *earn-out*<sup>18</sup>) e sulle modalità di pagamento; l'esplicitazione formale delle garanzie e delle clausole particolari (come l'istituto dell'*escrow account*<sup>19</sup>); l'obbligo di non concorrenza del venditore; le condizioni sospensive e risolutive del contratto e le pattuizioni accessorie (quali il patto di non concorrenza, l'obbligo di mantenere una collaborazione pluriennale, i patti parasociali).

---

<sup>18</sup> Le clausole di *earn-out* prevedono il pagamento di una parte del prezzo posticipato nel tempo e vincolato al raggiungimento dei risultati previsti nel *business plan*.

<sup>19</sup> L'*escrow* è un meccanismo che tende a limitare i rischi di sopravvenienza depositando a garanzia una parte del prezzo giudicata a rischio, allo scopo tutelare il compratore da scelte pregresse non imputabili alla sua gestione.

### 3.4.3 La terza macrofase

L'ultima macrofase del processo di acquisizione prende avvio in seguito alla definizione del contratto di cessione e alla chiusura dell'operazione. In essa, il management della società acquirente, preferibilmente coadiuvato da quello dell'impresa acquisita così da formare un *post-merger team* “integrato”, è chiamato all'arduo compito di realizzare gli obiettivi individuati nel *business plan*, gestendo la nuova struttura e cercando di renderla compatibile con quella preesistente; quest'ultima problematica si pone a causa del fatto che i partner sono generalmente portatori di culture e di stili di gestione assai differenti, il che rende necessaria una convergenza fra le due realtà.<sup>20</sup>

La gestione dell'integrazione post acquisizione è un'attività che coinvolge solo gli acquirenti industriali, essendo gli stessi motivati dal conseguimento delle sinergie legate all'integrazione delle due realtà produttive, mentre non si verificherà a proposito di acquisizioni motivate da intenti finanziari, nelle quali il compratore è tipicamente una *merchant bank* o un fondo chiuso.

Affinché una crescita per vie esterne abbia successo, è necessario seguire con molta attenzione la gestione della fase integrativa post acquisizione, la quale rappresenta il momento della verità perché è in essa che si manifestano concretamente le opportunità di sfruttare gli effetti sinergici prospettati e stimati in via valutativa. Molto spesso accade invece che ad essa venga attribuita scarsa importanza e questo spiega come mai, nonostante l'enorme sviluppo che ha caratterizzato le operazioni di fusione ed acquisizione nell'economia mondiale, sia ancora elevata la percentuale di insuccessi sul totale delle operazioni concluse. La maggior parte dei fallimenti registrati, infatti, è principalmente dovuta ad una gestione non adeguata dell'attività integrativa, la quale invece costituisce il passaggio più delicato di tutta l'intera procedura e dalla quale può derivare il buono (creazione di valore per gli azionisti) o il cattivo esito (distruzione di valore) dell'operazione.

I driver, definiti anche “imperativi organizzativi” (Conca V., 2010), sui cui si deve orientare il management per gestire con efficacia il processo di post acquisizione e realizzare le sinergie di valore, sono:

---

<sup>20</sup> Per approfondimenti si rimanda a: DePamphilis D., *Mergers and Acquisitions Basics: All You Need To Know*. Academic Press, 2010; DePamphilis D., *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*. Academic Press, 2013; Gaughan P. A., *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons, 2010; Conca V., *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*. Milano, Egea, 2010.

- l'integrazione culturale e organizzativa: problematica che si pone laddove si riscontrino barriere di tipo culturale, relative alle procedure organizzative interne, o derivanti dai comportamenti assunti dal personale;
- la generazione del consenso: tale obiettivo può essere perseguito sfruttando il carisma di alcuni manager i quali, assumendo il ruolo di *opinion leaders*, possono contribuire a convincere l'ambiente sull'opportunità di reagire positivamente ai cambiamenti in atto e alle nuove strategie dell'acquirente;
- il trasferimento delle risorse e delle competenze: a tal proposito, si distinguono le risorse di tipo *hard* (come le tecnologie o i brevetti), solitamente abbastanza agevoli da trasferire, dalle risorse di tipo *soft* (quali competenze organizzative, capacità legate al lavoro in team, *know-how*,...), più soggette a pericoli di rigetto;
- i tempi di adattamento e di risposta: si ha la necessità di prevedere, e possibilmente contenere, i tempi nei quali la nuova struttura integrata possa iniziare a operare a regime.

#### 3.4.4 L'impatto sul valore delle macrofasi

Come abbiamo visto, le tre macrofasi principali di cui si compone il processo acquisitivo sono caratterizzate da peculiari fattori critici e coinvolgono risorse diverse fra loro. Dal momento che l'obiettivo di fondo della crescita esterna è la creazione di valore, è necessario intuire *ex ante* la relazione esistente tra le caratteristiche delle diverse macrofasi e la loro influenza sul valore generabile.

Nella fase di analisi strategica preventiva l'influenza sul valore risulta minima perché, qualora l'impresa passasse alla successiva fase di negoziazione, non si avrebbe ancora alcun effetto sul valore; in caso opposto, se si decidesse fin da subito di non procedere con l'acquisizione, si perderebbe nel peggiore dei casi solo un'opportunità.

Quando si giunge alla macrofase relativa alla negoziazione l'impatto sul valore diventa sensibile, dal momento che in questo frangente si realizzano le condizioni di passaggio dell'acquisita all'acquirente (la cosiddetta "fase di cattura del valore").

Infine, nella fase terminale di integrazione post operazione, affrontata dai soli acquirenti strategici, si determina il massimo impatto sul valore del soggetto economico industriale: in caso positivo, si avrà il pieno ottenimento degli effetti sinergici e una creazione di valore per

gli azionisti; in caso negativo, oltre a non prodursi i benefici prospettati si rischierà addirittura di distruggere valore.

Uno schema riassuntivo concernente le caratteristiche, i fattori critici, le risorse coinvolte e l'impatto sul valore di ciascuna macrofase del processo di acquisizione, è riportato nella tabella 9 susseguente.

**Tabella 9: Il processo di acquisizione, le caratteristiche principali delle tre macrofasi**

n°	Macrofase	Fattori critici	Risorse coinvolte	Impatto sul valore
1)	<b>Analisi strategica preventiva</b>	Capacità di visione strategica	Management interno dell'acquirente	Minimo: rischio di perdere un'opportunità
2)	<b>Negoziazione e closing</b>	Forza contrattuale Capacità negoziali Livello di prezzo	<i>Advisors</i> e professionisti esterni	Medio: obiettivo di "cattura del valore"
3)	<b>Integrazione ex post</b>	Capacità organizzativa Leadership Cultura prevalente	Management di ambedue le società	Massimo: creazione o distruzione di valore

Fonte: nostra elaborazione da Conca V., *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita* (2010)

### **3.5 Le motivazioni del soggetto acquirente**

Le motivazioni che stanno alla base della decisione di procedere ad un'operazione di M&A possono essere molteplici, ma sinteticamente si riferiscono a (DePamphilis D., 2010):<sup>21</sup>

- sfruttamento di sinergie operative: migliorare l'efficienza operativa attraverso le economie di scala o di scopo derivanti dall'acquisizione di un cliente, fornitore o concorrente;
- sfruttamento di sinergie finanziarie: ridurre il costo del capitale, cioè il rendimento minimo garantito ad azionisti e finanziatori per indurli ad acquistare azioni di una società o concedere credito alla stessa. Esso esprime il rischio di impresa ed è utilizzato come tasso di attualizzazione dei flussi;

<sup>21</sup> Per un approfondimento in tema si consultino anche: Brugger G., 2012; Cortesi A., 2000; Gaughan P. A., 2010; Motta A., 2003; Napolitano M. R., 2003; Rock M. L., 1990; Rossi E., 1990; Tedeschi G., Salvadeo S., 2012; Zanetti L., 2000.

- diversificazione: riposizionare l'impresa in termini di prodotti e/o mercati alla ricerca di migliori condizioni di crescita, andando a proporre nuovi prodotti sui mercati attualmente presidiati, oppure offrendo i prodotti esistenti su nuovi canali, o infine puntando sull'innovazione contestuale sia di prodotto che di mercato;
- riallineamento strategico: le M&A possono servire alle imprese per adattarsi al mutevole ambiente esterno in cui esse operano, in conseguenza ad esempio di cambiamenti legislativi e politici o di innovazioni tecnologiche;
  - cambiamenti legislativi: le industrie che negli ultimi anni sono state soggette a processi di liberalizzazione (settore finanziario, sanità, *utilities*, media, telecomunicazioni, difesa), sono state anche al centro di notevoli e frequenti operazioni di M&A, in quanto la *deregulation* abbatte le barriere all'entrata e stimola la concorrenza;
  - cambiamenti tecnologici: nell'era tecnologica in cui viviamo, quando il talento ingegneristico scarseggia e contestualmente i cicli di vita dei prodotti si accorciano, anche le grandi imprese si possono trovare a non avere tempo né risorse per innovare. In tali casi, esse spesso individuano nelle M&A un modo veloce, e a volte meno costoso, per acquisire efficacemente nuove tecnologie e *know-how* di proprietà altrui, colmando così le lacune presenti nella loro attuale gamma prodotti e/o entrando a competere in business del tutto nuovi. L'acquisizione di tecnologie può anche essere un'arma di difesa per sottrarre ai *competitors* le risorse vincenti;
- presunzione e orgoglio del management: i manager talvolta si convincono che la loro valutazione di una *target* sia superiore a quella espressa dal mercato. L'eccesso di ottimismo nel sopravvalutare le sinergie può comportare scelte affrettate e poco ponderate sulla convenienza di un'operazione di M&A, da cui ne derivano prezzi di acquisizione più alti del dovuto. Tale effetto si amplifica ulteriormente se vi sono più *bidder* con le medesime convinzioni;
- acquisto di attività sottovalutate (Q Ratio): un'operazione di M&A può essere conveniente quando il valore di una data attività è inferiore al costo necessario per ricostituirla o quando un business risulta sottovalutato rispetto al mercato;
- *mismanagement* (problemi di agenzia): le fusioni possono aver luogo al fine di porre rimedio a situazioni in cui vi è una separazione insanabile tra ciò che vogliono i

manager e ciò che richiedono i proprietari (azionisti), quando cioè i primi non agiscono nel migliore interesse dei secondi;

- motivazioni discutibili dei manager: i manager a volte promuovono e intraprendono acquisizioni esclusivamente per motivi egoistici, ad esempio per esaltare il loro prestigio, per aumentare la loro influenza interna, per incrementare i loro compensi o per garantirsi il futuro in azienda. Anche se l'operazione dovesse alla lunga distruggere valore per gli azionisti, i manager si sentono appagati professionalmente;
- considerazioni fiscali: attraverso le M&A si possono conseguire benefici fiscali che riguardano ad esempio le perdite portate a nuovo o i crediti d'imposta, qualora essi vadano a dedurre il reddito imponibile della società risultante dall'integrazione;
- potere di mercato: aumentare la quota di mercato per acquisire o migliorare la capacità di influenzare i prezzi dei beni o servizi a proprio favore.

Le sinergie sono il valore incrementale generato dalla combinazione di due imprese, la cui integrazione crea opportunità che non sarebbero raggiungibili se le due entità considerate operassero indipendentemente. Il tema delle sinergie rappresenta quindi il punto focale del processo, l'argomento principale attorno al quale ruotano le decisioni inerenti le operazioni di fusione e acquisizione.

Differenti prospettive e considerazioni si hanno a seconda che si assuma l'ottica del compratore o del venditore; infatti, mentre il primo valuta e calcola le sinergie in modo puntuale in base al contesto effettivo in cui si potrebbero realizzare, il secondo non può che percepirle e stimarle in modo approssimato.

Tra i compratori, poi, i benefici potenziali riguardano in genere solo la fattispecie degli acquirenti industriali, poiché essi possono legittimamente essere interessati ad incorporare un'impresa allo scopo di conseguire, ad esempio, sinergie sul proprio portafoglio prodotti o sui mercati di sbocco, mentre la categoria degli investitori finanziari (come fondi di *private equity* o i *venture capitalist*) non presenta in genere tali potenzialità e capacità.

Le motivazioni prima brevemente elencate si possono ricondurre a tre macrocategorie di sinergie, le quali verranno approfondite nei successivi paragrafi: sinergie di costo, sinergie di ricavo e sinergie fiscali.

Mentre le sinergie sui costi sono tendenzialmente più credibili poiché più facili da quantificare (*ex ante*), dimostrare ed ottenere (*ex post*), le sinergie sui ricavi sono più difficili

da realizzare e più complesse da monitorare, anche se possono impattare in maniera rilevante sul trend dei ricavi e quindi sui risultati aziendali.

### 3.5.1 Sinergie di costo

Sono di seguito riportate le principali sinergie di costo perseguibili dal soggetto acquirente:

- riduzione dei costi legati all'attività produttiva: si fa riferimento alla minimizzazione dei costi di produzione e dei costi dovuti al personale in eccesso, così come al raggiungimento di una maggiore efficienza produttiva o di una adeguata razionalizzazione degli impianti;
- riduzione dei costi legati alla funzione distributiva: si ricerca in tal senso l'ottimizzazione dei canali distributivi e il ribilanciamento dei costi commerciali;
- riduzione dei costi legati all'area degli acquisti: con ciò si intende la razionalizzazione del portafoglio fornitori e la riduzione dei costi grazie al conseguimento di economie di volume;
- conseguimento di economie di scala: un'impresa che aumenta le sue dimensioni può riuscire a ridurre i costi unitari di ciascun bene utilizzando il surplus di capacità produttiva inutilizzata (in tal senso un'acquisizione può essere particolarmente efficace per quelle aziende che operano su mercati saturi e caratterizzati da una domanda stabile) e/o ridistribuendo i costi fissi su un maggior numero di unità prodotte, determinando perciò una loro minor incidenza sui costi medi. Si possono altresì realizzare economie di scala pecuniarie, dovute alle condizioni contrattuali migliori ottenute nei confronti dei fornitori in virtù della maggior dimensione di impresa (sconti quantità su forniture), ed economie di natura finanziaria, derivanti dalla ripartizione degli oneri finanziari su un maggior ammontare di fondi e dalla possibilità di negoziare tassi di interesse più bassi grazie al migliore *rating* creditizio;
- conseguimento di economie di integrazione verticale: sono quelle effettuate nei confronti dei propri fornitori, in quanto il controllo sugli stessi può ridurre i costi di approvvigionamento eliminando un passaggio intermedio all'interno della filiera produttiva. La società acquisisce il valore aggiunto del fornitore, producendo direttamente la materie prime che in precedenza venivano acquistate, e riuscendo ad abbattere i tempi di consegna o a migliorare la qualità della fornitura. Inoltre, così

facendo si sottraggono potenziali forniture alla concorrenza, costringendola in taluni casi a diventare cliente dell'impresa in questione. L'integrazione a monte però elimina o riduce fortemente la possibilità di confronto e di scelta tra i vari fornitori, non consentendo di scegliere volta per volta quello che offre le condizioni migliori o che utilizza tecnologie più avanzate; legarsi ad un fornitore fisso, statico e sicuro, può infatti rappresentare un elemento di debolezza e criticità, in quanto lo *status quo*, gli usi e le consuetudini costituiscono alla lunga un freno allo sviluppo e alla creazione di valore;

- conseguimento di economie di scopo: esse comportano un risparmio di costo a livello produttivo dovuto alla combinazione di risorse complementari fra due imprese che, pur non appartenendo al medesimo settore, presentano tuttavia affinità nella catena produttiva tali da poter estendere le capacità inutilizzate in attività limitrofe. Si può pervenire così ad una migliore allocazione delle risorse in eccesso delle quali dispone il soggetto economico acquirente, utilizzando le stesse per la produzione di beni diversi tra loro, senza che debbano essere duplicate. Da ciò ne consegue che il costo della produzione congiunta è inferiore rispetto a quello che si dovrebbe sostenere producendo i due prodotti in modo separato. Un esempio si ha in ambito organizzativo-gestionale con l'utilizzo presso l'impresa acquisita di uffici marketing sovradimensionati a disposizione della società acquirente, in modo da ridurre l'inefficienza. Le risorse che possono essere utilizzate in comune possono suddividersi tra quelle *tangibili*, che fanno riferimento a beni fisici utilizzati nell'attività produttiva quali macchinari, attrezzature o materie prime, e quelle *intangibili*, che si riferiscono invece a *know-how*, marchi, brevetti, competenze tecniche, uffici marketing e quant'altro;
- eliminazione del management inefficiente: specialmente in Italia, in cui vige un sistema sindacale particolare, un modo per sfoltire e ridurre la vecchia dirigenza è quello di mettere in atto un piano di ristrutturazione aziendale che faciliti l'uscita di manager obsoleti e faccia entrare "un po' d'aria fresca" con l'ingresso di giovani manager all'avanguardia, i quali rappresentano un investimento per il futuro;
- riduzione del costo del capitale e del livello di rischio: il costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital*, WACC) esprime il livello di rischio aziendale percepito dal mercato, ed è composto da una componente relativa al costo del capitale di debito (*cost of debt*,  $K_d$ ) e da una componente relativa al costo del capitale di rischio (*cost of equity*,  $K_e$ ), ponderate per i rispettivi pesi assunti all'interno della struttura finanziaria. Un'operazione di acquisizione ben organizzata e condotta può

ridurre la rischiosità percepita dal mercato e far diminuire di conseguenza il costo del capitale, tasso con cui si attualizzano e si valutano gli investimenti, il capitale economico e le sinergie;

- riassetto economico-finanziario: si può ricorrere ad un'operazione di M&A allo scopo di ristrutturare sia la *target* (si acquista un'impresa in crisi e si ristruttura perché l'attuale assetto risulta non più idoneo e si necessitano capitali freschi) che la *bidder* (si acquista un'azienda solida, con *cash flow* stabili, liquidità disponibile a seguito di autofinanziamento e investimenti lungimiranti, che possa sopperire e risollevare l'andamento critico dell'impresa acquirente);
- razionalizzazione delle strutture di gruppo: si perseguirà tale obiettivo qualora non ci sia stato, a monte, un disegno strategico coerente e razionale, oppure allo scopo di preparare l'ammissione alla quotazione in Borsa. Il fatto di avere molte società partecipate a cascata, infatti, non viene giudicato positivamente dal mercato, e inoltre comporta tempi e costi maggiori. Per tali motivi, si può mettere in piedi una fusione per ridurre e riorganizzare efficacemente il gruppo.

### 3.5.2 Sinergie di ricavo

I benefici che hanno come conseguenza l'incremento dei ricavi fanno riferimento a:

- opportunità di *cross-selling*: tale fenomeno può avvenire sia sui mercati simili, attraverso l'ampliamento della gamma prodotti esistente, che su mercati adiacenti, con l'introduzione di prodotti e servizi correlati;
- maggior efficienza nelle funzioni aziendali: acquistare realtà aziendali già operanti e "pronte all'uso", piuttosto che costituire una struttura *ex novo* sostenendo tutte le faticose procedure e le lungaggini burocratiche (come l'ottenimento di permessi o autorizzazioni), consente di ridurre notevolmente i tempi e di incrementare l'efficienza, impattando positivamente sui ricavi e sugli utili;
- acquisizione di beni strategici: riguarda l'opportunità di ottenere dei vantaggi economici sfruttando l'approvvigionamento di determinate risorse, scarse o non disponibili, possedute dalla *target*. Si fa riferimento a brevetti, marchi, *know-how* del team progettuale, autorizzazioni particolari, concessioni edilizie e via dicendo, elementi che permettono tra l'altro di superare efficacemente le eventuali barriere poste all'entrata di

un mercato o di un settore;

- maggior potere di mercato: quando si acquisisce un *competitor* si incorporano anche le sue quote di mercato, e questo permette di incrementare la propria posizione sullo stesso, di migliorare la forza contrattuale nei confronti dei terzi e di aumentare il fatturato;
- ingresso in *network*: i distretti industriali (o *network*) sono contesti produttivi, situati in circoscritte location, in cui agiscono imprese operanti nel medesimo settore o in settori correlati, legate da rapporti di partnership molto intensi e fra le quali esistono relazioni e accordi ben precisi. Specialmente all'estero (è il caso, ad esempio della Silicon Valley in California), in determinati settori altamente specializzati e fortemente legati geograficamente al territorio di appartenenza, si riscontrano realtà distrettuali nelle quali risulta molto difficile entrare; in queste situazioni, quindi, la via più facile da percorrere per una nuova imprese interessata a competere in tali aree, è quella di acquisire un'azienda già operante al suo interno.

### 3.5.3 Motivazioni fiscali

Infine, le sinergie concernenti lo sfruttamento della leva fiscale riguardano tipicamente i seguenti aspetti:

- riporto delle perdite fiscali: i benefici fiscali sono riconducibili alla possibilità di sfruttare gli eventuali crediti di imposta presenti nei bilanci della *target* a seguito di perdite d'esercizio. Se la normativa consente di dedurre le perdite dell'impresa incorporata dal reddito dell'incorporante, la leva fiscale risulta essere una motivazione molto valida in sede di valutazione di un progetto di fusione. A fine anni '90 si ricorreva frequentemente all'acquisto di aziende in dissesto (le cosiddette "bare fiscali"), le cui perdite potevano essere dedotte totalmente in un unico esercizio; vi erano addirittura società specializzate in bare fiscali che andavano proprio alla ricerca di tali imprese in difficoltà. Poi il legislatore tributario è intervenuto per porre rimedio a tale lacuna (art. 172 Tuir, comma 7). Oggi si possono dedurre le perdite dal reddito imponibile (ai fini dell'IRES) solo nel caso in cui l'azienda incorporata mostri ancora degli "indici di vitalità" in termini di fatturato e dipendenti, cioè abbia ancora qualcosa da vendere o da produrre: i ricavi e il costo del personale non devono, infatti, essere inferiori al 40% del valor medio annuale degli ultimi due esercizi. Inoltre, la perdita non

deve superare il patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio delle società incorporate o fuse;

- rivalutazione dei cespiti aziendali: in passato a determinate condizioni ed entro certi limiti, potevano trovare riconoscimento sul piano fiscale i maggiori valori contabili emersi in capo alla società risultante dal processo di aggregazione. In questo modo tale società poteva beneficiare di maggiori ammortamenti deducibili e quindi versare minori imposte. La finalità della norma (cosiddetto “bonus aggregazioni”) era quella di prevedere un’agevolazione per incentivare le imprese a unire le proprie attività e rafforzare l’apparato produttivo. Fino a pochi anni fa (2009) nel nostro Paese si potevano quindi ammortizzare le rivalutazioni, a certe condizioni, ma oggi il fisco sancisce la neutralità delle operazioni di M&A, per cui la fusione non genera più plusvalenze. Si permette un ammortamento civilistico ma non fiscale dell’avanzo/disavanzo, di conseguenza non va considerato quando si calcola la base imponibile;
- disposizioni in tema di “distretti industriali e reti d’impresa”: previste dalla Legge finanziaria 2006 e riprese nell’ambito della manovra 2009, esse avevano lo scopo di favorire la creazione di filiere industriali per lo sviluppo di aree territoriali e settori economici. Rappresenta un altro meccanismo di incentivazione fiscale previsto dal legislatore per la crescita dimensionale delle imprese.

### **3.6 Motivazioni della società acquisita**

Oltre che per le finalità e le sinergie perseguite dalla società acquirente, le operazioni di *merger & acquisition* si concretizzano laddove esistano anche delle motivazioni o delle ragioni di vantaggio economico in capo all’impresa cedente, sulla base delle quali il management della stessa si convinca a disinvestire offrendo a terzi il complesso aziendale; in numerosi casi, addirittura, l’iniziativa proviene proprio dalla società venditrice stessa.

Il disinvestimento non sempre risulta legato a situazioni patologiche di crisi aziendale, ma può talvolta essere parte integrante di una strategia di ristrutturazione aziendale (*corporate restructuring*) finalizzata alla riallocazione dinamica delle risorse, la quale può condurre alla creazione di valore.

Le principali motivazioni che inducono generalmente alla cessione di un'impresa sono:<sup>22</sup>

- stato di necessità: tale situazione si verifica quando l'imprenditore o i manager prendono coscienza dell'esistenza oggettiva di situazioni patologiche inerenti la gestione aziendale e vi è la convenienza a far entrare nuovi capitali offrendosi a ristrutturazioni verso imprese sane e disposte all'operazione. Quanto detto può risultare imprescindibile a fronte di contesti caratterizzati da redditività inadeguate, carenze manageriali, debolezza competitiva, obsolescenze tecnologiche o necessità di forti investimenti, e rappresenta un atto intelligente, umile e consapevole dello stato di bisogno e di crisi in cui versa l'azienda;
- volontà di abbandonare attività o aree geografiche ritenute troppo rischiose, poco remunerative o non più strategiche rispetto al proprio *core business*: può capitare che i manager giungano alla conclusione di dover alienare una *business unit* perché si accorgono che essa non produce quanto dovrebbe, oppure perché non ritenuta più coerente rispetto al disegno strategico individuato dai vertici aziendali. Allo stesso modo si può maturare la decisione di disinvestire una filiale o un ramo operante in un determinato Paese, se lo stesso presenta criticità tali da non garantire stabilità e crescita, o se la clientela di riferimento non appare più interessata ai prodotti offerti;
- problemi di successione nella proprietà: specialmente nelle realtà imprenditoriali a conduzione familiare, accade spesso che l'imprenditore decida di uscire dalla gestione societaria attraverso la messa in vendita dell'azienda, qualora si renda conto di non poter contare sul ricambio generazionale. Ciò accade quando l'imprenditore non ha figli, o quando gli stessi non abbiano intenzione di dar seguito all'attività del padre, oppure quando quest'ultimo non ripone sufficiente fiducia nelle capacità imprenditoriali della prole;
- altri problemi di natura personale: oltre che per problematiche concernenti la continuità o la successione nella conduzione aziendale, la decisione di cedere un'azienda può essere legata a questioni di salute o di vecchiaia del proprietario, alla presenza di conflitti irrimediabili tra soci, alla necessità di divisione di patrimoni familiari o ad esigenze finanziarie di tipo personale;
- massimizzazione del risultato economico: talvolta matura nel venditore la

---

<sup>22</sup> Per approfondimenti si rimanda a: Conca V., 2010; Brugger G., 2012; Cortesi A., 2000; Gaughan P. A., 2010; Motta A., 2003; Napolitano M. R., 2003; Rock M. L., 1990; Rossi E., 1990; Tedeschi G., Salvadeo S., 2012; Zanetti L., 2000; DePamphilis D., 2013.

consapevolezza che la società sia ormai giunta al culmine della fase di sviluppo e abbia raggiunto il massimo dei risultati conseguibili, trovandosi di fronte a prospettive future piatte o non entusiasmanti. In queste condizioni, l'imprenditore è propenso a capitalizzare gli investimenti effettuati attraverso un disinvestimento che comporti la cessione dell'intero complesso aziendale o di una parte di esso;

- opportunità da cogliere: vi sono operazioni che si concretizzano in modo inaspettato, senza che rientrino in un quadro strategico prestabilito a monte, le quali si possono riferire ad offerte particolarmente vantaggiose (le cosiddette "offerte irrinunciabili"), nelle quali il compratore tende a sottostimare il valore oggettivo dell'azienda, o a proposte che si collocano in momenti decisamente favorevoli per l'acquirente;
- negoziazione di quote minoritarie: si può maturare la decisione di cedere una parte di azienda (ad esempio un ramo, una filiale o una *business unit* che non interessano più) o un'azienda intera facente parte di un gruppo, allo scopo di rifocalizzare e razionalizzare il proprio *core business* o per esigenze di rifinanziamento.

Le motivazioni sopra riportate impattano diversamente sui prezzi, sui margini di manovra disponibili e sulla rapidità dei tempi di chiusura dell'operazione. Nel caso di problematiche aziendali (oggettive) o personali (soggettive), il potere negoziale dell'acquirente risulta essere molto più influente nella negoziazione, mentre, qualora le motivazioni sottostanti la cessione si riferiscano alla massimizzazione del risultato economico o allo sfruttamento di un'opportunità da cogliere, la maggior forza contrattuale si manifesta in capo al venditore, il quale potrà spuntare prezzi e condizioni migliori dalla trattativa.

### **3.7 Il valore di acquisizione**

Affinché un'operazione di acquisizione risulti economicamente conveniente è necessario che da questa ne derivi un beneficio economico, che si generi cioè un valore aggiunto. Ciò si verifica qualora il valore delle due imprese unite a seguito dell'operazione risulti superiore rispetto alla semplice somma del valore di ciascuna di esse considerate come singole entità a sé stanti (*stand alone*); in tal caso si può affermare che l'acquisizione in questione ha prodotto delle sinergie.

Quanto detto può essere espresso dalla seguente formula:

$$W_{A+B} > W_A + W_B$$

*Dove:*

$W_{A+B}$  = valore della nuova realtà aziendale venuta a crearsi in seguito all'operazione;

$W_A$  = valore dell'impresa acquirente (A) in assenza dell'operazione (stand alone);

$W_B$  = valore dell'impresa acquisita (B) in assenza dell'operazione (stand alone).

In seguito ad un'acquisizione i flussi riferibili all'impresa acquirente aumentano in ragione dei flussi (*stand alone*) generati dall'impresa *target*, nonché dei flussi incrementali di risultati (sinergie) riferibili ai processi di integrazione che il compratore intende realizzare una volta averne acquisito il controllo (Massari M., Zanetti L., 2008).

Per individuare e apprezzare in termini quantitativi gli effetti di un'acquisizione, si pone a confronto uno "scenario base", riferibile all'impresa acquirente in assenza dell'operazione, e uno "scenario innovativo", rappresentato dal valore assunto dalla stessa in seguito all'investimento. Seguendo tale logica, il valore di acquisizione dell'impresa bersaglio può essere così rappresentato:

$$W_{Acq(B)} = W_{A+B} - W_A$$

*Dove:*

$W_{A+B}$  = valore della nuova realtà aziendale creatasi in seguito all'operazione (scenario innovativo);

$W_A$  = valore stand alone dell'impresa acquirente (A) in assenza dell'operazione (scenario base);

$W_{acq(B)}$  = valore di acquisizione dell'impresa *target* (B).

Secondo il noto modello della stratificazione del valore,<sup>23</sup> il processo di stima del valore di acquisizione può essere frammentato in differenti fasi, ognuna delle quali si riferisce ad uno specifico "strato" di valore. In particolare, il valore di acquisizione dell'impresa *target* risulta composto dal valore *stand alone* della società acquisita, dal valore delle sinergie conseguenti l'operazione, dal valore del differenziale di rischio (operativo, di mercato, finanziario) e dal valore delle opportunità strategiche incrementali generatesi dal *deal* (*real option*). Il concetto esposto è rappresentato graficamente nella tabella 10.

---

<sup>23</sup> Concetto introdotto da Massari M., *Finanza aziendale. Valutazione*, McGraw-Hill (Milano), 1998.

**Tabella 10: Modello della stratificazione del valore**

$W_{A+B}$	$-$	$W_A$	$=$	$W_{Acq(B)}$
Valore <i>stand alone</i> di A		Valore <i>stand alone</i> di A		
Valore <i>stand alone</i> di B				Valore <i>stand alone</i> di B
Valore delle sinergie				Valore delle sinergie
Valore del differenziale di rischio				Valore del differenziale di rischio
Valore delle opportunità incrementali				Valore delle opportunità incrementali

Fonte: nostra elaborazione su Massari M., Zanetti L., *Valutazione finanziaria: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, 2008

Sviluppando l'approccio in questione, la formula espressiva del valore di acquisizione può essere così rappresentata:

$$W_{Acq(B)} = W_B + W_S + W_{\Delta rischio} + W_O$$

Dove :

$W_{Acq(B)}$  = valore di acquisizione dell'impresa target (B);

$W_B$  = valore dell'impresa acquisita (B) in assenza dell'operazione (*stand alone*);

$W_S$  = valore delle sinergie conseguenti l'operazione;

$W_{\Delta rischio}$  = valore del differenziale di rischio conseguente l'operazione;

$W_O$  = valore delle opportunità strategiche incrementali generate dall'operazione (*real option*).

### 3.7.1 La valutazione delle sinergie

Le metodologie di calcolo utilizzate per quantificare gli effetti sinergici possono seguire, così come per quanto riguarda la valutazione del capitale economico aziendale (capitolo 4), due differenti approcci concettuali:<sup>24</sup>

<sup>24</sup> Per approfondimenti si rimanda a: Damodaran A., *Valutazione delle aziende*. Maggioli Editore, 2010; Zanetti L., "La valutazione delle sinergie nelle acquisizioni". *Contabilità, finanza e controllo*, n. 2/2001 – 24; Zanetti L., "Premi di controllo e di acquisizione: alcuni approfondimenti". *La valutazione delle aziende*, n. 34/2004; Zanetti L., *La valutazione delle acquisizioni: sinergie, rischi e prezzi*. Milano, Egea, 2000; Guatri L., Bini M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*. Egea, 2009; Massari M., Zanetti L., *Valutazione finanziaria*. Milano,

- un approccio analitico, attraverso il quale si attualizzano ad un determinato tasso di sconto (costo del capitale di rischio,  $K_e$ , qualora si assuma un'ottica *equity side*, o costo medio ponderato del capitale, WACC, in caso di ottica *asset side*) le potenziali sinergie considerate al netto dei costi di implementazione, eventuali *dis-synergies* o altri effetti negativi stimabili;
- un approccio sintetico (metodo dei multipli), con cui si stimano gli effetti netti delle sinergie sull'EBITDA, moltiplicando poi il valore così ottenuto per il multiplo tipico del settore.

### 3.7.2 La valutazione del differenziale di rischio

Le variazioni in termini di rischio assunto dal complesso aziendale in seguito all'operazione rispetto a quello sopportato ex-ante in assenza della stessa, possono assumere valori sia positivi che negativi, a seconda che la rischiosità dell'impresa sia rispettivamente diminuita o aumentata.

Le operazioni di acquisizione hanno, infatti, la capacità di incidere sulle caratteristiche operative e finanziarie dell'azienda, modificandone inevitabilmente il profilo di rischio. Nel primo caso si fa riferimento, ad esempio, agli impatti generati sul grado di leva operativa (GLO), indicante la rigidità della struttura (rapporto fra costi fissi e costi totali) e, quindi, la sensibilità del reddito operativo al variare dei ricavi. Nel secondo, invece, ci si riferisce agli effetti scaturiti sul grado di leva finanziaria (GLF), il quale esprime la sensibilità del risultato netto alle variazioni del reddito operativo in virtù degli oneri finanziari che maturano sul capitale raccolto a titolo di debito.<sup>25</sup>

### 3.7.3 La valutazione delle opportunità strategiche incrementali

La teoria delle opzioni reali (*real option*) consente di attribuire un valore al concetto di opportunità. L'opzione reale rappresenta il diritto di conseguire un vantaggio derivante dallo sfruttamento di un'opportunità in un ambiente caratterizzato da incertezza; essa attribuisce un

---

McGraw Italia Libri, 2003; Massari M., Zanetti L., *Valutazione finanziaria: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*; Milano, McGraw Italia Libri, 2008; Balducci D., *La valutazione dell'azienda* (edizione 12). FAG, 2012.

<sup>25</sup> Per approfondimenti si consulti: Massari M., Zanetti L., *Valutazione finanziaria*. Milano, McGraw Italia Libri, 2003; Massari M., Zanetti L., *Valutazione finanziaria: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*. Milano, McGraw Italia Libri, 2008.

premio all'attesa, ovvero al differimento di una decisione nel tempo, in quanto durante la stessa è possibile acquisire nuove informazioni rilevanti.

Le opzioni incrementalmente concernono la possibilità di porre in essere, ad una data o entro la stessa, investimenti aggiuntivi che presentano caratteristiche e condizioni predeterminate. Esse di fatto funzionano in modo del tutto analogo alle opzioni finanziarie: un soggetto A paga una somma di denaro (premio) ad un soggetto B per potersi riservare il diritto di acquistare (opzione *call*) o vendere (opzione *put*) un certo *asset* (sottostante) ad un prezzo prestabilito (prezzo d'esercizio o *strike price*) a una scadenza predeterminata (opzione europea) o entro la scadenza (opzione americana).

A differenza di quelle finanziarie, le opzioni reali possono far riferimento alla possibilità di differire un investimento (*option to defer investment*), alla possibilità di abbandonare un progetto (*abandonment option*), alla possibilità di graduare l'impegno in un progetto (*follow-on option*) o alla possibilità di modificare la produzione (*option to adjust production*) (Massari M., Zanetti L., 2008). Ad esempio, una *abandonment option* può essere assimilata ad una opzione *put* su una azione: se il business non dà risultati soddisfacenti, il management può interrompere il progetto e incassare il valore di liquidazione. Quest'ultimo corrisponde dunque al prezzo di esercizio dell'opzione *put*; quando il valore attuale del progetto (o del business) scende al di sotto di tale valore di liquidazione, la decisione di vendere o liquidare il business equivale all'esercizio dell'opzione *put*.<sup>26</sup>

### **3.8 Il valore attuale netto (VAN) generato dall'acquisizione**

Il valore attuale netto (o *net present value* nella terminologia anglosassone) è ottenuto sottraendo dal valore di acquisizione: il prezzo pagato dall'acquirente per il capitale dell'impresa *target*; i costi sostenuti per l'integrazione post-operazione, necessari affinché il nuovo assetto possa iniziare ad operare (come l'adeguamento informatico, la formazione del personale, la sostituzione di cespiti obsoleti, ecc...); i costi di transazione sopportati nella stessa, come quelli relativi allo svolgimento della *due diligence*, ai servizi di *advisory*, oppure le spese legali).

---

<sup>26</sup> Per ulteriori approfondimenti sul tema si veda: Copeland T., Antikarov V., *Opzioni reali: tecniche di analisi e valutazione*, Il Sole 24 Ore (Milano), 2003; Damodaran A., *Finanza aziendale* (edizione 3). Apogeo Editore, 2013.

Sul piano analitico, la formula che riassume i concetti appena esposti è la seguente:

$$VAN = W_{Acq} - P - C_T - C_I$$

*Dove :*

*VAN = valore attuale netto generato dall'operazione di acquisizione;*

*W<sub>Acq</sub> = valore di acquisizione dell'impresa target;*

*P = prezzo pagato dall'acquirente per il capitale dell'impresa target;*

*C<sub>T</sub> = costi di transazione sopportati nell'operazione;*

*C<sub>I</sub> = costi di integrazione sostenuti a seguito dell'operazione.*

Affinché risulti un VAN positivo, e quindi si generi una creazione di valore, è necessario che il prezzo pagato dal soggetto economico acquirente sia inferiore alla differenza fra il valore di acquisizione calcolato e i relativi costi di transazione e integrazione sostenuti, come risulta dalla disuguaglianza riportata a seguire.

Tale ammontare individua quindi il prezzo limite oltre il quale il compratore non dovrebbe spingersi per poter conseguire un'operazione profittevole; in caso opposto, si determinerebbe uno spostamento di ricchezza a favore del venditore.

*VAN > 0 se e solo se:*

$$P < W_{Acq} - C_T - C_I$$

## 4 IL PROCESSO VALUTATIVO NELLE OPERAZIONI DI M&A

---

La valutazione di aziende, progetti o business è un'attività che viene posta in essere dalle stesse imprese, a supporto delle decisioni di *corporate finance* e in presenza di operazioni di finanza straordinaria, e da una serie di figure professionali quali *equity analyst*, *investment bank*, *merchant bank*, società di consulenza (*financial advisory*), società di revisione, fondi di *private equity*, *venture capital investor*, commercialisti e periti.

L'obiettivo del processo di valutazione varia a seconda del contesto in cui si manifesta concretamente la necessità:<sup>27</sup>

- gestione del portafoglio: in tale ambito il ruolo della valutazione è funzione della strategia di investimento, risultando centrale per un investitore attivo e marginale per un investitore passivo. A loro volta, fra gli investitori attivi i *market timer* (i quali analizzano l'intero mercato) utilizzano la valutazione meno di quanto lo facciano coloro che si concentrano su specifiche azioni o imprese, gli *stock picker*, e tra questi ultimi gli analisti fondamentali vi ricorreranno maggiormente rispetto agli analisti tecnici;
- analisi dei processi di acquisizione (*M&A*): il potenziale acquirente, prima di formulare l'offerta e procedere con l'eventuale trattativa sul prezzo, deve stimare un valore adeguato per l'azienda *target*, comprensivo delle sinergie derivanti dal nuovo complesso aziendale e tenuto conto del valore sul controllo (dovuto alla ristrutturazione o alla sostituzione del management dell'impresa acquisita). Il venditore, a sua volta, dovrà determinare un valore ragionevole in base al quale decidere se accettare o meno l'offerta pervenuta;
- investimento nel capitale di rischio di società non quotate o *start-up* (attività di *private equity* e *venture capital*): per determinare l'opportunità e l'ammontare dell'apporto di capitale proprio all'interno di un'impresa non quotata con prospettive di crescita, le società di *venture capital* e i fondi di *private equity* procedono ad una valutazione della stessa, stimando il presumibile valore di realizzo della partecipazione acquisita (*exit value*) che consente loro di ottenere un determinato tasso di rendimento (*IRR*, *internal*

---

<sup>27</sup> Per approfondimenti in merito si rimanda a Damodaran A., *Valutazione delle aziende*. Maggioli Editore, 2010; Borsa Italiana, *Guida alla valutazione*, 2004.

*rate of return*);

- quotazione nei mercati finanziari (*IPO*): quando un'impresa cresce e decide di quotarsi (magari grazie al contributo di un fondo di *private equity*), la valutazione determina il prezzo di collocamento (*pricing*) dei titoli nell'offerta pubblica iniziale (*initial public offering*);
- motivazioni interne o di auto-diagnosi: la stima del valore può essere finalizzata a supportare scelte di gestione, quali la pianificazione strategica, la selezione di strategie alternative, la misurazione del valore creato e, per quanto riguarda le società quotate, il confronto con il prezzo espresso dal mercato (*fairness opinion*) e la comunicazione agli azionisti riguardo il valore creato;
- finalità legali e fiscali: si perviene alla valutazione ad esempio in caso di recesso o ingresso di un socio, morte del proprietario, perizie ai fini fiscali, consulenze tecniche per il giudice, consulenze tecniche per arbitrati, valutazione di danni.

Nelle operazioni di fusione e acquisizione (M&A), tema oggetto del presente lavoro, oggi si ricorre fondamentalmente al metodo analitico del *Discounted Cash Flow* (DFC) o ai metodi sintetici dei moltiplicatori di mercato.

Valutare un'azienda, in tale ambito, significa pervenire alla stima di un intervallo di valori all'interno del quale si collochi il prezzo che verosimilmente potrebbe essere raggiunto in una trattativa tra due controparti, prezzo il cui ammontare definitivo dipenderà dal potere contrattuale delle parti negoziali coinvolte nel *deal* e dalle loro rispettive motivazioni a concludere l'affare.

Le valutazioni svolgono così una funzione strumentale alla negoziazione tra potenziali acquirenti e venditori. I prezzi effettivamente negoziati nelle transazioni trovano la propria giustificazione nel valore di acquisizione attribuito ad un'impresa da uno specifico compratore strategico (tipicamente industriale) e nella presenza di ulteriori potenziali *competitors* interessati ad acquisire il complesso aziendale in questione.

Il valore di acquisizione (o valore strategico), già introdotto nel precedente capitolo, a sua volta è idealmente formato dal valore *stand alone* (oggettivo) dell'impresa bersaglio, dalla valorizzazione (soggettiva) dei benefici sinergici attesi dall'acquirente in seguito al processo di concentrazione e derivanti dal controllo assunto sul nuovo complesso aziendale costituitosi, e da ulteriori componenti più marginali e aleatorie come il differenziale di rischio percepito in conseguenza dell'operazione e le opportunità strategiche incrementalmente generatisi dalla stessa.

Tali elementi spiegano l'esistenza di premi di acquisizione (*premium price*) talvolta molto elevati riconosciuti dagli investitori industriali, consapevoli di poter sfruttare al meglio le potenzialità espresse dall'integrazione produttiva.

#### **4.1 Classificazione delle diverse metodologie di valutazione**

Non esiste un approccio valutativo considerato in assoluto superiore rispetto ad altri e adatto in ogni frangente. A seconda delle caratteristiche dell'azienda, del contesto in cui essa opera, del tempo e delle informazioni disponibili e delle finalità della valutazione, possono essere utilizzati differenti criteri di valutazione, eventualmente integrabili fra loro. In genere, infatti, si affianca ad un metodo cosiddetto "principale", quello ritenuto più idoneo alla situazione di analisi, un "metodo di controllo", allo scopo di verificare e supportare l'attendibilità del risultato ottenuto (Pozzoli, 2013). Anche nel *case study* affrontato nella seconda parte del presente lavoro è stata seguita tale logica.

Secondo la dottrina aziendalistica, il metodo di valutazione prescelto deve in ogni caso possedere determinati requisiti/postulati:<sup>28</sup>

- razionalità: il processo deve seguire uno schema logico, chiaro e coerente, supportato da un fondamento teorico solido e riconosciuto dalla dottrina;
- dimostrabilità: si deve poter attribuire ai parametri e alle variabili della formula valutativa grandezze certe e affidabili, risultanti da dati contabili e concretamente osservabili;
- neutralità: il metodo adottato deve prescindere dagli interessi delle parti coinvolte e dai pregiudizi in capo a chi conduce la stima;
- stabilità: la valutazione non deve subire aggiustamenti o variazioni dovute a semplici opinioni; solo in presenza di eventi straordinari e oggettivamente provabili è possibile rivedere le stime iniziali.

Una prima grossolana suddivisione dei criteri di valutazione distingue quelli assoluti, basati sui fondamentali aziendali (risultati patrimoniali, reddituali, finanziari), da quelli relativi, nei

---

<sup>28</sup> Per approfondimenti in merito si consulti: Guatri L., Bini M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*. Egea, 2009; Unione Giovani Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili (UGDCEC), *Valutazione d'azienda: un focus su assets strategici e gruppi di imprese*. Roma, 2010; Pozzoli S., *Valutazione d'azienda*, 2013; Massari M., Zanetti L., *Valutazione Finanziaria*; McGRAW-HILL (Mliano), 2004; Balducci D., *La valutazione dell'azienda*, Edizione FAG (Milano), 2009.

quali il valore viene stimato appunto per relazione.

Nel primo caso si parla di “metodi diretti”, in quanto si apprezza l’impresa sulla base di caratteristiche direttamente afferenti la stessa; nel secondo caso si parla invece di “metodi indiretti”, dal momento che il valore economico dell’azienda è determinato per comparazione con imprese simili sul mercato, attraverso l’utilizzo dei cosiddetti “moltiplicatori”. In molti testi si fa riferimento a modelli indiretti nell’ambito delle valutazioni assolute, mentre si parla di modelli diretti riferendoci alle valutazioni relative (Massari, Zanetti, Balducci). In questo lavoro si è preferito adottare l’interpretazione di Damodaran (Damodaran A., 2010) perché ritenuta più logica e coerente.

Le valutazioni assolute, dette anche “analitiche”, conducono a stime che si possono basare su grandezze *stock*, grandezze flusso o miste. Perciò, vi sono fondamentalmente tre tipi di approcci valutativi in tale ambito (Massari M. e Zanetti L., 2008):

- l’approccio basato sui flussi di risultato, al quale appartengono il metodo finanziario (DCF) e quello reddituale;
- l’approccio basato su grandezze *stock*, al quale appartiene il metodo patrimoniale (semplice o complesso);
- l’approccio basato sul concetto di *economic profit*, o *excess return*, al quale appartengono il metodo misto con evidenziazione del *goodwill* e l’*Economic Value Added* (EVA).

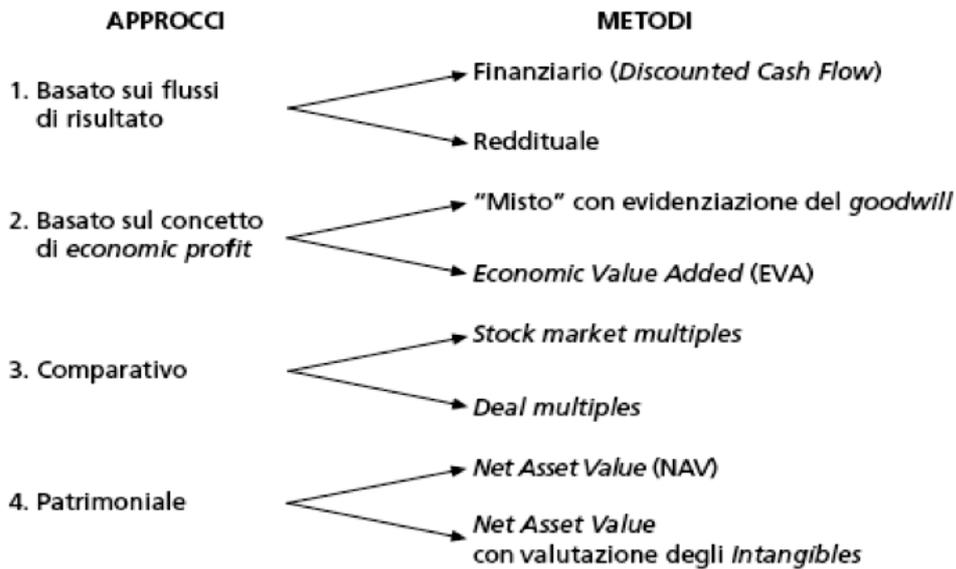
Le valutazioni relative, dette anche “empiriche”, si basano sulla costruzione di indicatori, i multipli di mercato, che esprimono il rapporto tra prezzi di mercato e determinate variabili economiche aziendali (fatturato, margine operativo, patrimonio netto,...) riguardanti un insieme di imprese ritenute comparabili, e sulla successiva applicazione dei *ratio* ottenuti alle medesime variabili economiche dell’impresa oggetto di valutazione, in modo così da pervenire, per moltiplicazione appunto, al valore di quest’ultima.

I multipli possono riferirsi a prezzi formatisi sul mercato di Borsa o sul mercato del controllo, e da ciò ne discendono due tipologie:

- gli *stock market multiple* (moltiplicatori di Borsa), riferiti alle quotazioni di un campione di società comparabili;
- i *deal multiple* (multipli di transazioni comparabili), riferiti a prezzi negoziati per pacchetti azionari di controllo, o comunque rilevanti, di imprese omogenee.

La figura 4 mostra una visione di insieme dei metodi di valutazione maggiormente utilizzati nella *financial community*.

Figura 4: Panoramica dei principali approcci e metodi valutativi




---

Fonte: Massari M., Zanetti L., *Valutazione finanziaria: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, 2008

I modelli basati sui flussi di risultato (reddittuali o finanziari) conducono a stime decisamente significative nelle valutazioni inerenti le operazioni di finanza straordinaria (quali acquisizioni/cessioni di azienda, fusioni o scissioni), nei giudizi periodici di performance del management (autodiagnosi) e in generale nell'ambito di tutte le forme di gestione strategica del valore.

Tale approccio esprime il valore di un'impresa in funzione della capacità del business di generare cassa o di produrre reddito, e si compone fondamentalmente di tre macrofasi:

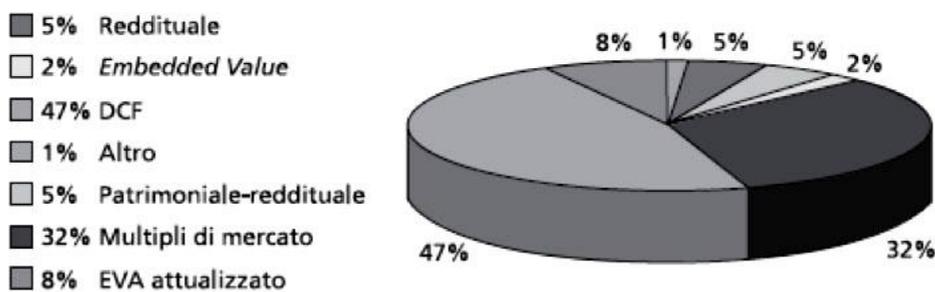
- 1) quantificazione dei flussi di risultato rilevanti: i flussi di cassa attesi (*cash flows*) per i metodi finanziari e flussi di reddito futuri per quelli reddittuali;
- 2) scelta di un adeguato tasso di attualizzazione: esso deve risultare coerente con la metodologia di valutazione applicata e riflettere adeguatamente i rischi e le incertezze associate all'attività (impresa o progetto) oggetto di analisi. Si può ricorrere principalmente al costo opportunità, il rendimento che il mercato offre per investimenti alternativi caratterizzati dal medesimo livello di rischio, oppure al costo del capitale, direttamente riferito alle caratteristiche economico-finanziarie dell'impresa e per questa

ragione più aderente al contesto concretamente valutato;

- 3) definizione dell'orizzonte temporale di riferimento: solitamente il periodo è indefinito se si vogliono valutare aziende in funzionamento a regime e con previsione di vita illimitata; l'arco temporale invece è limitato laddove si intenda valutare un investimento, e il periodo preso in considerazione è funzione del tempo necessario affinché l'operazione possa produrre i flussi attesi.

Una ricerca condotta dall'AIAF (Associazione Italiana degli Analisti Finanziari) nel 2002, in merito ai modelli di valutazione maggiormente adottati, evidenzia che l'89% degli analisti che hanno partecipato al sondaggio utilizza il DCF (metodo finanziario) e l'86% il metodo dei multipli. La ricerca, proseguendo all'interno dei settori di appartenenza delle società oggetto di valutazione, ha inoltre confermato che nel settore industriale il DCF rappresenta il modello di riferimento seguito proprio dal metodo dei multipli, come mostra il grafico 18.

**Grafico 18: Utilizzo dei diversi approcci valutativi**



Fonte: "Best practices nei metodi di valutazione di impresa e di stima del costo del capitale", supplemento a *Rivista dell'AIAF*, n. 41, dicembre 2001/gennaio 2002

In virtù di quanto detto, nel prosieguo del capitolo verranno approfonditi il metodo finanziario (DCF) e quello dei multipli di mercato, i due criteri utilizzati nella valutazione del caso specifico trattato nel corso della tesi. Prima di addentrarci nell'analisi di tali approcci, però, sarà dedicato un paragrafo alla definizione della base informativa necessaria affinché si possa procedere alle valutazioni in tema.

## **4.2 Il quadro informativo**

In merito al problema concernente la scelta del modello valutativo più affidabile e appropriato, Luigi Guatri, autorevole docente universitario della Bocconi, si è espresso proponendo una soluzione interpretativa denominata “giudizio integrato di valutazione” (GIV). Il GIV è un processo basato su tre pilastri (Guatri L., 2009):

- I. base informativa e analisi fondamentale (elaborazione dati);
- II. valutazione assoluta;
- III. valutazione relativa.

I tre pilastri non sono autonomi e non esiste tra loro una graduatoria di importanza; non si individuano, cioè, a priori metodi principali e metodi di controllo.

La base informativa e l'analisi fondamentale rappresentano le fondamenta dell'intero processo, in quanto senza la prima i modelli, le formule e i multipli sarebbero strumenti vuoti, ma senza un'accurata elaborazione dei dati (analisi fondamentale) le notizie e le informazioni raccolte risulterebbero inerti e fini a sé stesse.

Le informazioni da raccogliere con riferimento all'azienda oggetto di valutazione si possono distinguere in tre categorie, come evidenzia l'AICPA (*American Institute of Certified Public Accountants*) in un suo documento:<sup>29</sup>

- informazioni non finanziarie: storia della società, struttura organizzativa, management, impianti e attrezzature particolari, prodotti e servizi, contesto competitivo, area geografica di insediamento, clienti e fornitori chiave, rischi di business, strategie, contesto normativo;
- informazioni relative alla proprietà: interessi della proprietà, degli altri proprietari, diritti inclusi o esclusi negli *intangibile asset*, fenomeni che possono condizionare il valore della quota (accordi tra azionisti, partnership commerciali, opzioni di acquisto o altre obbligazioni contrattuali che limitano la proprietà, licenze, esclusive commerciali);
- informazioni economico-finanziarie: serie storica di bilanci, riclassificazioni degli stessi, rendiconti finanziari, informazioni prospettiche (*budget*, proiezioni, previsioni), indicatori di bilancio, analisi comparative con altre aziende, documentazione sull'imposizione fiscale, diritti e benefit riconosciuti a proprietari o management.

---

<sup>29</sup> AICPA, *Statement on Standards for Valuation Services 1, Valuation of a Business Ownership Interest, Security, or Intangible Asset*, June 2007.

Le tecniche di riclassificazione devono risultare coerenti con le grandezze di bilancio di cui si necessita nel metodo di valutazione scelto. In genere si utilizza un conto economico riclassificato a valore della produzione e valore aggiunto, e uno stato patrimoniale riclassificato per destinazione (criterio funzionale).

#### 4.2.1 Riclassificazione del conto economico

Il conto economico riclassificato a valore della produzione e valore aggiunto si ispira al criterio di classificazione “per natura” (criterio causale) dei costi e dei ricavi, ed adotta la forma espositiva scalare.

Esso pone a confronto il valore della produzione ottenuta durante l’esercizio con i costi esterni (consumo di beni e servizi forniti da terzi) sostenuti per produrla, evidenziando quindi l’incremento che un’azienda aggiunge, con l’impiego dei propri fattori produttivi, al valore dei beni e servizi che acquista da altre aziende.

I risultati intermedi evidenziati prima si giungere al risultato economico netto (utile o perdita di esercizio) sono riportati di seguito:

- valore della produzione ottenuta nell’esercizio: insieme di tutti i ricavi operativi, reali (vendite e prestazioni) o figurativi (come le variazioni delle rimanenze di prodotti o le costruzioni in economia), conseguiti dall’impresa nell’esercizio;
- costo dei fattori produttivi esterni: costo dei beni (materie prime, sussidiarie, di consumo, merci e relative rimanenze) e dei servizi (commerciali, amministrativi, energetici, manutentivi, per godimento di beni di terzi,...) acquistati o forniti da terzi e consumati nella produzione dell’esercizio;
- valore aggiunto aziendale: differenza tra il valore della produzione e il costo dei fattori produttivi esterni. Rappresenta l’incremento di valore che l’impresa aggrega a quello dei beni e servizi acquistati da altre aziende;
- margine operativo lordo (MOL) o EBITDA (*Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*): differenza tra valore aggiunto e costo del lavoro (costi operativi interni). Indica quanto della ricchezza residua dopo aver remunerato il personale e non risente di politiche contabili riguardanti ammortamenti e accantonamenti;

- reddito operativo o EBIT (*Earning Before Interest and Taxes*): differenza tra il MOL e la macrovoce contenente ammortamenti ed accantonamenti relativi alla gestione caratteristica. Evidenzia il risultato economico disponibile per remunerare: i terzi che hanno apportato capitale di credito (banche, finanziatori), tramite interessi o assimilati; il fisco, attraverso il pagamento delle imposte; il capitale proprio (soci, azionisti), mediante l'utile realizzato;
- risultato della gestione atipica/accessoria: comprende gli altri ricavi e proventi non caratteristici (plusvalenze, rimborsi assicurativi, fitti attivi,...) e gli oneri diversi di gestione (costi residuali, tasse e imposte diverse da quelle sul reddito, quote associative, oneri di utilità sociale,...);
- risultato della gestione finanziaria: concerne i proventi finanziari (proventi da contratti *forward*, interessi attivi da clienti, interessi attivi bancari,...), gli interessi passivi e gli altri oneri finanziari (interessi passivi su mutui, interessi passivi su leasing, interessi passivi su prestiti obbligazionari,...), gli utili o le perdite sui cambi e le rettifiche di valore sulle attività finanziarie;
- risultato della gestione straordinaria: ricomprende tutte le operazioni non tipiche poste in essere da una società che presentino caratteristiche di eccezionalità e non ripetitività, come le plusvalenze o le minusvalenze derivanti dalla cessione di immobilizzazioni;
- reddito ante imposte: la gestione "tributaria" racchiude tutte le variabili derivanti dai rapporti intercorrenti tra l'impresa e l'amministrazione finanziaria.

In tabella 11 è riportato lo schema di riclassificazione del conto economico a valore della produzione e valore aggiunto, evidenziando i risultati intermedi sopra citati e riportando tra parentesi le corrispettive voci di bilancio relative allo schema obbligatorio previsto dalla disciplina societaria italiana.

**Tabella 11: Configurazione del conto economico riclassificato a valore aggiunto**

Conto Economico riclassificato	Voci di bilancio
Valore della produzione tipica	A1 + A1 + A3 + A4
Costi intermedi	- (B6 + B7 + B8 + B11)
<b>Valore aggiunto</b>	<b>= Valore aggiunto</b>
Costo del lavoro	- B9
<b>Margine Operativo Lordo (MOL)</b>	<b>= EBITDA</b>
Ammortamenti e svalutazioni	- B10
Accantonamenti	- (B12 + B13)
<b>Risultato operativo</b>	<b>= EBIT</b>
Risultato della gestione atipica/accessoria	+ A5 - B14
Risultato della gestione finanziaria	+ C + D
<b>Risultato della gestione ordinaria</b>	<b>= Risultato gestione ordinaria</b>
Risultato della gestione straordinaria	+ E
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>= Risultato ante imposte</b>
Imposte sul reddito	- voce22
<b>Risultato netto</b>	<b>= Utile/perdita di esercizio</b>

Fonte: nostra elaborazione

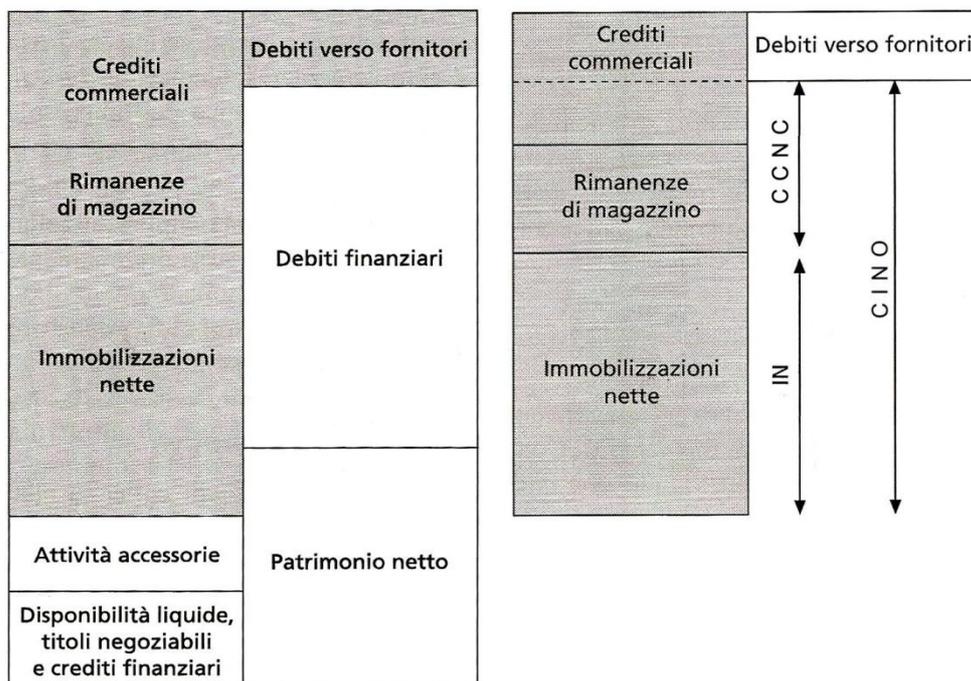
#### 4.2.2 Riclassificazione dello stato patrimoniale

Lo stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio funzionale (o gestionale) consiste nell'aggregazione della attività e delle passività sulla base delle diverse aree gestionali di pertinenza, consentendo di osservare la ripartizione e l'impiego dei mezzi all'interno di esse.

Evidenzia alcune grandezze utili ai fini della valutazione, come il capitale investito netto operativo (CINO), il capitale investito netto (CIN), il capitale circolante netto commerciale (CCNC) o la posizione finanziaria netta (PFN), e distingue le attività operative in senso stretto da quelle riferibili a gestioni accessorie o complementari (*surplus asset*), estranee all'attività caratteristica dell'impresa.

La figura 5 mostra la rappresentazione dello stato patrimoniale riclassificato in base al suddetto criterio funzionale.

Figura 5: Rappresentazione dello stato patrimoniale riclassificato in base al criterio funzionale



Fonte: nostra elaborazione su Massari M., Zanetti L., *Valutazione finanziaria: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, 2008

Il Capitale Circolante Netto Commerciale (CCNC), o *working capital*, misura le risorse impegnate nel ciclo delle operazioni correnti di gestione (acquisti, trasformazione, vendita) ed è espresso dalla differenza tra investimenti e finanziamenti legati al ciclo operativo, come evidenziato nella figura 5. I primi riguardano principalmente le scorte di magazzino e i crediti commerciali, mentre i secondi si riferiscono tipicamente ai debiti verso fornitori; per completezza, a tali poste devono essere integrate ulteriori voci marginali quali ratei e risconti, altri crediti e debiti operativi a breve, anticipi a fornitori e anticipi da clienti. La dimensione del CCNC è direttamente correlata alla durata del ciclo finanziario delle operazioni di gestione, la quale dipende, a propria volta, dalle condizioni commerciali di incasso e pagamento negoziate con clienti e fornitori. Più elevato è il *working capital* rispetto al fatturato, maggiori saranno i fabbisogni finanziari connessi allo sviluppo dell'attività di impresa, e viceversa.

Il *Cash Conversion Cycle* (CCC) è un indice di liquidità che esprime l'intervallo di tempo (in giorni) che una società in media impiega per vendere il proprio inventario, riscuotere i

crediti e pagare i debiti.<sup>30</sup> In altri termini, il “Ciclo di Conversione di Cassa” misura il numero medio di giorni necessari alla formazione della cassa in funzione dei propri processi produttivi e di vendita ed in funzione delle condizioni di pagamento stabilite con i creditori. Più questo ciclo è breve, più è liquido il *working capital*.

La formula per la sua determinazione è la seguente:

$$\text{Cash Conversion Cycle} = \text{DIO} + \text{DSO} - \text{DPO}$$

*Dove:*

*Days Inventory Outstanding* = giorni occorrenti per una “rotazione” dell’inventario;

*Days Sales Outstanding* = numero medio di giorni occorrenti per la riscossione dei crediti;

*Days Payables Outstanding* = numero medio di giorni di dilazione dei pagamenti.

Il CCC è un indicatore dell’efficienza nella gestione del suo capitale circolante e fornisce una visione chiara sulla capacità dell’azienda di far fronte alle passività correnti, guardando cioè a quanto rapidamente l’azienda è in grado di trasformare il suo inventario in vendite, e poi le sue vendite in contanti, i quali vengono utilizzati per pagare i fornitori di beni e servizi. Se le giacenze rimangono a lungo in magazzino, o se è lungo il tempo necessario per riscuotere i crediti, e se è breve la dilazione concessa dai fornitori, allora la cassa viene “stressata” dal magazzino e dai crediti concessi per provvedere al pagamento dei debiti commerciali. Un basso CCC significa maggiore liquidità, che si traduce nel minor ricorso ai prestiti onerosi, più opportunità di effettuare abbattimenti di prezzo per acquisti in contanti e maggiore capacità di finanziare l’espansione del business con nuove linee di prodotto e/o di mercati. Al contrario, un elevato CCC aumenta le esigenze di cassa della società e nega tutte le possibilità sopra citate. Il ciclo di conversione di cassa sarà ripreso all’interno del processo valutativo, affrontato nel capitolo 9, in particolare per la ricostruzione dei *business plan* delle aziende coinvolte nel *case study*.

La classe delle immobilizzazioni operative nette (IN) rappresenta la differenza tra gli investimenti e i finanziamenti legati alla struttura operativa. I primi comprendono le immobilizzazioni materiali (fabbricati industriali, attrezzature,...), immateriali (marchi, brevetti,...), e quelle finanziarie ma di carattere strumentale (ad esempio le partecipazioni in società commerciali o in società legate da pervasivi rapporti di tipo industriale). Nei secondi invece si collocano il fondo TFR (trattamento di fine rapporto lavorativo a favore dei

---

<sup>30</sup> Per maggiori argomentazioni in merito si veda l’articolo di Richard Loft (Investopedia) al seguente link: <http://www.investopedia.com/university/ratios/liquidity-measurement/ratio4.asp>

dipendenti) e i fondi per rischi e oneri (trattamento di quiescenza e obblighi simili, fondo imposte,...). Anche in questo frangente, nel computo complessivo bisogna considerare ulteriori voci come gli altri crediti e debiti operativi a lungo, i ratei e i risconti.

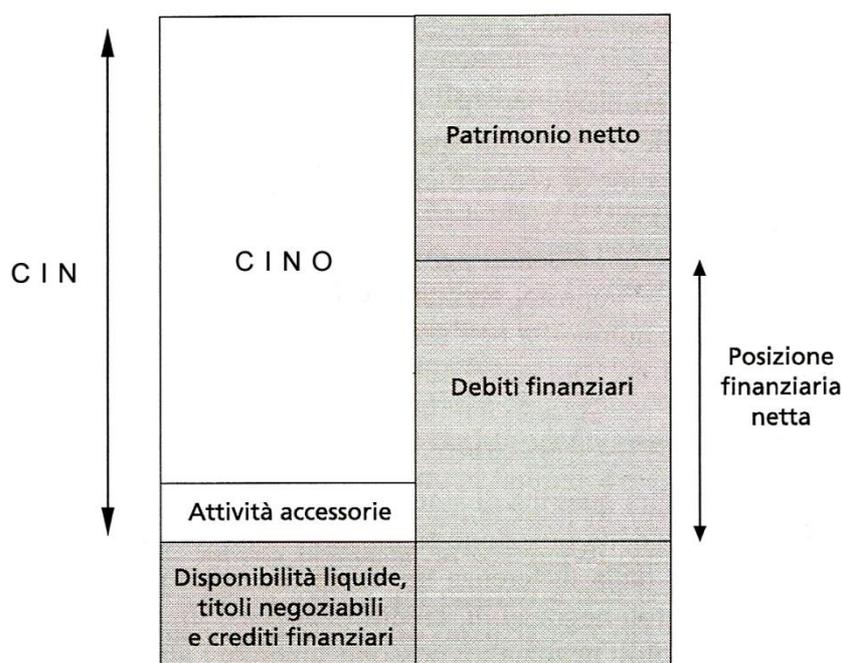
Il capitale investito netto operativo (CINO) è composto dalle due grandezze legate all'attività operativa che abbiamo introdotto, ovverosia le immobilizzazioni nette operative (IN) e il capitale circolante netto commerciale (CCNC).

Le attività accessorie (*surplus asset*) sono impieghi che potrebbero essere alienati senza compromettere la gestione, come gli immobili civili non destinati all'esercizio imprenditoriale o le partecipazioni che rappresentano investimenti di carattere finanziario.

La posizione finanziaria netta (PFN), o indebitamento finanziario netto, è data dalla differenza tra i debiti finanziari e le attività liquide (cassa, titoli negoziabili, crediti finanziari, conti bancari attivi), come si intuisce dalla successiva figura 6. Essa può in taluni casi risultare attiva, qualora le seconde poste eccedano le prime; in caso contrario costituirà una grandezza di sintesi passiva.

Infine, il capitale investito netto complessivo (CIN) si ottiene sommando al CINO le attività accessorie, ottenendo l'area bianca rappresentata nella figura 6. Le relative coperture finanziarie sono costituite dal patrimonio netto (mezzi propri) e dall'indebitamento finanziario netto (mezzi di terzi).

**Figura 6: Capitale investito netto (CIN) e relative coperture finanziarie**



Fonte: nostra elaborazione su Massari M., Zanetti L., *Valutazione finanziaria: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, 2008

A chiusura del cerchio, nella tabella 12 sono riportate le macroaree e gli aggregati costituenti l'attivo e il passivo patrimoniale riclassificati secondo il criterio funzionale, con indicazione delle voci contenute al loro interno e della logica secondo la quale si arriva a determinare il capitale investito netto (CIN) da un lato, e il capitale raccolto netto dall'altro.

**Tabella 12: Configurazione dello stato patrimoniale riclassificato in base al criterio funzionale**

<b>Attivo: Macroaree e Aggregati</b>		<b>Contenuto</b>
Attivo corrente operativo	<i>a</i>	Crediti verso clienti (a breve), acconti da clienti, rimanenze, altri crediti (a breve), ratei e risconti attivi.
Passivo corrente operativo	<i>b</i>	Debiti verso fornitori (a breve), acconti verso fornitori, altri debiti (a breve), ratei e risconti passivi.
<b>Capitale Circolante Netto Commerciale</b>	<b><i>c</i></b>	<b>CCNC (<i>a-b</i>)</b>
Attivo immobilizzato operativo	<i>d</i>	Immobilizzazioni materiali, immobilizzazioni immateriali, immobilizzazioni finanziarie strumentali, altri crediti (a lungo), ratei e risconti attivi.
Passivo immobilizzato operativo	<i>e</i>	Debiti verso fornitori (a lungo), altri debiti (a lungo), TFR, fondi rischi e oneri, ratei e risconti passivi.
Investimenti strutturali netti	<i>f</i>	IN ( <i>d-e</i> )
<b>Capitale Investito Netto Operativo</b>	<b><i>g</i></b>	<b>CINO (<i>c+f</i>)</b>
Attività accessorie (non operative)	<i>h</i>	Partecipazioni finanziarie, altri titoli, immobili civili non destinato all'esercizio imprenditoriale,...
<b>Capitale Investito Netto</b>	<b><i>i</i></b>	<b>CIN (<i>g+h</i>)</b>
<b>Passivo: Macroaree e Aggregati</b>		<b>Contenuto</b>
Debiti finanziari a breve	<i>j</i>	Debiti verso banche a breve, obbligazioni a breve, debiti verso altri finanziatori a breve, debiti verso soci per finanziamenti,...
Debiti finanziari a lungo	<i>k</i>	Debiti verso banche a lungo, obbligazioni a lungo, debiti verso altri finanziatori a lungo, debiti verso soci per finanziamenti,...
Totale debiti finanziari	<i>l</i>	D ( <i>j+k</i> )
Attività liquide	<i>m</i>	Disponibilità liquide, attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni.
<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	<b><i>n</i></b>	<b>PFN (<i>l-m</i>)</b>
Patrimonio Netto	<i>o</i>	Capitale, riserve, risultato di esercizio.
<b>Capitale raccolto netto</b>	<b><i>p</i></b>	<b>Totale coperture finanziarie (<i>n+o</i>)</b>

Fonte: nostra elaborazione

### 4.3 L'approccio finanziario: Discounted Cash Flow analysis

Il metodo di valutazione basato sui flussi di cassa attualizzati (DCF), di provenienza anglosassone, esprime il valore di un business in funzione della capacità di produrre un livello di cassa adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione degli investitori.

Si perviene al valore di un'impresa (o, allo stesso modo, di un progetto o di un'attività) attualizzando i flussi di cassa attesi da questa ad un tasso di sconto che ne rifletta la sua rischiosità, come risulta dalla formula generale riportata di seguito:

$$W = \sum_{t=0}^T \frac{F_t}{(1 + Kc)^t}$$

*Dove:*

$W$  = valore del capitale;

$F_t$  = flusso di cassa riferito al periodo  $t$ ;

$Kc$  = costo del capitale, saggio di attualizzazione dei flussi di cassa;

$T$  = durata dell'azienda.

La valutazione tramite i flussi di cassa attualizzati può essere approssciata in due modi:<sup>31</sup>

- a) dal punto di vista degli azionisti, nel qual caso si parla di valutazione del capitale netto (*valore equity side*). Il valore del patrimonio netto (*equity value*) si ottiene attualizzando i flussi di cassa attesi disponibili per gli azionisti (FCFE, *free cash flows to equity*) al costo del capitale netto ( $K_e$ ), ovvero sia un tasso espressivo della remunerazione da essi attesa. Tali *cash flow* sono detti *levered*, in quanto sono calcolati al netto degli oneri finanziari considerando sia la struttura finanziaria che la remunerazione dei terzi creditori; il flusso residuale che ne risulta potrà quindi essere utilizzato interamente per gli azionisti. Il modello di attualizzazione dei dividendi (DDM, *dividend discount model*) è un caso specifico di valutazione del capitale netto, in cui il valore di quest'ultimo è calcolato come valore attuale dei dividendi futuri attesi. Esso costituisce la stima più prudente del valore dell'*equity*, poiché la maggior parte delle imprese distribuisce sottoforma di dividendi e riacquisti azionari una somma minore di quanto potrebbe effettivamente permettersi, i FCFE (cioè i flussi di cassa rimanenti dopo aver soddisfatto tutte le necessità d'investimento ed effettuato i pagamenti sul debito).

---

<sup>31</sup> Per approfondimenti si rimanda a Damodaran A., *Valutazione delle aziende*. Maggioli Editore, 2010.

Dunque, il modello DDM potrebbe non essere in grado di catturare la capacità reale dell'impresa di generare flussi di cassa per gli azionisti, mentre la stima del capitale economico effettuata attualizzando i FCFE risulterà più realistica e appropriata;

b) dal punto di vista di tutti gli investitori (azionisti, obbligazionisti, azionisti privilegiati,...), nel qual caso si parla di valutazione dell'intera impresa o del suo capitale investito (valore *asset side*). Il valore dell'impresa (EV, *enterprise value*) si ottiene attualizzando i flussi di cassa attesi disponibili per gli investitori (FCFO, *free cash flows from operations*) al costo medio ponderato del capitale (WACC, *weighted average cost of capital*), cioè delle diverse fonti di finanziamento utilizzate dall'impresa. In questo caso si giunge al valore del capitale netto indirettamente, sottraendo dal valore del capitale investito (quello operativo, relativo agli *asset*) il valore di mercato dell'indebitamento finanziario netto (anche se nella prassi spesso si utilizza la PFN contabile, risultante dall'ultimo bilancio). I flussi generati dalla gestione caratteristica sono quindi definiti *unlevered* e costituiscono la remunerazione disponibile per tutti i finanziatori dell'azienda. Questa impostazione, analizzando le singole componenti di business anziché il patrimonio netto, contribuisce alla valutazione dei singoli investimenti e dei correlati finanziamenti che hanno creato valore e risulta essere particolarmente indicata laddove si necessiti valutare un'azienda ceduta con l'obiettivo di modificare la sua originaria struttura finanziaria; in tal caso, infatti, l'acquirente è interessato a valutare il capitale operativo, non tenendo in considerazione la componente finanziaria che dovrà poi essere modificata. Una variante è rappresentata dal metodo del Valore Attuale Modificato (VAM), o *Adjusted Present Value* (APV), che, partendo dal valore dell'impresa in assenza di debito (*unlevered*) considera e integra successivamente i benefici e i costi attesi dell'indebitamento.

A seconda di come vengono stimati i flussi di cassa, i metodi finanziari si distinguono tra:<sup>32</sup>

- metodi finanziari analitici: procedono alla stima puntuale dei flussi di cassa attesi anno per anno per tutta la vita residua dell'azienda o dell'investimento. Questo è possibile solo in caso di durata definita della valutazione e sotto l'ipotesi di prevedibilità dei *cash flows* futuri, condizioni che raramente si verificano;
- metodi finanziari sintetici: per ovviare alle problematiche che si riscontrano in sede di

---

<sup>32</sup> Per ulteriori approfondimenti si rimanda a Copeland T., Koller T., Murrin J., *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Wiley (New York), 2000.

previsioni prospettiche dei flussi nel lungo periodo, si ipotizzano valori medi-normali dei flussi, ritenuti sostenibili, e si presuppone che questi crescano perpetuamente nel tempo secondo un certo tasso di crescita costante “g”. Attraverso l’impiego della formula della rendita perpetua, si otterrà così un valore sintetico del capitale economico dell’impresa;

- metodi finanziari con valore finale (TV, *Terminal Value*): poiché non siamo in grado di stimare i flussi di cassa all’infinito, in genere si stabilisce un periodo circoscritto di previsione esplicita, al termine del quale si ipotizza che il tasso di crescita dei flussi si attesti ad un livello stabile sostenibile per sempre. Quindi il valore dell’impresa sarà composto da una componente analitica, calcolata puntualmente sulla base dei flussi attesi anno per anno nel periodo di previsione esplicita, e una componente sintetica chiamata *terminal value* calcolata, anche in questo caso, con la formula della rendita perpetua e riferita al periodo di stabilità.

#### 4.3.1 Gli input del modello dei flussi di cassa attualizzati (DCF)

##### A) Flussi di cassa attesi (*free cash flow*)

Se applicati in modo corretto e coerente, i due approcci *equity side* e *asset side* dovrebbero fornire la stessa stima del valore del capitale netto di un’impresa. Tuttavia, il primo richiede un numero maggiore di assunti rispetto al secondo in quanto: i flussi disponibili per tutti gli investitori (FCFO) sono stimati al lordo degli oneri finanziari e non subiscono gli effetti di variazioni dell’indebitamento, cioè sono calcolati come se la società non avesse né debito né benefici fiscali derivanti dalla deducibilità degli oneri finanziari; al contrario, i flussi disponibili per i soli azionisti (FCFE) sono stimati al netto di emissioni e restituzioni del debito e, di conseguenza, per questi ultimi bisognerà ipotizzare esplicitamente come varierà l’indice di indebitamento nel tempo.

$$FCFE = \text{Utile netto} - \text{CAPEX} + \text{Ammortamenti} - \Delta \text{CCNC} + \\ - \text{Rimborso debiti esistenti} + \text{Emissione nuovi debiti}$$

$$FCFO = \text{EBIT} \cdot (1 - t) - \text{CAPEX} + \text{Ammortamenti} - \Delta \text{CCNC}$$

## B) Tasso di attualizzazione

I *cash flow* stimati possono essere attualizzati attraverso il costo del capitale o il costo opportunità. Il tasso di sconto maggiormente utilizzato è il primo (*cost of capital*), il quale presenta maggiore specificità al caso concreto e un diretto riferimento alle caratteristiche economico-finanziarie dell'impresa oggetto di valutazione. Se i flussi di cassa da attualizzare sono i dividendi o i FCFE (ottica *equity side*) il tasso di attualizzazione appropriato è il costo del capitale netto ( $K_e$ ); viceversa, in caso di FCFO (ottica *asset side*) sarà opportuno utilizzare il costo medio ponderato del capitale (WACC).

Il costo opportunità ha una connotazione più generica e rappresenta il rendimento offerto dal mercato per investimenti alternativi caratterizzati dallo stesso livello di rischio. Questo valore è dato dalla somma di tre addendi come riportato nella formula sottostante:

$$i = r + p + s$$

*Dove:*

$r$  = tasso privo di rischio (*free risk*);

$p$  = premio per il rischio, ovvero quella parte aggiuntiva di rendimento richiesta per sopportare un certo livello di rischio;

$s$  = inflazione attesa.

## C) Stima della distribuzione temporale

I metodi di valutazione che si basano sui flussi, finanziari o reddituali, necessitano di una previsione dell'arco temporale all'interno del quale dovrà avvenire la valutazione, periodo che generalmente è indeterminato se si valuta un'impresa che si presume abbia vita illimitata.

Inoltre, sarà opportuno definire il momento futuro a partire dal quale l'impresa crescerà ad un tasso sostenibile (*stable growth*) e dal quale sarà possibile determinare un valore finale sintetico (*terminal value*) da aggiungere alla sommatoria dei flussi attualizzati riferiti al periodo di previsione analitica.

#### D) Tasso di crescita dei flussi

Il tasso di crescita ( $g$ ) dovrebbe essere coerente con la definizione di flusso di cassa adottata: in caso di FCFE si farà riferimento alla crescita dell'utile netto o degli utili per azione, che sono misure del rendimento per gli azionisti; in caso di FCFO ci riferiremo al tasso di crescita del reddito operativo, che misura il rendimento per tutti gli investitori.

Per quanto riguarda il tasso di crescita stabile, poiché deve essere un tasso che durerà in perpetuo, implicitamente si assume che anche le altre misure di performance dell'impresa (ricavi, utili, dividendi, reinvestimenti) cresceranno allo stesso tasso.

Inoltre, dobbiamo considerare che nel lungo termine un'impresa non può crescere ad un tasso superiore a quello dell'economia; qualora essa presenti un tasso di crescita stabile molto inferiore al tasso di crescita dell'economia, significa che col tempo l'azienda in questione diventerà più piccola rispetto all'economia in cui opera.

Una regola pratica seguita per stabilire un limite massimo per il tasso di crescita stabile, è che esso non dovrebbe superare il tasso privo di rischio utilizzato in una valutazione. Il tasso *risk free*, infatti, può essere scomposto in un tasso di inflazione attesa e in un tasso di interesse reale atteso; se si ipotizza che nel lungo termine il tasso di crescita reale dell'economia sarà pari al tasso di interesse reale, il tasso privo di rischio costituirà una valida approssimazione del tasso di crescita nominale dell'economia.

*tasso risk free = inflazione attesa + tasso di interesse reale atteso*

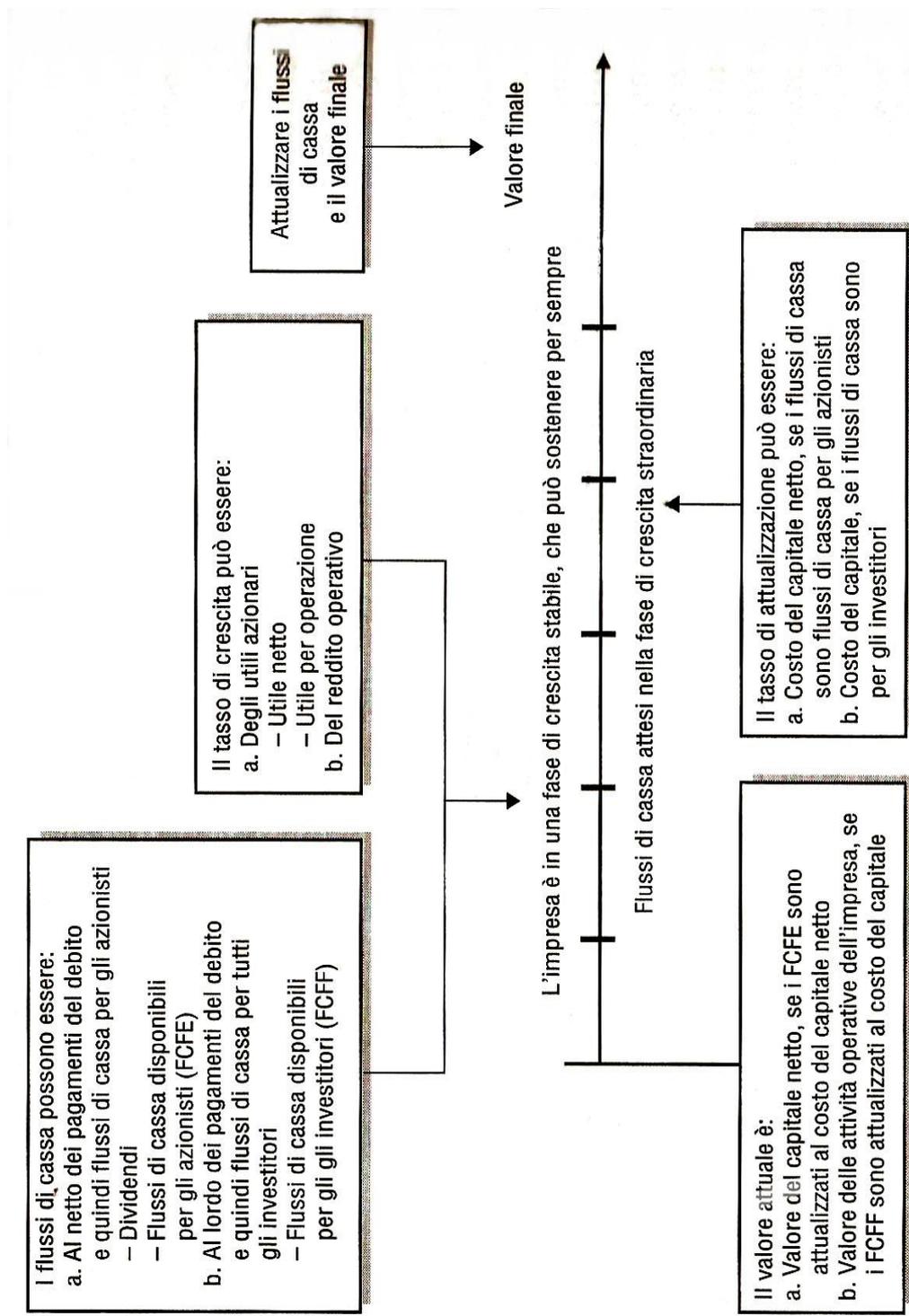
*crescita PIL nominale (economia) = inflazione attesa + tasso di crescita reale atteso*

*Nel lungo termine: tasso di interesse reale atteso = tasso di crescita reale atteso*

*Per cui: tasso risk free = crescita PIL nominale*

In figura 7 è riportato uno schema riassuntivo degli input necessari per il modello finanziario dei flussi di cassa attualizzati (DCF).

Figura 7: Gli input del modello DCF



Fonte: Damodaran A., *Finanza aziendale*, 2013

#### 4.3.2 Asset side approach (FCFO model)

Nel presente lavoro verrà assunta l'ottica valutativa *asset side*, per cui presteremo maggiore attenzione al modello di attualizzazione dei FCFO. A differenza dei modelli *equity side* (*FCFE model* e *DDM model*) che consentono di valutare direttamente il capitale netto di un'impresa (*equity value*), il modello in questione permette di stimare il valore complessivo dell'impresa (*enterprise value*), concentrandosi sulle attività operative della stessa e sui flussi di cassa destinati alla remunerazione di tutti i finanziatori dell'azienda: i portatori di capitale di rischio (azionisti) e i portatori di capitale di debito (creditori), i quali vantano un diritto privilegiato sui *cash flow* rispetto ai primi, soddisfatti in via residuale.

Si perverrà poi al valore del patrimonio netto in modo indiretto, sottraendo dall'EV il valore di mercato della posizione finanziaria netta (PFN) e aggiungendo quello degli eventuali *surplus assets* (SA):

$$W = EV - PFN + SA$$

*Dove:*

*W* = valore del capitale netto dell'impresa;

*EV* = valore del capitale operativo dell'impresa (*enterprise value*);

*PFN* = posizione finanziaria netta dell'impresa;

*SA* = valore degli eventuali *surplus assets*.

Il valore del capitale operativo dell'impresa (EV) è ottenuto attualizzando i FCFO, riferiti al periodo di previsione esplicita, e il *terminal value*, riferito al periodo di crescita stabile perpetua, al costo medio ponderato del capitale (WACC). Quest'ultimo, come detto, viene generalmente preferito al costo opportunità perché riflette il rischio specifico dell'azienda, sia operativo che finanziario, per cui risulta più puntuale e aderente al contesto valutativo.

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_n}{(1+WACC)^n}$$

$$TV_n = \frac{FCFO_{n+1}}{WACC_n - g_n}$$

*Dove:*

$EV$  = valore del capitale operativo dell'impresa (*enterprise value*);

$TV_n$  = valore finale, riferito all'anno  $n$  (fine della fase di previsione esplicita);

$FCFO_t$  = flusso di cassa operativo nell'anno  $t$  di previsione esplicita;

$FCFO_{n+1}$  = flusso di cassa operativo atteso nel primo anno di crescita stabile;

$WACC$  = costo medio ponderato del capitale riferito al momento della valutazione;

$WACC_n$  = costo medio ponderato del capitale in fase di crescita stabile;

$g_n$  = tasso di crescita perpetuo dei FCFO, il quale deve essere uguale o inferiore al tasso di crescita nominale atteso dell'economia (PIL).

In caso di imprese che si trovano già nello stato di maturità (stabilità), si avrà un *modello FCFO a crescita costante* (simile al modello di Gordon dei dividendi attualizzati), la cui formula diventa:

$$EV = \frac{FCFO_1}{(WACC - g_n)}$$

*Dove:*

$FCFO_1$  = flusso di cassa atteso nel prossimo anno e che si ritiene si manterrà in perpetuo;

$WACC$  = costo medio ponderato del capitale;

$g_n$  = tasso di crescita perpetuo dei FCFO.

#### 4.3.3 Fasi del metodo DCF con approccio asset side

##### A) Stima dei FCFO nel periodo di previsione analitica

Per quanto riguarda il calcolo dei *cash flow*, il punto di partenza è l'EBIT (*earning before interests and taxes*), o margine operativo netto (MON), il quale misura la capacità dell'impresa di autofinanziarsi. Al risultato operativo: si sottraggono le imposte specifiche calcolate sullo stesso (ottenendo il NOPAT); si aggiungono gli ammortamenti, le svalutazioni ed altre voci non monetarie; si sottraggono gli impieghi netti di capitale circolante netto commerciale (CCNC) e gli utilizzi dei fondi; si sottrae la spesa netta per gli investimenti strutturali (*CAPital EXpenditure*, CAPEX); infine, si considerano voci residuali di natura accessoria o straordinaria previste. Lo schema riassuntivo per la determinazione dei *free cash flow from operations* (FCFO) è riportato nella tabella 13.

**Tabella 13: Determinazione del FCFO**

<b>Free Cash Flow from Operations (FCFO)</b>
Risultato operativo (EBIT)
- imposte sul risultato operativo (EBIT * <i>tax rate</i> )
<b>= risultato operativo al netto delle imposte specifiche (NOPAT)</b>
+ ammortamenti
+ svalutazioni, accantonamenti e altre voci non monetarie
<b>= flusso di cassa operativo</b>
± decrementi/incrementi di capitale circolante netto commerciale (CCNC)
- variazioni dei fondi (utilizzo fondi)
<b>= flusso di cassa operativo corrente</b>
± disinvestimenti/investimenti strutturali in immobilizzazioni materiali
± disinvestimenti/investimenti strutturali in immobilizzazioni immateriali
± disinvestimenti/investimenti strutturali in immobilizzazioni finanziarie
(totale investimenti operativi fissi netti, <i>CAPital EXpenditure</i> )
<b>= flusso di cassa dopo gli investimenti</b>
± altre voci di natura accessoria o straordinaria
<b>= Free Cash Flow from Operations (FCFO)</b>

Fonte: nostra elaborazione

Per la stima del NOPAT (*net operative profit after taxes*) le imposte sul risultato operativo possono essere determinate in due modi:

- calcolare l'incidenza media degli oneri fiscali storici (nei due-tre esercizi precedenti) rapportando la voce "imposte di esercizio" e "utile ante imposte", in modo da pervenire ad una misura che contempla un onere effettivo;
- applicare l'aliquota teorica di riferimento (marginale), nel nostro paese pari alla sommatoria tra IRES e IRAP.

Le differenze fra aliquote effettive e marginali possono manifestarsi laddove le imprese seguano principi contabili diversi nel redigere i bilanci civilistico e fiscale, oppure in caso di utilizzo di crediti d'imposta per ridurre l'ammontare da pagare, o infine nell'ipotesi in cui le imprese differiscano le imposte sul reddito in periodi futuri.

Gli ammortamenti, gli accantonamenti e le svalutazioni sono detti "costi non monetari", in quanto la loro manifestazione finanziaria si è verificata nel passato o deve ancora verificarsi.

Non comportando perciò uscita di cassa, tali valori devono essere eliminati perché non hanno nessuna incidenza sulla dinamica della liquidità.

Per quanto concerne il capitale circolante netto commerciale (*working capital*): un aumento dei crediti operativi o delle rimanenze (variazione positiva del CCNC) comporta un assorbimento di liquidità, la quale deve essere sottratta dall'EBIT; al contrario, un aumento dei debiti operativi (variazione negativa del CCNC) testimonia maggiore liquidità trattenuta in azienda, che deve essere perciò sommata all'EBIT.

Riguardo ai fondi (TFR, fondi rischi e oneri,...), invece, ciò che rileva è la parte di essi che è stata utilizzata, in quanto ciò testimonia che il costo accantonato nel fondo ha perso il carattere di potenzialità ed è diventato reale, trasformandosi in un'uscita finanziaria. In generale, se la variazione del fondo è inferiore all'accantonamento effettuato, significa che vi è stato un utilizzo, il quale deve essere sottratto.

Procedendo con la disamina delle voci che determinano la capacità di un'impresa di generare cassa, l'acquisizione di *asset* strutturali comporta una riduzione di liquidità, mentre la cessione di *asset* determina un aumento della liquidità.

Infine, nel computo si considerano voci residuali derivanti dalla gestione accessoria o straordinaria, che al pari delle altre contribuiscono a generare liquidità a favore degli investitori. A tali voci bisogna però prestare particolare attenzione quando si stimano i flussi futuri in via previsionale, in quanto si tratta di valori difficilmente individuabili a priori e di incerta ricorrenza, non essendo legati al *core business* dell'azienda oggetto di valutazione.

## B) Stima del costo del capitale come tasso di attualizzazione

Il tasso di sconto dovrebbe riflettere la rischiosità associata ai flussi di cassa: il costo del debito ( $K_d$ ) dovrebbe quindi includere un premio per remunerare il rischio di *default*, mentre il costo del capitale netto ( $K_e$ ) un premio per il rischio azionario.

A differenza dei modelli di valutazione del capitale netto (*FCFE model* o *DDM model*), in cui viene utilizzato il costo del capitale netto ( $K_e$ ) per attualizzare i flussi di cassa disponibili per gli azionisti, nell'approccio *asset side* viene utilizzato il costo medio ponderato del capitale (*WACC*, *weighted average cost of capital*) per attualizzare i *cash flow* disponibili per

tutti gli investitori.<sup>33</sup>

Il WACC è un aggregato che riflette il costo complessivo delle fonti di finanziamento dell'impresa (debito, capitale netto ed eventuali forme ibride *equity-debt*), ponderate per i rispettivi pesi all'interno della struttura finanziaria.

$$WACC = Kd \cdot \frac{D}{(D+E)} \cdot (1-t) + Ke \cdot \frac{E}{(D+E)}$$

*Dove:*

*WACC = costo medio ponderato del capitale (weighted average cost of capital);*

*Ke = costo dell'equity;*

*Kd = costo dell'indebitamento;*

*E = patrimonio netto;*

*D = debito;*

*t = aliquota di imposta.*

#### B.I) Costo del capitale netto

Il costo del capitale netto (*Ke*) misura il rendimento che coloro che investono nel patrimonio netto di un'impresa si aspettano di realizzare. I modelli rischio-rendimento permettono di misurare il costo del capitale netto di un'impresa; tali modelli misurano il rischio degli investimenti e successivamente lo convertono in rendimenti attesi per l'investitore.

Il rischio di un investimento è dovuto alla possibilità che il rendimento effettivamente realizzato differisca da quello atteso. Vi sono due possibili cause di tale disallineamento: cause specifiche dell'impresa e cause di mercato. Le cause specifiche concernono: rischio di progetto (*project risk*), rischio di concorrenza (*competitive risk*) o rischio di settore (*sector risk* o *industry risk*), e impattano su un numero limitato di imprese. Il rischio di mercato invece (*market risk*) ricade sulla maggior parte (o sulla totalità) delle imprese e riguarda elementi congiunturali e macroeconomici, come l'indebolimento dell'economia, rischi legati a tassi di interesse, inflazione, tassi di cambio, fattori politici.

Attuando una strategia di diversificazione, cioè aumentando il numero di titoli in portafoglio, si riduce l'esposizione ai rischi specifici (gli effetti di segno positivo e negativo di

---

<sup>33</sup> Per ulteriori approfondimenti su tutta questa sezione si consulti Damodaran A., *Valutazione delle aziende*. Maggioli Editore, 2010.

ogni singolo investimento tenderanno ad annullarsi), mentre le oscillazioni delle variabili di mercato avranno prevalentemente lo stesso impatto sulla gran parte degli investimenti. I modelli rischio-rendimento si pongono nella prospettiva dell'investitore marginale, l'investitore che in ogni momento acquista o vende l'azione, il quale si assume essere ampiamente diversificato; di conseguenza, essi presuppongono che l'unico rischio riflesso nel prezzo di un titolo sia il rischio di mercato.

Il modello standard di misurazione del rischio di mercato è il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Il CAPM si fonda su due ipotesi chiave: non esistono costi di transazione e non esistono informazioni non pubbliche (rendendo impossibile quindi, per gli investitori, individuare titoli sopravvalutati o sottovalutati). Ciò consente di eliminare quei fattori che spingono gli investitori a limitare il proprio grado di diversificazione, portandoli in sostanza a detenere tutte le attività trattate sul mercato (portafoglio di mercato). La differenza tra gli investitori è data solo dalle quote della loro ricchezza investita nel portafoglio di mercato e nel titolo privo di rischio (*risk free*).

Se un'attività si muove indipendentemente dal portafoglio di mercato, il suo rischio è di carattere specifico e può essere eliminato attraverso la diversificazione; viceversa, se un titolo segue da vicino l'andamento del mercato aggiungerà rischio all'investimento.

Il rendimento atteso di un'attività  $i$ , equivalente al costo del capitale netto ( $K_e$ ), viene così determinato nel contesto del CAPM:

$$r_i = K_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

*Dove:*

$r_i$  = rendimento dell'attività  $i$ ;

$r_f$  = rendimento del titolo free risk;

$r_m$  = rendimento medio di mercato (portafoglio di mercato);

$r_m - r_f$  = premio per il rischio (*risk premium*);

$\beta$  = rischio sistematico.

Un investimento privo di rischio è un'attività per la quale si conosce con certezza il rendimento atteso. Perché ciò si verifichi non deve sussistere il rischio di insolvenza (*default risk*), il che in genere comporta che si tratti di un titolo emesso dallo Stato; tuttavia non tutti i Paesi sono esenti da tale rischio e la presenza di un *sovereign default risk* può complicare la stima del tasso ricercato.

Il tasso privo di rischio utilizzato è quasi sempre di lungo periodo, e in genere si ritiene che un titolo di Stato a 10 anni rappresenti una buona approssimazione.

Il premio per il rischio (*risk premium*) misura il rendimento addizionale richiesto in media dagli investitori per spostarsi dall'investimento privo di rischio al portafoglio di mercato (investimento rischioso medio). Esso è funzione di due variabili: l'avversione degli investitori al rischio (maggiore è l'avversione e maggiore è il premio richiesto) e la rischiosità del portafoglio di mercato (la quale dipende dalle imprese quotate).

Il premio per il rischio può essere stimato in tre modi: condurre un sondaggio tra i maggiori investitori (gestori di fondi) per capire quali sono le loro aspettative future a riguardo; misurare i premi effettivamente ottenuti in passato, analizzando dati storici; misurare il premio implicito nei dati correnti di mercato (Damodaran A., 2010).

Infine, il coefficiente *beta* misura il rischio sistematico, non diversificabile, dell'impresa in relazione alla volatilità del suo rendimento rispetto a quello del mercato. Per determinare il *beta* di un'attività *i* si rapporta la covarianza dell'attività con il portafoglio di mercato alla varianza del portafoglio di mercato.

$$\beta_i = \frac{Cov_{im}}{\sigma_m^2}$$

*Dove:*

$\beta_i$  = *beta dell'attività i;*

$Cov_{im}$  = *covarianza tra  $r_i$  e  $r_m$  ;*

$\sigma_m^2$  = *varianza del portafoglio di mercato.*

Il *beta* del portafoglio di mercato è pari a 1, in quanto la covarianza del portafoglio di mercato con sé stesso non è altro che la sua varianza, mentre il *beta* del titolo privo di rischio è pari a 0. Le attività più (meno) rischiose avranno un *beta* superiore (inferiore) a 1.

Il CAPM rappresenta un modello monofattoriale, in quanto il rischio non diversificabile (di mercato) è misurato da un solo *beta*, ma esistono anche dei “modelli multifattoriali” che considerano molteplici esposizioni al rischio e consentono di calcolare tanti *beta* quante sono le variabili macroeconomiche (fattori) individuate.

Il *beta* può essere stimato attraverso tre diversi approcci, che utilizzano rispettivamente i dati storici, i fondamentali o i dati contabili (Damodaran A., 2013) .

B.I.a) Derivare il *beta* da dati storici di mercato (*regression beta*)

Si tratta del metodo più diffuso ed adottato dalla maggior parte di agenzie e analisti. Il *beta* viene ottenuto esaminando la relazione fra i rendimenti di un titolo e i corrispondenti rendimenti dell'indice di mercato. Per fa ciò si esegue la regressione dei rendimenti del titolo  $r_i$  contro i rendimenti del portafoglio di mercato ( $r_m$ ), identificando la seguente retta, la cui inclinazione ( $b$ ) rappresenta il *beta* del titolo:

$$r_i = a + b \cdot r_m$$

Dove:

$r_i$  = rendimento dell'attività  $i$ ;

$r_m$  = rendimento del portafoglio di mercato;

$a$  = intercetta della retta di regressione;

$b$  = inclinazione della retta di regressione = covarianza ( $r_i, r_m$ ) /  $\sigma_m^2$ .

B.I.b) Derivare il *beta* dai fondamentali (*bottom-up beta*)

Questa tecnica parte dal presupposto che il *beta* di un'impresa non è altro che la media ponderata dei *beta* delle attività che essa svolge.

Essa dà maggiore rilievo ai fondamentali del *beta*, piuttosto che ai suoi dati storici. Il *beta*, infatti, riflette le scelte di politica aziendale ed è influenzato da tre determinanti:

- tipo di attività: più l'azienda opera in settori sensibili al ciclo economico (come quello edilizio o automobilistico), maggiore sarà il suo *beta*;
- grado di leva operativa (GLO): è funzione della struttura dei costi di un'azienda ed è solitamente definito come rapporto tra costi fissi e costi totali (fissi più variabili). Più elevato è il GLO, maggiore sarà la variabilità dell'utile operativo, e di conseguenza il *beta*;
- intensità della leva finanziaria: gli oneri finanziari costituiscono un costo fisso, determinando un incremento dell'utile in periodi favorevoli e viceversa. Un'intensità maggiore della leva finanziaria (D/E) fa aumentare quindi la variabilità degli utili per

azione, rendendo più rischioso l'investimento nell'impresa (*beta* più elevato).

Procedimento di stima del *bottom-up beta* (Damodaran A., 2013):

1. individuazione delle diverse attività svolte dall'impresa (aree di business);
2. stima dei *beta unlevered* medi di altre imprese quotate che operano esclusivamente in una di tali attività. Sottofasi:
  - a. identificazione delle imprese comparabili;
  - b. stima del *beta (levered)*;
  - c. *unlevering* dei *beta* delle *comparables*, utilizzando il rapporto D/E e l'aliquota d'imposta di ciascuna:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{[1 + (1 - t) \cdot (D/E)]}$$

*Dove:*

$\beta_U$  = *beta unlevered*;

$\beta_L$  = *beta levered delle comparables*;

D/E = *rapporto debito equity*;

t = *aliquota di imposta*.

- d. calcolare il *beta unlevered* medio per ogni settore individuato;
- e. correggere i *beta* medi settoriali, esprimendoli al netto delle disponibilità liquide e dei titoli negoziabili, i quali hanno *beta* prossimi allo zero e possono alterare la rischiosità complessiva:

$$\beta_{U\text{corretto}} = \frac{\beta_U}{[1 - (\text{liquidità} / EV)]}$$

*Dove:*

$\beta_{U\text{corretto}}$  = *beta unlevered al netto delle disponibilità liquide*;

$\beta_U$  = *beta unlevered non corretto*;

EV = *valore dell'impresa*.

3. calcolare il *beta unlevered* dell'impresa come media ponderata dei *beta unlevered* delle varie attività che essa svolge, utilizzando pesi proporzionali al loro valore di mercato: si ottiene così il *beta unlevered bottom-up*;

4. calcolare l'indice di indebitamento corrente dell'impresa (D/E);
5. stimare infine il *beta levered* (*bottom-up beta*) dell'impresa, a partire dal *beta unlevered* e dal livello di indebitamento.

#### B.I.c) Derivare il *beta* dai dati contabili (*accounting beta*)

In base a questa terza metodologia, è possibile effettuare una regressione delle variazioni degli utili dell'impresa (o di una sua divisione) rispetto alle variazioni degli utili avvenute sul mercato nello stesso periodo, per giungere così a una stima del *beta* da inserire nel CAPM. C'è però da precisare che i valori contabili considerati: tendono ad attenuare la vera volatilità dei fondamentali; possono essere influenzati da fattori non operativi; sono disponibili con cadenza trimestrale (o talvolta annuale) e il basso numero di osservazioni che ne consegue riduce la bontà dei risultati della regressione.

#### B.II) Eventuali rettifiche al costo del capitale netto

Vi sono due possibili situazioni in cui si necessita rettificare il  $K_e$  (Damodaran A., 2013):

- imprese quotate di minori dimensioni: per evitare una sottostima del rendimento (rischio) atteso di tali imprese, gli analisti spesso aggiungono il cosiddetto *small firm premium*, rappresentato dalla differenza tra il rendimento medio annuo dei titoli a minore capitalizzazione e il resto del mercato (circa dal 3% al 3,5%), sulla base di dati storici;
- imprese non quotate: solitamente, il proprietario di un'impresa non quotata non è un investitore ampiamente diversificato come richiederebbe il modello del CAPM, in quanto esso in genere investe la maggioranza (se non la totalità) del proprio patrimonio nell'impresa stessa. Il  $K_e$  quindi tenderà ad essere sottostimato, perché l'interesse dell'imprenditore non è rivolto al solo rischio di mercato (*beta* di mercato), bensì al rischio complessivo dell'impresa.

Le tre soluzioni possibili per ovviare a questo secondo problema sono:

1. assumere che il business sia gestito con l'obiettivo di venderlo a breve ad una grande società quotata (in tal caso è ragionevole utilizzare il *beta* di mercato);
2. aggiungere un premio al  $K_e$ , così da riflettere il maggior rischio determinato

dall'impossibilità del proprietario a diversificare;

3. correggere il *beta*, in modo da riflettere il rischio totale.

### B.III) Costo del capitale di debito

Il capitale netto non è l'unico ingrediente della struttura finanziaria; la maggior parte delle imprese, infatti, finanzia i propri investimenti ricorrendo anche ad altre fonti di finanziamento quali debito e forme ibride *debt-equity* (obbligazioni convertibili, azioni privilegiate,...).

Il costo dell'indebitamento è pari al costo del debito a medio-lungo termine ( $K_d$ ) al netto dell'imposizione fiscale. Il costo dei fondi presi a prestito dall'impresa, necessari a finanziare il proprio business, dovrebbe dipendere dal rischio di insolvenza dell'azienda percepito dal creditore. All'aumentare di tale rischio *firm specific*, il soggetto finanziatore richiederà dei *default spread* più elevati e il debito diventerà più oneroso.

Il rischio di insolvenza è funzione di due variabili (Damodaran A., 2010):

- capacità dell'impresa di generare *cash flow* operativi in grado di coprire gli impegni finanziari sul debito (interessi e rimborso della quota capitale): in genere si calcolano indici di copertura degli oneri finanziari;
- volatilità dei flussi di cassa operativi: aziende che operano in settori stabili e maturi presentano un *default risk* inferiore a quelle che operano in settori ciclici.

La misura del rischio di insolvenza più utilizzata è rappresentata dal *rating* di un'azienda, vale a dire una misura del merito creditizio della stessa, che di solito viene assegnato da agenzie specializzate indipendenti come Standard&Poor's e Moody's.

Tuttavia, se l'impresa non dispone di un *rating* pubblico, come nel caso della maggioranza delle PMI, si può stimare il costo del debito ( $K_d$ ) in tre modi (Damodaran):

- storia del recente passato: attraverso l'analisi dei prestiti più recenti richiesti a banche o altre istituzioni finanziarie, è possibile farsi un'idea dei differenziali di rischio applicati all'impresa e utilizzarli per stimare il suo costo del debito;
- stimare un *rating* sintetico: si può procedere ad una simulazione di quale *rating* l'azienda potrebbe ottenere in considerazione della sua situazione economico-finanziaria (attuale e prospettica), assegnando cioè un *rating* "sintetico" sulla base di indici finanziari di imprese quotate il cui *rating* è disponibile. Un esempio, riportato nella tabella 14, è costituito dall'indice di copertura degli oneri finanziari, dato dal

rapporto tra utile operativo e oneri finanziari;

- utilizzare i dati contabili: una terza alternativa consiste nel calcolare il costo del debito utilizzando i dati contabili desumibili dai bilanci di esercizio in luogo dei valori di mercato. In tale approccio si perviene ad una misura del Kd suddividendo gli oneri finanziari sopportati nell'esercizio per l'indebitamento finanziario assunto nello stesso, il quale si stima facendo una media tra i debiti ad inizio e a fine anno.

**Tabella 14: Indice di copertura degli oneri finanziari, rating e differenziale per il rischio**

Indice di copertura degli oneri finanziari	Rating	Differenziale per il rischio di insolvenza (%)
> 12,50	AAA	0,35
9,50 - 12,50	AA	0,50
7,50 - 9,50	A+	0,70
6,00 - 7,50	A	0,85
4,50 - 6,00	A-	1,00
4,00 - 4,50	BBB	1,50
3,50 - 4,00	BB+	2,00
3,00 - 3,50	BB	2,50
2,50 - 3,00	B+	3,25
2,00 - 2,50	B	4,00
1,50 - 2,00	B-	6,00
1,25 - 1,50	CCC	8,00
0,80 - 1,25	CC	10,00
0,50 - 0,80	C	12,00
< 0,50	D	20,00

Fonte: Campustat e [www.bondsonline.com](http://www.bondsonline.com)

#### B.IV) Calcolo dei pesi da utilizzare nella stima del costo del capitale

Per la stima del costo medio ponderato del capitale (WACC) è necessario determinare i pesi di ciascuna fonte di finanziamento all'interno della struttura finanziaria. Essi sono calcolati sulla base del valore corrente del debito e del patrimonio della società; in alternativa può essere utilizzato un rapporto di indebitamento obiettivo (individuato dal management e raggiungibile nel medio termine), oppure una stima puntuale anno per anno.

Ci sono due modi per calcolare i coefficienti di ponderazione:

- basarci sul valore contabile di ciascuna fonte di finanziamento;
- basarci sul valore di mercato di ciascuna fonte di finanziamento.

Di regola, i pesi utilizzati dovrebbero riferirsi al valore di mercato, in quanto l'approvvigionamento di nuovi fondi avviene in genere ai prezzi prevalenti sullo stesso.

Il valore di mercato del capitale netto è dato, per le imprese quotate, dal prodotto tra il numero di azioni in circolazione e il prezzo corrente dell'azione. Per le imprese non quotate, invece, si possono utilizzare i multipli del fatturato (P/S) o dell'utile netto (P/E) di aziende quotate comparabili e operanti nello stesso settore.

Riguardo al valore di mercato del capitale di debito, poiché sono poche le imprese con obbligazioni dotate di un *rating* sul mercato, e dal momento che una parte rilevante del debito è spesso rappresentata dal finanziamento bancario (di cui è noto il valore contabile ma non il valore di mercato), molti analisti aggirano il problema assumendo semplicemente che il valore contabile del debito corrisponda al valore di mercato.

#### B.V) Il costo medio ponderato del capitale

Il costo del capitale complessivo dell'impresa sarà dato dalla media ponderata dei costi di tutte le fonti di finanziamento attinte dalla stessa, sulla base della formula già riportata in precedenza:

$$WACC = Kd \cdot \frac{D}{(D+E)} \cdot (1-t) + Ke \cdot \frac{E}{(D+E)}$$

*Dove:*

*WACC = costo medio ponderato del capitale (weighted average cost of capital);*

*Ke = costo dell'equity;*

$K_d$  = costo dell'indebitamento;

$E$  = patrimonio netto;

$D$  = debito;

$t$  = aliquota di imposta.

### C) Stima del valore finale

Dopo aver calcolato i FCFO nel periodo previsione esplicita, il modello dei flussi di cassa attualizzati (DCF) prevede il calcolo di un valore finale sintetico (*terminal value*) relativo al periodo di crescita stabile, presupponendo che i flussi di cassa che si producono oltre l'ultimo anno del periodo previsione analitica cresceranno a un tasso costante in modo perpetuo.

Il valore finale può essere calcolato nel modo seguente:

$$TV_n = \frac{FCFO_{n+1}}{WACC_n - g_n}$$

Dove:

$TV_n$  = valore finale, riferito all'anno  $n$ ;

$FCFO_{n+1}$  = flusso di cassa operativo atteso nel primo anno di crescita stabile;

$WACC_n$  = costo medio ponderato del capitale in fase di crescita stabile;

$g_n$  = tasso di crescita perpetuo dei FCFO, il quale deve essere uguale o inferiore al tasso di crescita nominale atteso dell'economia.

Quando le imprese passano nella fase di maturità, bisogna assegnare loro caratteristiche coerenti con il concetto di crescita stabile:

- in tale fase le imprese presentano *beta* più stabili (prossimi a 1) rispetto ad aziende in forte crescita (quindi più rischiose);
- inoltre, diventa difficile per esse sostenere rendimenti superiori al costo del capitale, per cui il ROIC (*return on invested capital*) tenderà al WACC;
- infine, le imprese in fase di maturità fanno maggiore ricorso al capitale di debito, in quanto la loro capacità di indebitamento aumenta.

#### D) Dal valore delle attività operative al valore dell'impresa

L'attualizzazione dei flussi finora descritta permette di valutare le attività operative delle imprese. Queste, tuttavia, spesso riportano in bilancio *asset* non operativi ed il valore di tali attività dovrebbe essere aggiunto al valore delle attività operative per giungere al valore complessivo dell'impresa.

Un esempio è costituito dalle partecipazioni di minoranza in altre imprese (*minorities*): se si considerasse soltanto la quota di utili delle partecipate spettante all'impresa oggetto di valutazione, si trascurerebbe una parte significativa del valore delle partecipazioni. Si dovrebbe invece valutare ciascuna impresa partecipata e assegnare una quota proporzionale di tale valore all'impresa oggetto di stima.

Inoltre, l'impresa potrebbe possedere *asset* che non sono utilizzati e non generano utili né flussi di cassa (*surplus asset*), in qual caso il loro valore dovrà essere sommato a quello degli *asset* operativi.

#### E) Dal valore dell'impresa al valore del capitale netto

Per passare dal valore dell'impresa (EV) al valore del patrimonio netto (W), si devono sottrarre i diritti "non equity" sull'impresa, ovvero (Damodaran A., 2010):

- la posizione finanziaria netta;
- gli interessi di minoranza spettanti a terzi, in caso di partecipazioni di maggioranza (uguali o superiori al 50% del patrimonio netto) in imprese controllate;
- passività attese dalle cause legali;
- passività di imposte dilazionate;
- altri potenziali diritti detenuti da terzi nei confronti dell'impresa (come le passività pensionistiche per piani di assistenza sanitaria).

#### **4.4 L'approccio relativo: il metodo dei multipli di mercato**

Rappresenta il metodo di valutazione più utilizzato dopo il DCF ed è molto noto tra gli operatori. Viene frequentemente utilizzato con finalità di controllo delle valutazioni effettuate con gli approcci assoluti, anche se alcuni autori suggeriscono di usarlo come criterio principale per la stima delle società.<sup>34</sup>

Nella valutazione relativa (o comparativa) il valore di un business viene stimato osservando il modo in cui imprese con caratteristiche analoghe sono valutate sul mercato. Tali tecniche si fondano sulla costruzione dei cosiddetti “multipli di mercato”, calcolati come rapporto tra prezzi di mercato (valori di Borsa o di transazioni comparabili) e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie (utile, fatturato, risultati operativi) di un campione di società ritenute comparabili (*comparables*). I moltiplicatori così determinati vengono applicati, con le opportune rettifiche, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione al fine di pervenire, per moltiplicazione appunto, al valore di quest'ultima.

Concretamente: conoscendo il prezzo (P1) di una o più *comparable* e una variabile strettamente connessa ad esse (X1), si costruisce un rapporto (P1/X1) definito “moltiplicatore”; conoscendo il valore assunto dalla variabile considerata per l'impresa oggetto di stima (X2), e assumendo valida la medesima relazione per la quale  $(P1/X1)=(P2/X2)$ , si può ricavare per relazione il valore ricercato dell'azienda:  $P2=X2*(P1/X1)$ .

Le valutazioni condotte facendo uso dei multipli si fondano su due ipotesi sottostanti (Massari M., Zanetti L., 2008):

- eguaglianza nei saggi di crescita attesi dei *cash flow* aziendali e nel grado di rischiosità: si assumono direttamente dal mercato, attraverso i multipli appunto, le attese di crescita dei risultati e l'apprezzamento del rischio;
- variazione proporzionalmente diretta del valore dell'azienda rispetto alla variabile economica scelta come parametro di performance.

---

<sup>34</sup> Per ulteriori approfondimenti sull'argomento si consulti: Damodaran A., *Finanza aziendale* (edizione 3). Apogeo Editore, 2013; Damodaran A., *Valutazione delle aziende*. Maggioli Editore, 2010; Borsa Italiana, *Guida alla valutazione*, 2004; Guatri L., Bini M., “L'uso dei multipli ai fini della formulazione dei giudizi di valore”. *La valutazione delle aziende*, n. 18, settembre 2000; Massari M., Zanetti L., *Valutazione finanziaria*. Milano, McGraw Italia Libri, 2003; Massari M., Zanetti L., *Valutazione finanziaria: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*. Milano, McGraw Italia Libri, 2008; Pozzoli S., *Valutazione d'azienda*. Ipsoa, 2013.

Come accennato in precedenza, i multipli possono suddividersi in due fattispecie, in relazione al contesto di mercato in cui si formano i prezzi che si trovano al numeratore:

- a) gli *stock market multiple* (moltiplicatori di Borsa): sono basati sulle quotazioni di mercato delle *comparables* ed esprimono valori *stand alone* di un'impresa. Ad essi faremo riferimento nel prosieguo del paragrafo;
- b) i *deal multiple* (multipli di transazioni comparabili): prendono a riferimento prezzi rappresentativi di negoziazioni private per il passaggio di quote azionarie di controllo, o rilevanti, di imprese omogenee e forniscono indicazioni circa il “probabile prezzo di mercato”; ciò in quanto incorporano generalmente un premio di acquisizione (*acquisition premium*) riconosciuto nella trattativa negoziale e dovuto ai benefici attesi dall'acquirente strategico (*takeover synergy*). Il multiplo è determinato dal prezzo di cessione, il quale a sua volta è influenzato da una serie di fattori quali: la percentuale di capitale acquistata (totalitaria, di maggioranza, di minoranza), le caratteristiche dell'acquirente (strategico o finanziario), le modalità di pagamento (tramite *cash* o *stock*), le eventuali clausole di *earn out* (le quali vincolano parte del pagamento a risultati futuri) e la presenza di *surplus asset* (attività non funzionali al business che vengono alienate in seguito all'acquisizione). L'approccio comparativo *deal multiples* presenta notevoli difficoltà in fase di raccolta delle informazioni, a causa della scarsa conoscibilità delle transazioni da comparare e della scarsa frequenza nella realizzazione delle stesse, cui consegue un'insufficienza di materiale disponibile aggiornato.

Un'ulteriore possibile classificazione dei multipli distingue i *financial multiple* dai *business multiple*. I primi sono quelli legati a grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie, già introdotte e a cui ci riferiremo nella successiva analisi, mentre i secondi rapportano il prezzo di mercato del capitale delle imprese a specifici elementi operativi caratteristici del settore di appartenenza. Ad esempio, si fa riferimento al valore per tonnellata di capacità installata nei settori della carta o del cemento, al valore per *barrels of oil equivalent* in ambito petrolifero, al valore per numero di accessi giornalieri nell'*Internet business*, al valore per copia venduta nel campo dell'editoria, o al valore per utente nel settore delle *utilities*.

Di seguito verranno affrontati i passaggi operativi da compiere in una valutazione relativa.

#### 4.4.1 Individuare il campione di società comparabili

Si definisce “comparabile” un’impresa del tutto simile a quella oggetto di stima in termini di flussi di cassa, profilo di rischio e crescita potenziale. Tuttavia, nella maggior parte delle analisi il concetto di comparabilità viene interpretato alla stregua di appartenenza allo stesso business, e se nel settore o comparto il numero di imprese risultasse eccessivamente elevato la scelta viene ristretta integrando altri criteri, quali la dimensione o il fatturato.

L’applicazione di questo approccio risulta difficile quando nel settore vi sono poche aziende quotate, al ch  si pu  talvolta ovviare estendendo l’analisi a settori limitrofi con caratteristiche omogenee (formula imprenditoriale analoga, risultati influenzati dai medesimi *value driver*). Un esempio di comparazione intersettoriale pu  riguardare imprese che producono auto di lusso con aziende operanti nel settore *luxury* (imbarcazioni di lusso, moda), oppure societ  appartenenti al settore *paper/forest products* con aziende del *tissue, printing* o *packaging*. Allargare l’orizzonte di comparazione consente da un lato di considerare un maggior paniere di unit  paragonabili, ma dall’altro ovviamente conduce ad approssimazioni e distorsioni valutative (*trade-off*).

L’estrazione del paniere di societ  comparabili avviene normalmente avvalendosi delle principali banche dati internazionali, come Bloomberg o Datastream, le quali contengono informazioni riguardo al settore di appartenenza, al tipo di attivit  svolta e a tutte le caratteristiche economico finanziarie necessarie alla costruzione dei multipli. Successivamente il campione viene “pulito” da eventuali comparazioni prive di significato.

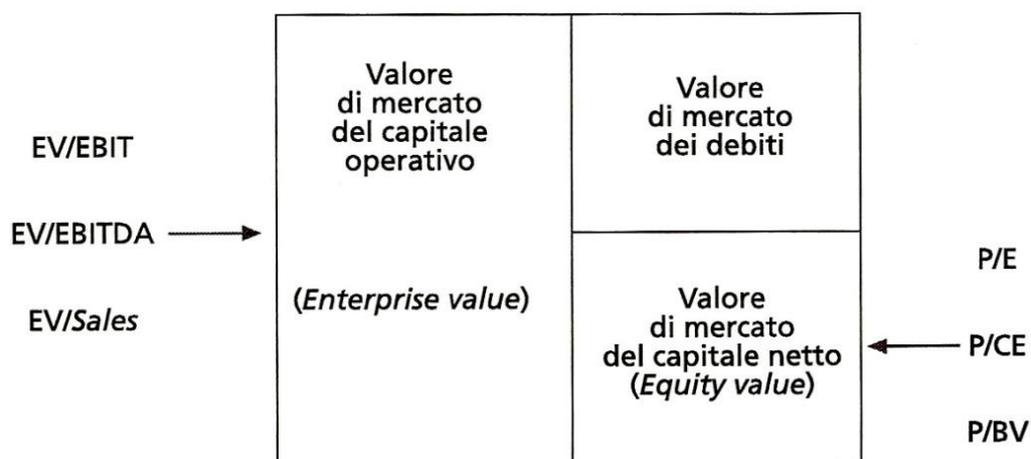
#### 4.4.2. Analisi dei multipli significativi

Si possono distinguere due fattispecie di multipli di Borsa:

- a.1) multipli del capitale di rischio (contraddistinti dalla lettera P al numeratore), calcolati in base al valore di mercato dei soli mezzi propri dell’impresa (*equity value*, capitalizzazione di mercato);
- a.2) multipli del valore (EV, *Enterprise Value*), costruiti sul valore totale dell’impresa (somma tra capitalizzazione di mercato e posizione finanziaria netta, considerata preferibilmente a valori di mercato).

In figura 8   riportato uno stato patrimoniale “a valore di mercato” con l’evidenziazione dei principali multipli di riferimento che di seguito verranno analizzati.

Figura 8: Stato patrimoniale “a valore di mercato” e multipli di riferimento



Fonte: Massari M., Zanetti L., *Valutazione finanziaria: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, 2008

I multipli di Borsa del capitale di rischio (*equity value*) maggiormente impiegati nella valutazione d'azienda sono di seguito elencati:

- **P/E (Price to Earning ratio)**: rapporto tra prezzo di Borsa dell'azione e utile netto per azione (EPS, *Earnings per stock*) o, indifferentemente, rapporto tra capitalizzazione di Borsa (*equity value*) e il guadagno netto complessivo. Esprime la convenienza di un'azione ed indica quante volte il mercato moltiplica gli utili aziendali. È un multiplo che può risentire dell'influenza di politiche di bilancio o fiscali e del diverso grado di indebitamento, per tali ragioni quindi soggetto a distorsioni;
- **PEG (Price Earnings / Growth ratio)**: rapporto tra il multiplo P/E e il tasso di crescita atteso degli utili per azione (g). Utilizzato da analisti e gestori di fondi per individuare titoli sopravvalutati o sottovalutati;
- **P/BV (Price to Book Value)**: rapporto tra valore di mercato del capitale netto (capitalizzazione di Borsa) e valore contabile dello stesso (patrimonio netto, *book value*). Quest'ultimo, dato dalla differenza tra il valore netto contabile dell'attivo e il valore netto contabile del passivo, rappresenta l'ammontare di risorse che i soci hanno investito nell'azienda, mentre il prezzo di mercato delle azioni (P) dovrebbe corrispondere al valore dei flussi attesi dagli azionisti, quindi tale multiplo si può interpretare come misura di rendimento degli investitori.

Spostandoci in ottica *asset side*, i principali multipli del valore complessivo di un'impresa (*enterprise value*) sono:

- EV/EBIT: rapporto tra *Enterprise Value* e reddito operativo. Indica la capacità dell'azienda di ottenere un risultato economico positivo dall'area caratteristica e prima dell'imposizione fiscale. Non è totalmente insensibile ad eventuali politiche di bilancio, perché comunque sia tiene conto degli ammortamenti, suscettibili di valutazioni soggettive da parte del management;
- EV/EBITDA: rapporto tra *Enterprise Value* e margine operativo lordo (MOL). A differenza del precedente, è in grado di neutralizzare le eventuali politiche contabili di bilancio dal momento che la componente reddituale di riferimento è considerata al lordo degli ammortamenti e delle svalutazioni;
- EV/Sales: rapporto tra *Enterprise Value* e fatturato dell'azienda. Utilizzato soprattutto in casi di società con margini negativi o in fase di *turnaround*, in quanto l'omogeneità dei fatturati facilita e garantisce la comparabilità tra società diverse.

#### 4.4.3 Calcolo e selezione dei multipli delle società comparabili da utilizzare

I prezzi di mercato delle *comparables* (EV o P) vengono dunque tradotti ed espressi in multipli di una variabile economica comune, al fine di poter essere confrontati con quelli dell'azienda oggetto di stima.

In base al periodo temporale di riferimento delle variabili sottostanti i moltiplicatori, si può distinguere tra (Massari M. e Zanetti L., 2008):

- multipli correnti: rapporto tra prezzo di Borsa attuale e dati derivanti dall'ultimo bilancio disponibile;
- multipli *trailing*: rapporto tra prezzi di Borsa attuali e risultati dei dodici mesi antecedenti la data della stima (riferiti alle relazioni trimestrali o semestrali diffuse dalle società quotate);
- multipli *forward* (o *leading*): rapporto tra prezzo di Borsa attuale e risultati prospettici di uno o più esercizi.

Ai fini della comparazione vengono poi scartati quelli ritenuti meno significativi che rischierebbero di alterare la valutazione, formando così una griglia definitiva di *ratios* da

applicare. Dopodiché si esegue la media dei multipli selezionati calcolati per ciascuna impresa del campione, al fine di pervenire ad un “multiplo settoriale”, cioè ad un valore di sintesi, e a tal proposito si può fare appello a medie semplici, medie ponderate, mediane o medie corrette per escludere i valori estremi.

#### 4.4.4 Applicazione dei multipli

Una volta ottenuti i multipli delle società comparabili e i loro valori di sintesi, si moltiplicano gli stessi alle medesime grandezze individuate (economiche, patrimoniali o finanziarie) della società oggetto di valutazione, al fine di determinare un intervallo di valori sintetici all'interno del quale sarà collocato e scelto il valore finale dell'azienda.

#### 4.4.5 Valutazione finale e apporto di dovute rettifiche

Il valore che si ottiene dal calcolo del multiplo rappresenta un dato grezzo, da valutare in modo critico e “levigare” attraverso rielaborazioni e aggiustamenti ritenuti necessari.

#### 4.4.6 Conclusioni

Sebbene nella teoria economica venga privilegiata la valutazione effettuata attraverso il metodo dei flussi di cassa attualizzati (DCF), considerati più razionali e analitici, nella pratica professionale le valutazioni relative risultano essere dominanti, forse per la semplicità del loro utilizzo o per la concretezza dei risultati, immediatamente interpretabili anche dai non addetti. Ad esempio, quando nei loro *report* gli analisti finanziari (*equity research*) sostengono che un'impresa è sopra o sottostimata, solitamente stanno esprimendo un giudizio basato su una valutazione relativa.

Con riferimento alle operazioni di M&A, nonostante queste siano prevalentemente valutate attraverso il metodo finanziario, il valore pagato nelle acquisizioni viene spesso determinato usando i multipli (Damodaran A., 2010).

I punti di forza dell'approccio dei moltiplicatori sono:

- + è estremamente semplice da usare;
- + richiede minor tempo e risorse a disposizione;

- + richiede meno ipotesi sottostanti, a differenza delle metodologie più complesse;
- + è facile da vendere, in quanto necessità di poche assunzioni e fornisce un dato immediato;
- + è facilmente difendibile dal momento che gli analisti sono spesso chiamati a difendere la bontà delle loro stime, e con le valutazioni relative la responsabilità viene scaricata sui mercati finanziari;
- + riflette gli andamenti del mercato.

I punti di debolezza, invece, concernono il fatto che tali valutazioni:

- sono di dubbia razionalità scientifica;
- possono condurre a stime del valore incoerenti laddove vengano trascurate alcuni variabili fondamentali quali rischio, crescita e flussi di cassa attesi;
- sono sensibili alle manipolazioni, in quanto scegliendo accuratamente il multiplo da applicare e il campione di imprese da comparare si può pilotare la stima a proprio piacimento;
- riflettono l'andamento del mercato, ma le quotazioni borsistiche sono notoriamente soggette a distorsioni legate a componenti emozionali o fenomeni particolari (ad es. annuncio di una scalata, diffusione di alcuni dati congiunturali,...), quindi se il mercato sta sopravvalutando (sottovalutando) le *comparables* si otterrà una sovrastima (sottostima) dell'impresa oggetto di valutazione;
- inoltre, i prezzi di Borsa esprimono valutazioni di capitali “di minoranza” (flottante) e non “di controllo”;
- riguardo all'approccio delle transazioni comparabili (*deal multiples*) bisogna sempre prestare attenzione alle differenze tra il concetto di prezzo e quello di valore.

## ***PARTE SECONDA***

### ***BUSINESS CASE: L'ACQUISIZIONE SOFIDEL - LPC***

Nella seconda sezione di questo lavoro sarà trattato il caso specifico inerente l'acquisizione di LPC Group ad opera del Gruppo Sofidel, avvenuta nel 2010.

Prima di addentrarci negli aspetti prettamente valutativi dell'operazione, nel capitolo 5 sarà definito e descritto il settore di appartenenza delle due aziende, il *tissue*, e mostrato il suo recente andamento a livello mondiale, europeo, nazionale e distrettuale. Dopodiché, i capitoli 6 e 7 si occuperanno di introdurre le realtà societarie oggetto del presente *case study*, illustrando le loro principali caratteristiche produttive ed economico finanziarie, mentre il capitolo 8 sarà dedicato alla ricostruzione della vicenda, analizzando le motivazioni alla base del *deal* e le fasi del processo di acquisizione poste in essere.

Il corposo capitolo 9 sarà rivolto interamente al processo valutativo, assumendo la prospettiva dell'*advisor* e conducendo in prima persona tutti gli *step* dello stesso: dalle valutazioni *stand alone* delle aziende coinvolte, passando per la stima delle sinergie conseguibili dall'acquirente e la successiva valutazione della *combined entity* risultante dal processo di integrazione (Sofidel ex-post), fino ad arrivare a definire la creazione di valore aggiunto ottenuta in ultima istanza dall'operazione di M&A in questione.



## 5 IL SETTORE DEL TISSUE

---

### **5.1 Il processo produttivo del tissue**

Con il termine *tissue* viene definito il tipo di carta da cui si ottengono prodotti per uso igienico o domestico, che trovano impiego dentro (settore *retail* o *consumer*) e fuori casa (*Away From Home*, AFH): carta igienica, asciugatutto, tovaglioli, tovaglie, fazzoletti, veline, asciugamani, lunzuolini medici, rotoli industriali e così via.

All'interno del settore *retail* si riscontrano generalmente due fattispecie di *business line* perseguibili, quella *brand* relativa a prodotti commercializzati a marchio proprio, e quella *private label* (PL) concernente prodotti venduti a marchi privati (tipicamente della grande distribuzione organizzata).

Sinteticamente, il ciclo produttivo di tutti i tipi di carta inizia con l'estrazione della cellulosa dagli alberi, prosegue con la produzione di grandi bobine di carta attraverso la lavorazione di miscele di cellulose diverse sia per origine che per i trattamenti subiti, e termina con la trasformazione delle bobine madri in prodotti finiti pronti per la commercializzazione.

La prima macrofase si realizza nelle cartiere, dove la materia prima (cellulosa e carta da macero) viene disciolta in acqua fredda, raffinata e quindi avviata alle macchine per la produzione di grandi bobine di carta *tissue* (*jumbo roll* o *parent real*).

La seconda fase, a valle della precedente, avviene nelle cartotecniche, ovverosia gli stabilimenti in cui le bobine vengono convertite in prodotti finiti, i quali vengono in ultima istanza confezionati e imballati prima della vendita sui mercati di sbocco.

### **5.2 Andamento globale del settore tissue**

Il consumo mondiale di *tissue* registrava una crescita media del 3,6% negli anni precedenti alla crisi finanziaria, ha poi subito un netto ridimensionamento crollando all'1% nel 2009, mentre dal 2010 al 2015 è prevista una crescita media annua pari al 4,1%.

Il grafico 19 riporta, anno per anno, le tonnellate (in milioni) di consumo mondiale sull'asse verticale di sinistra e l'andamento della crescita annua su quello di destra.

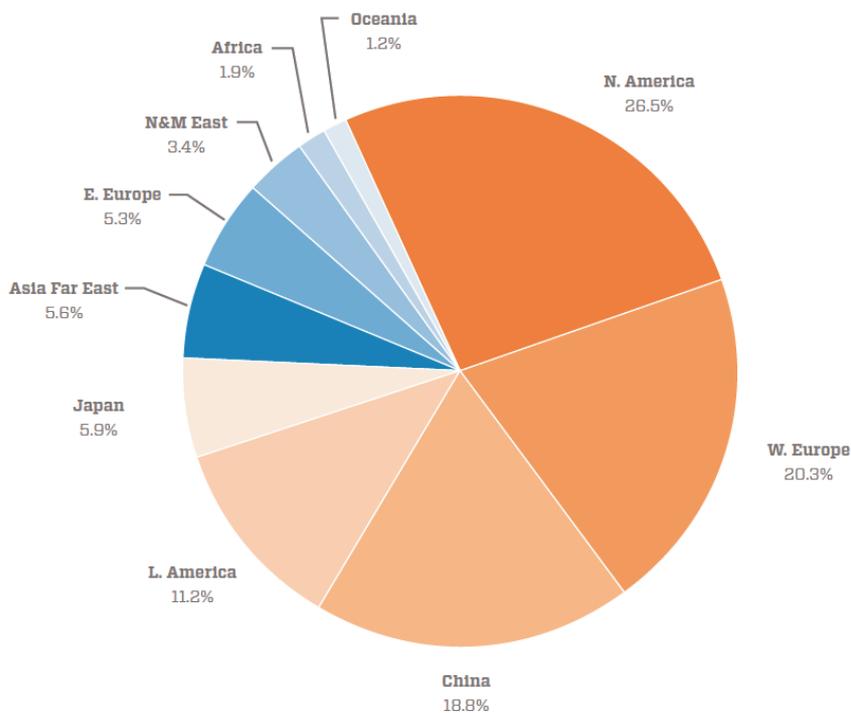
**Grafico 19: Consumo globale di tissue dal 2001 al 2015**



Fonte: RISI (Status 2011-02)

Il consumo per regione mondiale (grafico 20) vede in testa il Nord America con il 26,5%, davanti all'Europa occidentale con il 20,3% e alla Cina con il 18,8%. Seguono, con percentuali più ridotte, l'America latina, il Giappone, l'Asia orientale e l'Europa orientale.

**Grafico 20: Consumo di tissue per regione (2013)**

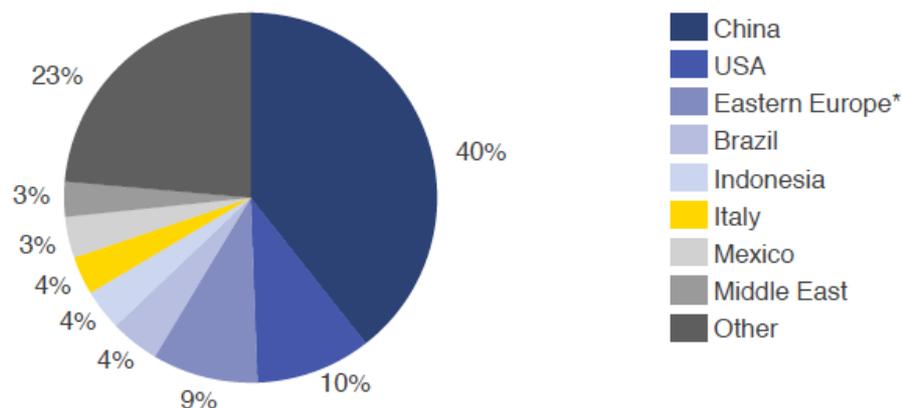


Fonte: RISI; Bright Market Inside, *Tough Tissue Market*, n. 2, Summer 2013

A livello di crescita aggiuntiva per regione (grafico 21), il 40% della produzione complessiva supplementare prevista fino al 2015 dovrebbe fare capo alla Cina, seguita dagli Stati Uniti con il 10% e dall'Europa orientale con il 9%, mentre l'Italia si attesta ad un valore del 4%. Brasile e Messico guidano l'espansione in America latina.

**Grafico 21: Crescita addizionale della produzione per regione nel periodo 2012-2015**

Total additional Production 2012-2015: 4.0 mio. tonnes

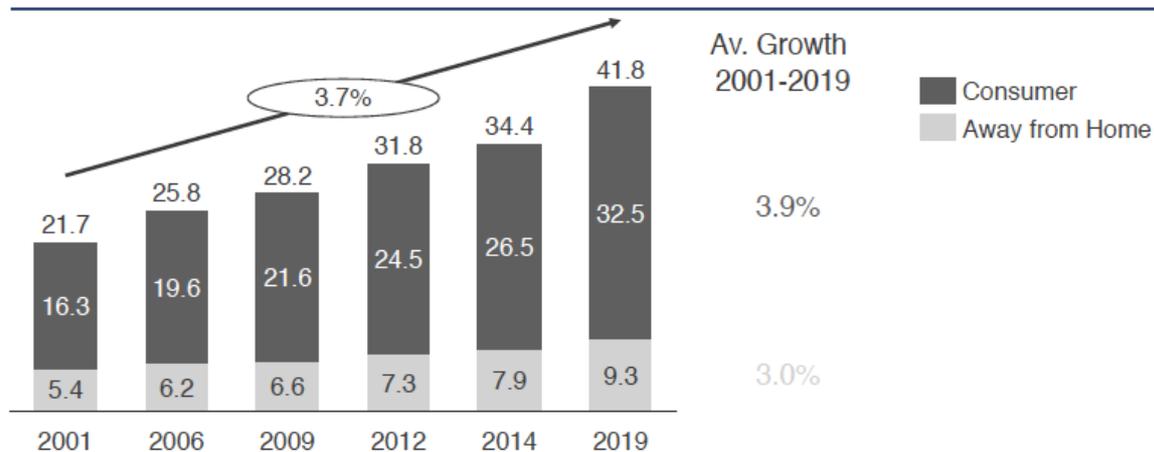


Fonte: Workshop Fibria-ABTCP, April 30, 2013

Eseguendo un *channel breakdown* del consumo totale di prodotti *tissue* (grafico 22), notiamo che la crescita media attesa nell'area *consumer* (comprendente il *brand* e il *private label*) è maggiore di quella prospettica del settore *Away-from-Home* (prodotti per uso non domestico destinati in locali pubblici, studi, ospedali,...). La prima si attesta al 3,9% annuo nel periodo 2001-2019, la seconda invece rimane ferma al 3%.

**Grafico 22: Consumo storico e previsionale di tissue in base all'utilizzo finale (2001-2019)**

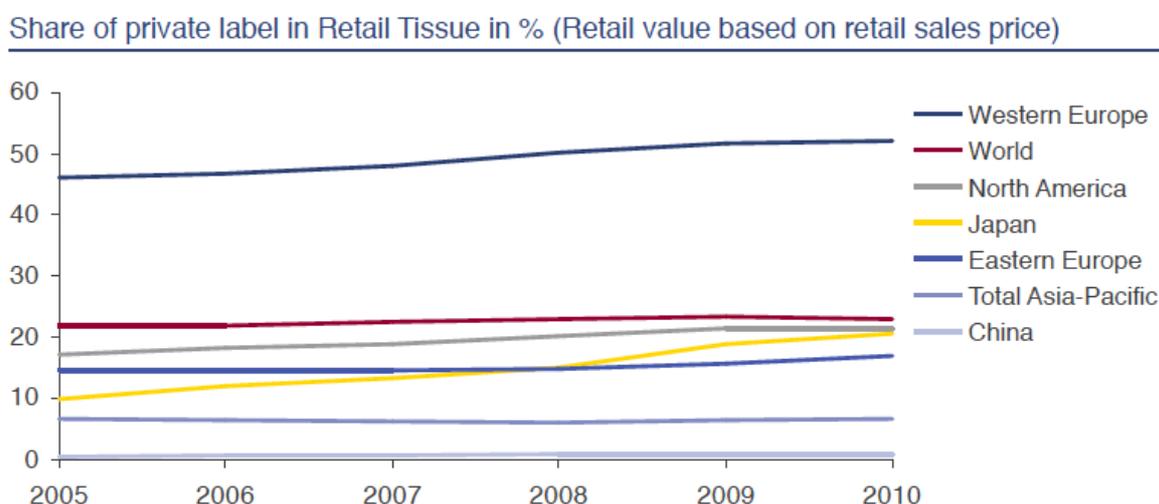
In mio. tonnes



Fonte: Workshop Fibria-ABTCP, April 30, 2013

Il *private label* è molto popolare in Europa, come si denota dalle quote di mercato riportate nel grafico 23, e sta pian piano affermandosi anche nel Nord America e in Giappone.

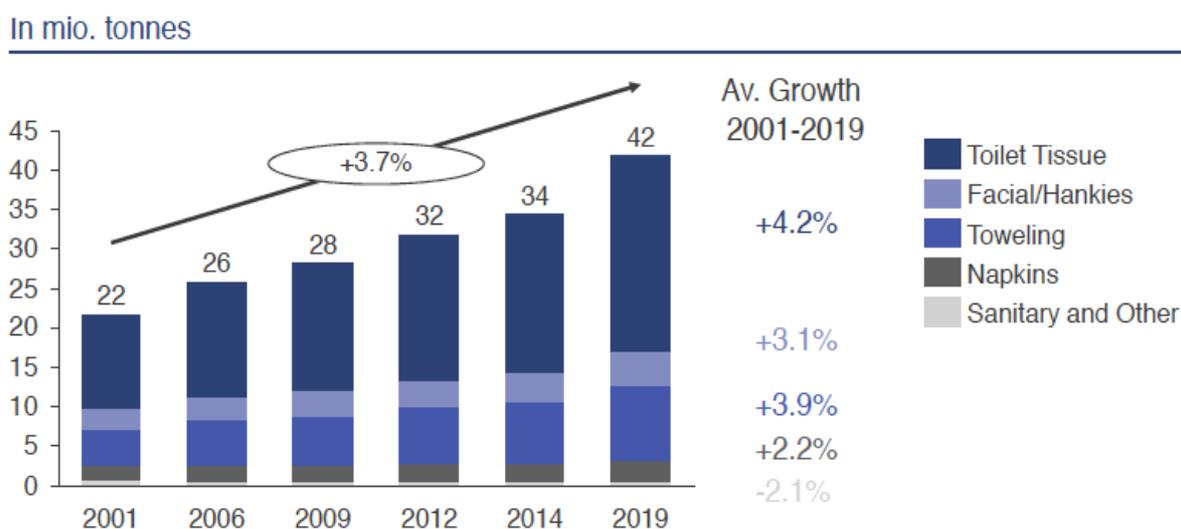
**Grafico 23: Quote del private label all'interno del canale retail del tissue (2005-2010)**



Fonte: Workshop Fibria-ABTCP, April 30, 2013

A livello di prodotti finiti trasformati (*converted goods*), la carta igienica continua a costituire l'articolo più consumato e presenta anche una crescita attesa maggiore (4,2%) rispetto a tutti gli altri prodotti (grafico 24). Seguono, sia per volumi che per tassi di crescita prospettici, gli asciugatutto (3,9%), i fazzoletti (3,1%) e i tovaglioli (2,2%).

**Grafico 24: Consumo storico e previsionale di tissue per prodotto finito (2001-2019)**



Fonte: RISI (Status 2011-02)

Infine, riportiamo nella tabella 15 una panoramica dei principali produttori di carta *tissue* nel mondo, ordinati per capacità produttiva espressa in migliaia di tonnellate annue. Stando alle rilevazioni del 2013, sul podio salgono Kimberly-Clark (USA), SCA (Svezia) e Georgia-Pacific (USA), con quote di mercato comprese tra il 9% e il 12%; dopodiché seguono altri tre *big player* di rilievo tra cui Asia Pulp & Paper (Indonesia), Procter & Gamble (USA), e la “nostra” Sofidel (Italia). Fra gli altri produttori significativi ricordiamo in ordine di *market share* Hengan (Cina), CMPC Tissue (Cile), Metsä Tissue (Finlandia) e Vinda Paper (Cina).

**Tabella 15: Competitors mondiali nel settore del tissue (2013)**

Rank	Azienda	Paese	Capacità produttiva annua (t)
1	Kimberly-Clark (K-C)	USA	3.738.000
2	Svenska Cellulosa Aktiebolaget (SCA)	Sweden	3.428.000
3	Georgia-Pacific (G-P)	USA	2.533.000
4	Asia Pulp & Paper (APP)	Indonesia	1.648.000
5	Procter & Gamble (P&G)	USA	1.430.000
6	Gruppo Sofidel	Italy	1.050.000
7	Hengan	China	918.000
8	CMPC Tissue	Chile	665.000
9	Metsä Tissue	Finland	637.000
10	Vinda Paper	China	635.000

Fonte: Outlook for World Tissue Business 2013 (RISI)

### **5.3 Andamento del settore tissue in Europa**

Nella tabella 16 è riassunto lo scenario competitivo del settore *tissue* europeo nel 2013, in base alla capacità produttiva annua (*paper mill capacity*) dei vari *players*. Come si può agevolmente vedere, il leader indiscusso è SCA, seguito dal Gruppo Sofidel al secondo posto e da Kimberly-Clark al terzo.

In Europa occidentale, nel 2012 i principali Paesi *revenue contributors* all'interno del settore sono la Germania (24%), la Francia (20%) e l'Italia (19%), come riportato dalla figura 9 tratta da Frost & Sullivan.

Il grafico 25 mostra invece le quota di mercato del *private label* (PL) nel periodo 2006-2012 all'interno dei maggiori Paesi dell'Europa occidentale. Da esso si denota come la Germania presenti le percentuali più elevate (83,1% nel 2012), ciò dovuto prevalentemente al fatto che il mercato tedesco è dominato dai discount, quali Aldi e Lidl, che incrementano sensibilmente i volumi (e la quota) del PL. Quote molto alte si registrano anche in Spagna (82,2%), dove le *private label* hanno testimoniato una forte ascesa nel corso degli ultimi anni, e il Belgio (81,3%). In Italia, invece, continua a dominare il *brand* e le percentuali di PL all'interno del mercato del *tissue* restano ancora piuttosto basse pur se in leggera crescita, attestandosi al 36,7% nel 2012.

Come si è visto anche dal grafico 23, mediamente oggi in Europa la marca privata rappresenta il 60% della produzione totale, una porzione di mercato decisamente importante e in crescita, superiore rispetto a tutte le altre aree del mondo.

**Tabella 16: Competitors europei nel settore del tissue (2013)**

Rank	Azienda	Paese	Capacità produttiva annua (t)
1	<b>Svenska Cellulosa Aktiebolaget (SCA)</b>	Sweden	2.477.000
2	<b>Gruppo Sofidel</b>	Italy	982.000
3	<b>Kimberly-Clark (K-C)</b>	USA	788.000
4	<b>WEPA</b>	Germany	601.000
5	<b>Metsä Tissue</b>	Finland	598.000
6	<b>Industrie Cartarie Tronchetti (ICT)</b>	Italy	384.000
7	<b>Lucart Group</b>	Italy	260.000
8	<b>M.C. Tissue (Gruppo Carrara)</b>	Italy	107.000
9	<b>Slovak Hygienic Paper Group (SHP)</b>	Slovakia	102.000

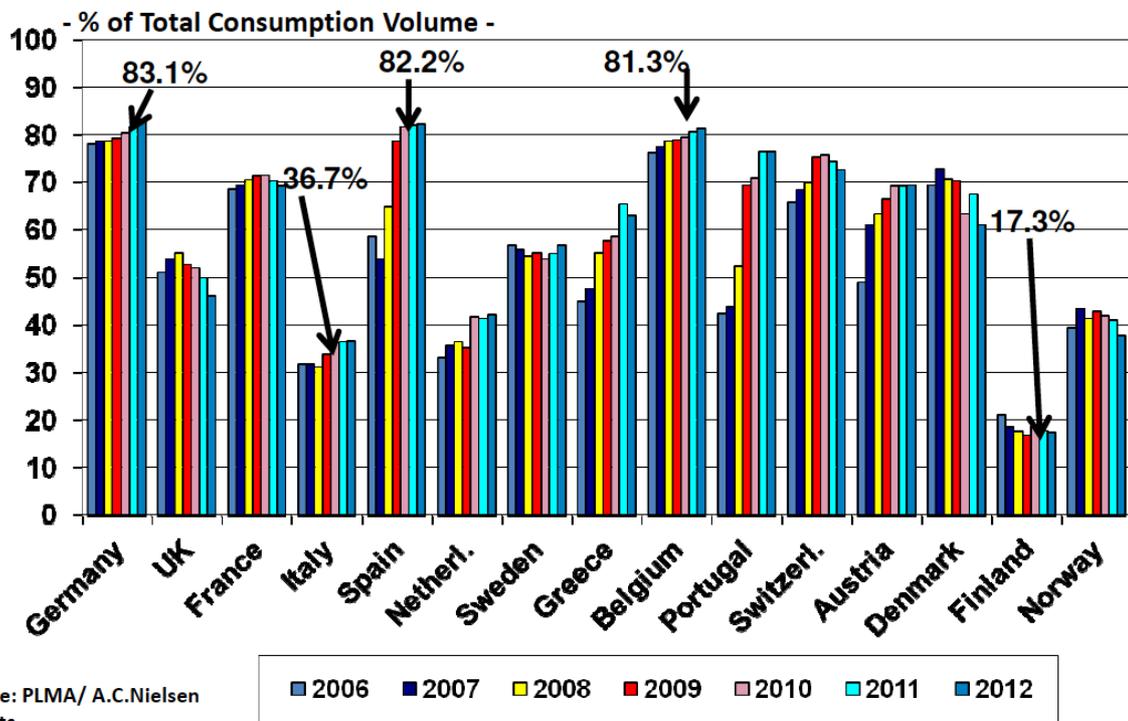
Fonte: Outlook for World Tissue Business 2013 (RISI)

Figura 9: Western European tissue diagnostic market (2012), percent regional analysis



Fonte: Frost & Sullivan

Grafico 25: Quote del private label nei principali paesi dell'Europa Occidentale (2006-2012)



Fonte: RISI

I principali *competitors* europei nel mercato del *tissue* operano sia nella produzione di bobine madri (*parent reel production*), lavoro svolto in cartiera, sia nella trasformazione delle stesse in prodotti finiti (*conversion*), lavoro effettuato in cartotecnica. Nella tabella 17 è riportata, per ogni azienda operante nel settore *retail*, la focalizzazione, più o meno marcata, verso la linea *brand* e verso la linea *private label*. Ad esempio, Kimberly-Clark si concentra quasi esclusivamente sul marchio proprio, dedicandosi in via marginale al PL, SCA suddivide le forze più o meno in modo paritario tra le due linee, Sofidel indirizza circa il 75% della propria produzione verso il PL e il 25% verso il brand, mentre WEPA si specializza quasi esclusivamente sui marchi privati commissionati da terzi.

**Tabella 17: Produzione dei principali competitors europei di LPC**

Competitor	Parent reel production	Conversion	
		Focus	
		Brand	Private label
SCA	✓		
Georgia Pacific	✓		
Kimberly-Clark	✓		
Sofidel	✓		
WEPA	✓		
Metsa	✓		
ICT	✓		
Lucart	✓		

Source: RISI, competitor information, Roland Berger analysis

## 5.4 Andamento del settore tissue in Italia<sup>35</sup>

In Italia il mercato è maturo, con dinamiche promettenti. I prodotti sono di uso quotidiano e vissuti come necessari. Si passa dai tovaglioli ai rotoli da cucina. Le famiglie si riforniscono per l'80% del valore nel canale moderno di vendita al dettaglio (la grande distribuzione organizzata, GDO), il 6% nel tradizionale (supermercato singolo) e il 14% nel discount.

La carta igienica rappresenta quasi il 50% del settore. L'80% delle vendite è collegato ad attività promozionali e i clienti sono poco fidelizzati. La quota di prodotto a marchio di terzi (*private label* o *retailer brand*) è ancora bassa (poco più del 30%) rispetto ad altri paesi europei (in Germania è l'80%). L'innovazione si basa sulle tendenze in atto: attenzione sempre maggiore per la cura del corpo, interesse per il *design* e il bello, crescente sensibilità nei confronti dell'ambiente.

La carta per la casa (bobine, rotoloni,...) costituisce quasi il 25% del mercato *tissue*; non tutte le famiglie acquistano questo prodotto, per cui le possibilità di crescita restano significative. Assorbenza e decoro sono le caratteristiche che guidano l'innovazione di tale prodotto.

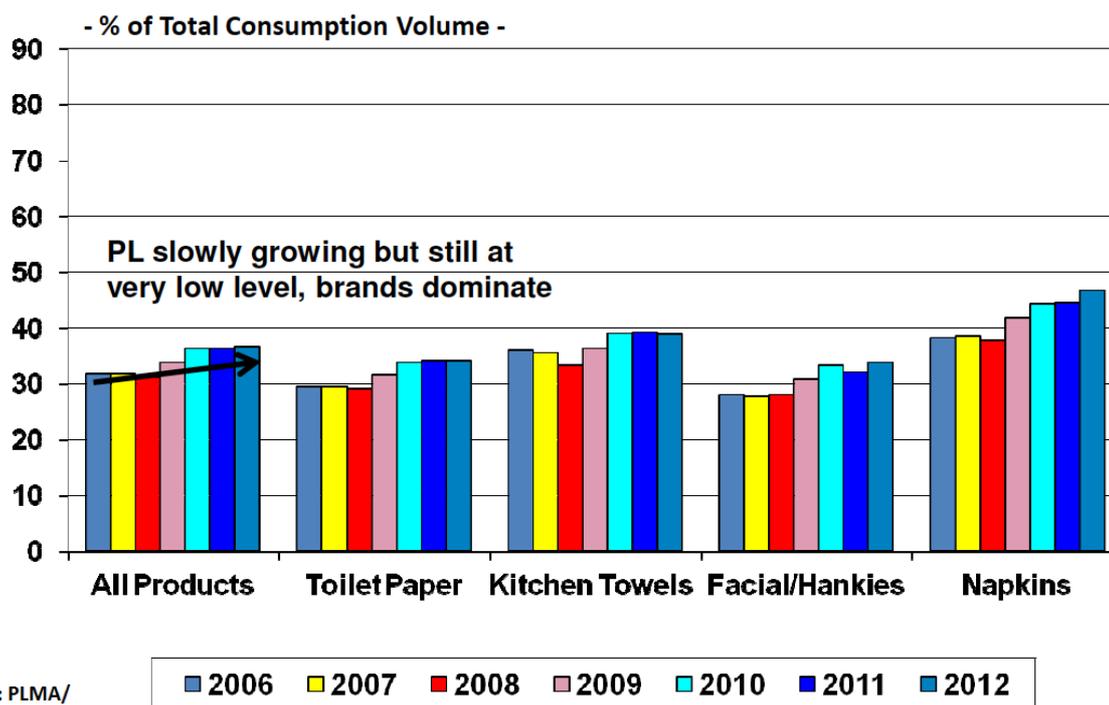
Come desunto anche dal grafico 25 già precedentemente commentato, nel mercato italiano del *tissue* continua a predominare il *brand* rispetto alle *private label*. All'interno di quest'ultima *business line*, i tovaglioli (*napkins*) sono i prodotti maggiormente consumati, con una quota di oltre il 45% nel 2012 (grafico 26).

L'industria della carta è esposta al tema della sostenibilità: taglio delle piante, emissioni di CO<sub>2</sub>, impiego di energia, inquinamento. Molte sono le iniziative dei principali operatori e in tal senso il Gruppo Sofidel si distingue da anni in quanto rappresenta la prima grande azienda italiana, e la prima a livello mondiale nel settore del *tissue*, ad aver aderito al programma del WWF internazionale Climate Savers, investendo ingenti risorse e raggiungendo importantissimi risultati a salvaguardia dell'ambiente. All'interno del paragrafo 6.1 saranno brevemente riportati tali traguardi.



<sup>35</sup> Questa sezione è parzialmente tratta da © Gruppo Ceccarelli Spa 2011.  
[http://www.ceccarelli.it/Repository/files/94\\_244.pdf](http://www.ceccarelli.it/Repository/files/94_244.pdf)

Grafico 26: Quote di private label in Italia per prodotti (2006-2012)



Source: PLMA/  
A.C.Nielsen reports

Fonte: RISI

### 5.5 Il distretto cartario lucchese<sup>36</sup>

Il distretto cartario lucchese comprende 12 Comuni (Capannori, Porcari, Altopascio, Pescia, Villa Basilica, Borgo a Mozzano, Fabbriche di Vallico, Galliciano, Castelnuovo Garfagnana, Barga, Coreglia Antelminelli, Bagni di Lucca) ed ha un'estensione di circa 750 kmq.

Dal punto di vista morfologico l'area è caratterizzata nella parte nord dalla presenza delle Alpi Apuane, che, inserendosi tra il litorale marino e il retropaese appenninico, formano una grande vallata inframontana: la Media Valle e la Garfagnana percorsa dal sistema fluviale del Serchio. La zona a sud risulta invece caratterizzata da una ampia zona pianeggiante di tipo alluvionale, la piana lucchese, che si estende sino al territorio pesciatino della Valdinievole.

Alla ricchezza d'acqua e ai venti di tramontana che caratterizzano queste due aree, oltre che alla posizione baricentrica rispetto all'Italia e al bacino del Mediterraneo, si deve la tradizione secolare, risalente al XIII secolo, della produzione della carta.

In passato, infatti, la risorsa principale per impiantare un opificio da carta era rappresentata dalla presenza sul territorio di un fiume dall'acqua pura e dal flusso uniforme. Il ruolo

<sup>36</sup> Questa sezione è tratta in gran parte da: Camera di Commercio di Lucca e Mastercard & cartone.  
<http://www.lu.camcom.it/economia/welcome.php?sett=3&cambialingua=it>  
[http://www.mastercartalucca.it/?page\\_id=80](http://www.mastercartalucca.it/?page_id=80)

dell'acqua era duplice: da una parte era la forza motrice indispensabile per muovere le macchine della cartiera, le pile a magli e l'olandese; ma nel contempo rappresentava anche una delle più importanti "materie prime" per la fabbricazione della carta a mano, detta anche "al tino".

Il distretto nasce dalla lungimiranza di grandi imprenditori che, negli anni sessanta e settanta, con il loro talento, il loro coraggio e la loro capacità di lavoro lo hanno sviluppato raggiungendo posizioni di avanguardia. "È nostro compito e responsabilità far sì che le straordinarie caratteristiche di questo distretto, il suo *know-how* e la capacità di innovazione, non vadano dispersi e non diventino terreno di conquista estera", ha detto Luigi Lazzareschi, Amministratore Delegato del Gruppo Sofidel, in una recente intervista riportata in Appendice 6. "Sarà la cultura di impresa a giocare un ruolo cruciale nel mantenimento della leadership di questo network unico al mondo". Proprio all'azienda di Porcari sarà dedicata tutta la seguente parte del lavoro inerente il *case study*.

Nel complesso, il settore cartario e cartotecnico del distretto comprende più di 100 aziende, con un fatturato pari a quasi 3.500 milioni di Euro ed un numero di occupati oltre le 6.500 unità. Questi numeri sono solo parte del distretto, che al suo interno annovera anche una componente relativa al settore metalmeccanico, in particolare quello legato alla produzione dei macchinari, con un fatturato di oltre 2.500 milioni di Euro ed un numero di occupati di oltre 8.000 unità.

Il 78% delle imprese è costituito da cartiere che producono carta per ondulatori, *tissue* e cartoni per usi industriali, alimentari e imballi, mentre il restante è costituito da cartotecniche. Il distretto, con circa 900.000 tonnellate annue, detiene il controllo di circa l'80% della produzione nazionale di carta *tissue* (il 17% di quella europea) e, con circa 1.000.000 di tonnellate annue, un valore prossimo al 40% della produzione di cartone ondulato nazionale (il 5% del dato europeo). È stato il *tissue* negli ultimi anni a tenere al riparo dalla crisi il distretto, compensando le battute d'arresto registrate dal cartone per imballaggi, il quale risulta legato strettamente alla congiuntura industriale.

L'industria cartaria e cartotecnica rappresentano, insieme con l'industria metalmeccanica, più del 50% della forza lavoro impiegata ed oltre il 60% del fatturato industriale della provincia di Lucca.

Tutti i dati sin qui riportati inerenti il distretto sono riepilogati nella tabella 18.

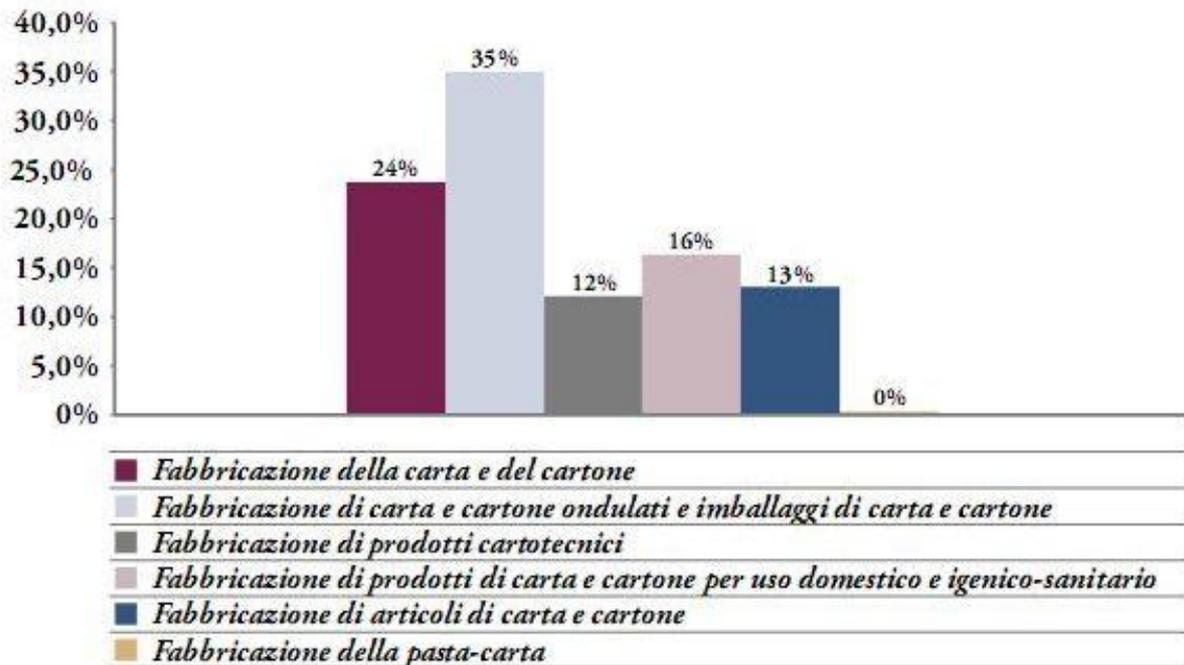
**Tabella 18: Il distretto cartario lucchese**

<b>Dimensioni del distretto</b>	
<b>N° Comuni</b>	12
<b>Estensione territoriale</b>	Circa 750 Km <sup>2</sup>
<b>Settore cartario e cartotecnico</b>	
<b>N° aziende</b>	Oltre 100
<b>Fatturato</b>	Circa 3.500 milioni di €
<b>N° occupati</b>	Oltre 6.500
<b>Quota cartiere</b>	78%
<b>Quota cartotecniche</b>	12%
<b>Comparto del tissue</b>	
<b>Capacità produttiva</b>	Circa 900.000 tonnellate annue
<b>Quota produzione nazionale</b>	80%
<b>Quota produzione europea</b>	17%
<b>Comparto del cartone ondulato</b>	
<b>Capacità produttiva</b>	Circa 1.000.000 tonnellate annue
<b>Quota produzione nazionale</b>	40%
<b>Quota produzione europea</b>	5%
<b>Settore metalmeccanico</b>	
<b>Fatturato</b>	Oltre 2.500 milioni di €
<b>N° occupati</b>	Oltre 8.000
<b>Impatto complessivo del distretto sulla Provincia di Lucca</b>	
<b>Quota forza lavoro impiegata</b>	Oltre il 50%
<b>Quota fatturato industriale</b>	Oltre il 60%

Fonte: nostra elaborazione su dati Camera di Commercio Lucca

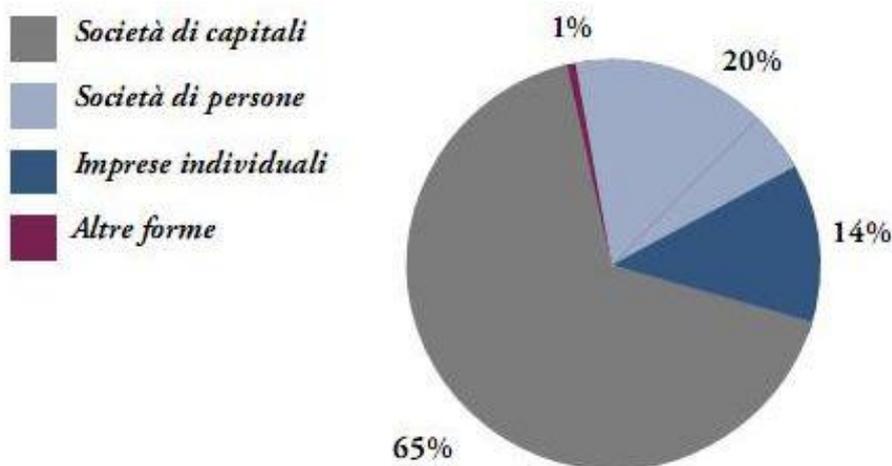
Il grafico 27 mostra la suddivisione delle imprese cartarie del distretto per settore specifico di produzione, mentre il grafico 28 illustra le tipologie di forma giuridica adottate dalle stesse.

Grafico 27: Le imprese cartarie per settore di produzione



Fonte: Camera di Commercio di Lucca

Grafico 28: Le imprese cartarie per forma giuridica



Fonte: Camera di Commercio di Lucca

La progressiva espansione del settore cartario/cartotecnico ha portato all'affermarsi di altri settori collegati quali il settore meccanico, elettronico ed elettrotecnico. Il settore meccanico, nato anch'esso in seguito alla forte presenza di cartiere sul territorio, ha conosciuto un forte sviluppo al punto che può essere adesso definito un motivo di localizzazione. Inoltre, esiste un collegamento tra le imprese del cartario/cartotecnico e le imprese meccaniche in quanto le prime testano il prodotto delle seconde, chiariscono loro problemi tecnici e tali commenti possono dare degli input per lo studio di nuovi macchinari. Le aziende meccaniche locali sono nate come piccole imprese, e hanno un forte collegamento esistente con il settore cartario lucchese per ciò che attiene la manutenzione degli impianti.

Per quanto concerne il *tissue*, il ruolo delle imprese guida è attribuibile ai gruppi aziendali (tra cui Sofidel, Cartiera Lucchese, Industrie Cartarie Tronchetti) attraverso i quali è stata realizzata un'integrazione che va dalla produzione di carta fino alla commercializzazione del prodotto finito. La proprietà di tali gruppi è ancora nelle mani di imprenditori locali anche se ciò non deve far pensare ad aziende che non abbiano saputo raccogliere le sfide del mercato con particolare riguardo a quelle della crescita e dell'internazionalizzazione. Negli ultimi tempi si sta infatti assistendo ad una crescente evoluzione delle maggiori aziende di *tissue* lucchesi sia in campo nazionale, attraverso uno sviluppo costante della loro quota di mercato, che in campo internazionale attraverso la presenza diretta delle società sui mercati strategici esteri (Francia, Germania, Gran Bretagna, Spagna, America). Ciò è giustificato dal fatto che i costi di trasporto del *tissue* (prevalentemente su gomma) pesano molto ed è sconveniente servire clienti lontani più di qualche centinaio di chilometri; l'export del distretto si mantiene infatti tradizionalmente al 20%, diretto in Francia e Germania.

È così che fazzoletti, tovaglioli e carta igienica acquistati in Italia hanno la ragionevole certezza di essere *made in Italy*, semplicemente perché sul mercato non si trovano prodotti concorrenti provenienti da altri Paesi. Qui la concorrenza si fa "in casa", tra produttori vicini di stabilimento, a colpi di innovazione tecnologica e di promozioni commerciali tra marchi come Regina, Foxy, Perla, Tenderly, Tutto, Tempo, oltre che tra le *private label* della grande distribuzione, prodotte sempre nel distretto. E le quote di mercato si conquistano sempre più a suon di acquisizioni, come quella messa a segno dalla Cartiera Lucchese della famiglia Pasquini, che un anno fa ha comprato le attività italiane della multinazionale Georgia Pacific, o come quella effettuata dal Gruppo Sofidel delle famiglie Stefani e Lazzareschi, che ha da poco varcato l'oceano con l'acquisto dell'americana Cellynne Paper Manufacturer, decretando

la nascita della prima vera multinazionale italiana del *tissue*.<sup>37</sup>

I punti di forza dell'impresa lucchese operante nel settore *tissue*, soprattutto se di grandi dimensioni ed appartenente ad un gruppo integrato, sono rappresentati dal fatto che:

- la sua produzione può andare dalla carta al prodotto finito;
- è conosciuta sul mercato e possiede una sua quota;
- ha sviluppato politiche di marketing volte a far conoscere il suo marchio al consumatore finale;
- ha affrontato il problema della crescente forza della grande distribuzione organizzata, conquistandosi i suoi spazi e producendo marchi commerciali;
- ha una buona propensione all'esportazione e può aver adottato un processo di internazionalizzazione;
- possiede macchinari tecnologicamente avanzati rivolti all'abbassamento dei costi di produzione, ad una migliore qualità e alla differenziazione di prodotto;
- può usufruire di un indotto che le pone a disposizione professionalità adeguate, imprese operanti nel settore meccanico che le forniscono macchinari e manutenzione (sia ordinaria che straordinaria), aziende di servizi e aziende di trasporto, oltre alle infrastrutture presenti sul territorio;
- ha sviluppato processi produttivi molto efficienti, come quelli che le permettono di registrare bassi consumi di energia e di acqua.

## **5.6 Le prospettive del settore**

Da un'intervista rilasciata la scorsa primavera al Perini Journal da parte del CEO di Sofidel Luigi Lazzareschi,<sup>38</sup> abbiamo raccolto alcuni interessanti passi, che riportiamo di seguito, inerenti l'attuale scenario competitivo del *tissue*, i *driver* che guidano oggi il settore e le prospettive riguardanti lo stesso nell'immediato futuro. L'articolo integrale è allegato in Appendice 6.

---

<sup>37</sup> Quest'ultima parte è tratta da: Pieraccini S., "I giganti della carta temono solo l'energia". *Il Sole 24 Ore*, 23 novembre 2012. <http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2012-11-23/giganti-carta-temono-solo-064312.shtml?uuid=AbtTpZ5G>

<sup>38</sup> Leonardi M., "Il mondo sostenibile di Sofidel". *Perini Journal, The World of Tissue*, n. 42, March 2014.

“Per molti anni la carta è stata considerata una *commodity* e l’attenzione era concentrata principalmente sulla produzione e la quantità. Una fase nella quale il *driver* fondamentale era costituito dalle innovazioni tecnologiche. Oggi invece sta assumendo maggiore importanza il consumatore, il ruolo di traino del mercato è suo. È lui a indurre i produttori a soddisfare bisogni più mirati, a richiedere performance particolari, a manifestare nuove sensibilità, ad esempio, rispetto all’ambiente.”

“Dal punto di vista dell’innovazione di prodotto, negli ultimi anni l’industria non è stata particolarmente capace di proporre novità di rilievo. Nel futuro, a breve, non prevediamo di realizzare innovazioni tecnologiche significative, ma di concentrarci sulla mappatura e segmentazione dei consumatori in base ai loro bisogni, per identificare prodotti specifici in grado di soddisfare una gamma più estesa di esigenze.”

“Se un tempo il mercato era prodotto-centrico, oggi è caratterizzato dalla centralità del consumatore. È indispensabile allora dialogare con il consumatore e conoscerlo a fondo per offrirgli ciò che realmente desidera e ciò di cui ha bisogno. Lo stesso vale per l’altro nostro interlocutore, la grande distribuzione. Dialogo, ascolto, trasparenza, cultura del servizio sono per noi un impegno prioritario e costante. Così come l’impegno per la sostenibilità, che consideriamo una straordinaria leva di crescita e di sviluppo competitivo.”

“Oggi la vera sfida si gioca sulla qualità e non più sulla quantità. Ieri bisognava produrre, ora bisogna vendere e, in un mercato altamente competitivo, in cui il prezzo rischia di diventare l’unico fattore di scelta, la preferenza del consumatore non può che essere determinata dalla qualità e dalla capacità delle aziende di proporre prodotti che ne soddisfino bisogni ed esigenze.”

“Per quanto riguarda le *private label*, esse oggi rappresentano in Europa oltre il 60% della produzione totale, una fetta di mercato importante e in crescita. Hanno un’identità propria e i loro *competitor* non sono più solo i prodotti di marca, ma anche le altre *private label*. Prima infatti il marchio privato competeva con il *brand* leader di mercato, ora se la deve vedere anche con le altre *private label* di altri distributori. Questo innesca guerre di prezzo, che portano a un marketing più spinto e, in futuro, a una maggior segmentazione dell’offerta in base al *target*. Negli Stati Uniti la marca privata ha un peso inferiore rispetto all’Europa, vale intorno al 25% del mercato, ma sta crescendo a ritmi importanti. Nei prossimi dieci anni crescerà molto e questo implicherà cambiamenti strutturali nella produzione.”

“La globalizzazione ha trasformato molto la struttura produttiva del settore. Il mercato del *tissue* si sta sempre più aprendo. Oggi ci sono molti più attori rispetto a dieci anni fa. Il

quadro generale vede così un numero crescente di produttori attivi contemporaneamente sui diversi mercati. Penso, per esempio, ai produttori asiatici, medio orientali e sud americani che stanno uscendo dai propri confini per affrontare altri mercati. In questo contesto credo che per il mercato, il consumatore e le comunità dove sono attivi gli stabilimenti dobbiamo augurarci che la competizione sia equa e basata su standard accettabili dal punto di vista economico, sociale e ambientale. Che vi sia sì concorrenza, ma basata su una sana competizione, non sul *dumping* sociale o ambientale, né favorita da pratiche non etiche.”



## 6 IL GRUPPO SOFIDEL

---

Il Gruppo Sofidel, S.p.A. a capitale italiano di proprietà delle famiglie Stefani e Lazzareschi, è uno dei leader mondiali nella produzione di carta per uso igienico e domestico. Fondato nel 1966, il Gruppo ha oggi 27 realtà societarie<sup>39</sup> presenti in 13 paesi (Belgio, Croazia, Francia, Germania, Grecia, Italia, Polonia, Regno Unito, Romania, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Turchia) e oltre 5.000 dipendenti. Con un fatturato consolidato di 1.699 milioni di Euro nel 2013, Sofidel occupa oggi la seconda posizione in Europa e la sesta nel mondo per capacità produttiva nel settore del *tissue*.<sup>40</sup>

L'azienda con i suoi 32 stabilimenti copre l'intero ciclo produttivo del *tissue* ed è presente sul mercato con più *brand*, il principale dei quali è indubbiamente Regina (si veda il paragrafo 6.5.1 per una panoramica dei marchi). Il Gruppo opera anche nel settore delle *private label*, molto sviluppato in Europa come evidenziato dal grafico 23 introdotto nel paragrafo 5.2. Esso si riferisce alle marche della grande distribuzione organizzata (GDO), con la quale Sofidel sviluppa importanti e continui rapporti di collaborazione finalizzata alla crescita comune. Infine le ulteriori due *business line* su cui si incentra l'attività dell'azienda fanno capo al mercato dei prodotti per uso non domestico (AFH, *Away From Home*) e a quello delle bobine madri (*jumbo roll o parent reel*). Le linee di business saranno riprese e approfondite nel paragrafo 6.5.

La *tagline* del Gruppo è: "Endless care, innovative life".

Con le parole *endless care* si vuol dare un'idea di lunghezza, convenienza e cura che i prodotti dell'azienda hanno sempre vantato. Con *innovative life* ci si riferisce invece ai benefici complessivi che come azienda, grazie ai suoi prodotti e al suo modo di lavorare, Sofidel può garantire ai clienti, ai consumatori, alla comunità e ai partner.



Endless care, innovative life.

---

<sup>39</sup> Si rimanda alle figure 10 e 11 dei paragrafi 6.3 e 6.4 per una panoramica delle aziende del Gruppo.

<sup>40</sup> Si vedano a tal proposito le tabelle 15 e 16 riportate nel precedente capitolo.

**Tabella 19: Il Gruppo Sofidel oggi (2013)**

---

<b>Holding</b>	<b>Sofidel SpA</b>
<b>Foundation</b>	1966
<b>Shareholders</b>	Famiglie Stefani e Lazzareschi
<b>Chairman</b>	Emi Stefani
<b>Chief Executive Officer</b>	Luigi Lazzareschi
<b>Industry</b>	Tissue
<b>Capacity (tons per year)</b>	1.050.000
<b>Group Companies (n°)</b>	27
<b>Countries (n°)</b>	13 (IT, US, ES, FR, UK, BE, DE, PL, SE, HR, RO, TR, EL)
<b>Plants (n°)</b>	32
<b>Employees (n°)</b>	5.064
<b>Business lines</b>	Brand, Private Label, Away from Home, Jumbo Roll
<b>Main Brands</b>	Regina, Softis, Le Trèfle, Sopalin, Yumy, Soft&Easy, Onda, Volare
<b>Net Sales (€)</b>	1.699.571.000
<b>EBITDA (€)</b>	221.344.000
<b>EBIT (€)</b>	106.377.000
<b>Profit/Loss (€)</b>	63.382.000
<b>Tagline</b>	<i>Endless Care, Innovative Life</i>

---

Fonte: nostra elaborazione

## **6.1 La strategia del Gruppo e i driver competitivi**

Gli obiettivi strategici di breve, medio e lungo periodo di Sofidel sono finalizzati allo sviluppo sostenibile da un punto di vista economico, sociale ed ambientale.

Secondo Luigi Lazzereschi, Amministratore Delegato di Sofidel,<sup>41</sup> sono tre i punti di forza su cui l'azienda ha costruito la propria crescita:

- l'appartenenza ad un distretto cartario forte: “Andiamo fieri della nostra appartenenza al distretto cartario di Lucca e consideriamo un valore aggiunto essere nati in quest'area dove produzione e trasformazione della carta, grazie all'impegno e al talento di molti imprenditori e tanti lavoratori, hanno raggiunto livelli altissimi”;
- la qualità degli *asset*: “Disporre di impianti moderni e performanti è un altro punto fermo del Gruppo, per i vantaggi garantiti sia in termini produttivi che di limitazione degli impatti ambientali”;
- l'internazionalizzazione: l'azienda dalla fine degli anni '90 ha intrapreso un virtuoso percorso di crescita esterna tuttora in atto, testimoniato dalle numerosissime acquisizioni compiute di recente come quella trattata nel presente lavoro avente ad oggetto la britannica LPC. Ciò denota un atteggiamento fortemente ispirato all'internazionalizzazione piuttosto che alla semplice delocalizzazione produttiva, il quale ha permesso al Gruppo di diventare il secondo *player* nel settore a livello europeo, proprio grazie all'acquisizione nel 2010 di LPC Group, e di entrare a competere sul suolo americano in seguito all'acquisto di Cellyne Corporation avvenuto nel 2012.

Sempre Lazzereschi ha affermato che il Gruppo monitora costantemente le proprie performance in base alle tre variabili che decretano il successo di un'attività:

- 1) la crescita: nel caso di Sofidel la crescita è stata costante negli ultimi 20 anni, in termini di quote di mercato, volumi, dipendenti e copertura geografica;
- 2) i risultati economici: il Gruppo sta producendo buoni risultati, ha un discreto EBITDA e i suoi numeri sono al di sopra della media di mercato;
- 3) il ritorno sociale: l'azienda integra la responsabilità sociale nella propria strategia e ne fa un fattore critico di successo.

---

<sup>41</sup> Si veda in merito l'intervista rilasciata dal CEO di Sofidel al Perini Journal, allegata in Appendice 6.

## **6.2 La storia del Gruppo Sofidel**<sup>42</sup>

La storia del Gruppo Sofidel inizia a metà degli anni '60 per volontà dei due fondatori, Emi Stefani e Giuseppe Lazzareschi.

La prima cartiera, chiamata proprio Stefani & Lazzareschi, nasce nel 1966 a Pracando (Villa Basilica), zona con una lunga storia nella produzione della carta, allo scopo di produrre carta crespata monovelo per uso igienico. Nel 1969 a tale produzione viene affiancata quella della carta a doppio velo, realizzata nella nuova cartiera Fine Paper di Porcari (Lucca).

Negli anni '70 il consumo della carta per uso igienico e domestico cresce rapidamente e l'azienda in pochi anni si afferma sul mercato italiano. Questi sono gli anni in cui nascono le prime aziende cartotecniche italiane del Gruppo, la Soffass nel 1972 e la Delicarta nel 1979, che inizia l'attività di export dei prodotti finiti nei Paesi europei.

Nel corso degli anni '80 vengono poste le basi per un'espansione, sia produttiva che di mercato. Nel 1982 nella nuova cartiera Delicarta viene avviata la prima macchina, alla quale ne viene affiancata una seconda, nel 1987, anno in cui Soffass inizia la comunicazione pubblicitaria del *brand* Regina® consolidando la propria immagine.

Nel 1988 nasce Sofidel, l'azienda che ha il compito di coordinare le strategie delle varie aziende e di fornire servizi centrali. L'acronimo nasce dall'unione delle aziende Soffass (SO), Fine Paper (FI) e Delicarta (DEL).

Negli anni '90 il Gruppo intensifica la propria crescita. Nel 1994, con l'avvio della terza macchina nella cartiera Delicarta, la capacità produttiva del Gruppo arriva a 140.000 tonnellate annue.

Nel settembre dello stesso anno inizia la costruzione di Delipapier, l'azienda francese del gruppo che comporta un primo cambiamento strategico: l'avvio della produzione (dal 1999) direttamente nei mercati di sbocco esteri. Quello di Delipapier è anche il primo stabilimento integrato (cartiera più cartotecnica) nella storia del Gruppo.

La strategia degli investimenti produttivi prosegue, nel 2000, all'estero, con la nascita della Delitissue, l'azienda polacca del gruppo impegnata nella produzione (dal 2001) di prodotti finiti destinati ai crescenti e promettenti mercati dell'Est Europa e, in Italia, con l'acquisto della cartiera Fibrocellulosa.

Nel 2001 il Gruppo realizza due importanti azioni di razionalizzazione: ad agosto con la fusione tra Soffass e Fine Paper, nasce la Soffass S.p.A., azienda dotata di cartiera e cartotecnica; nel dicembre dello stesso anno Sofidel S.p.A., da azienda di servizi, diventa

---

<sup>42</sup> Tratto da [www.sofidel.com](http://www.sofidel.com)

*holding* delle società del Gruppo, consentendo di trovare sinergie societarie per le nuove sfide che un mercato sempre più allargato e competitivo richiede.

Gli anni successivi vedono il Gruppo impegnato in nuovi investimenti produttivi. Il 2002 è l'anno dell'acquisizione della Cartiera di Monfalcone (ITA), sinergicamente importante in quanto rivolta ai promettenti mercati balcanici; il 2003 quello di Imbalpaper (ITA), che con i suoi stabilimenti di cartiera e cartotecnica crea importanti sinergie con Papernet nel settore della collettività. Ancora del 2003 è la fondazione di Intertissue (UK), società che consente l'inizio di una penetrazione nel mercato inglese.

Nel 2004 l'espansione produttiva e commerciale viene indirizzata verso altri tre importanti mercati: quello tedesco, principale mercato europeo, con la nascita di Delipapier GmbH in Sassonia e di Delisoft a Colonia; quello spagnolo, con la costituzione di Ibertissue; quello turco, con l'acquisizione della divisione *tissue* della Dentas Kagit e la conseguente nascita della Sofidel Kagit.

La capacità produttiva delle aziende del Gruppo viene successivamente potenziata attraverso l'acquisizione, nel 2006, di una cartotecnica a Buxeuil (FRA), che diventa il secondo stabilimento produttivo della Delipapier, e da una serie di avviamenti produttivi (tra il 2004 ed il 2006) negli stabilimenti di Delipapier, Intertissue, Delipapier GmbH e Ibertissue che permettono al Gruppo Sofidel di porsi come punto di riferimento essenziale nei vari mercati nazionali e come vero e proprio *player* europeo.

L'anno 2007 è stato il primo in cui gli stabilimenti produttivi avviati nel 2006 hanno prodotto interamente, per dodici mesi, al massimo della loro capacità produttiva, portando la produzione del Gruppo da 458.000 a 583.000 tonnellate annue. Nel luglio 2007 viene definita l'acquisizione del pacchetto azionario del Gruppo Werra, costituito da sette società situate a Wernshausen, nella Turingia tedesca, che con una capacità annua di 100.000 tonnellate permettono al Gruppo di avere un completamento della gamma della propria offerta sui mercati tedeschi, nonché di avere un'azienda posizionata nel centro dell'Europa, con ampie prospettive sinergiche dal punto di vista logistico.

Tra il dicembre 2007 e il gennaio 2008 il Gruppo Sofidel ha acquistato il marchio Softis®, marchio leader dei fazzoletti di carta sul mercato tedesco.

Nel novembre 2008 Sofidel aderisce al programma del WWF Climate Savers. Climate Savers propone alle grandi aziende di adottare volontariamente piani di riduzione delle emissioni di gas serra, attraverso strategie e tecnologie innovative che consentono loro di assumere il ruolo di leader nella riduzione delle emissioni di CO<sub>2</sub> in un determinato settore. Il

Gruppo diventa la prima azienda italiana, e la prima a livello mondiale del comparto *tissue*, a prendere parte al programma.

Nel novembre del 2009 Sofidel S.p.A. ha acquisito l'azienda greca Papyros, situata nella città di Katerini vicino a Salonicco, mentre nel mese di dicembre è avvenuta l'acquisizione dei marchi Le Trefle® e Sopalin®. La marca Le Trefle con i suoi oltre cento anni di vita è una delle più longeve di sempre fra quelle dei prodotti *tissue*. A marchio Le Trefle vengono oggi commercializzate una varietà di carte igieniche reperibili nella gran parte della distribuzione francese.

I primi mesi del 2010 hanno visto la nascita in Croazia di Sofidel Papir, nuova realtà aziendale con sede a Zagabria voluta per coordinare e omogeneizzare al meglio le politiche commerciali nell'area dei Balcani (Croazia, Slovenia, Serbia, Montenegro, Macedonia ed Albania).

Nel maggio 2010, attraverso la sua controllata polacca, Delitissue Sp. Zo., il Gruppo acquisisce il 29,93% del capitale di Comceh S.A., una delle maggiori società rumene dell'industria cartaria. Localizzata fra Bucarest e Costanza, vicina al confine Bulgaro, è in una posizione ideale per fornire i Paesi del sud-est europeo.

Nel giugno 2010 Sofidel acquista LPC Group, con sede a Leicester (GB) e fabbriche attive in quattro Paesi europei (oltre a GB, Svezia, Belgio e Francia). LPC ha una capacità produttiva di 190.000 tonnellate. Grazie a questa acquisizione il Gruppo Sofidel diventa il secondo più grande *player* europeo. Proprio su questa operazione di acquisizione si incentrerà il *case study* presentato nel prosieguo del lavoro.

Dal primo giugno 2011 le attività delle società Kamns Papermill Ltd e LPC Ltd (UK) si sono fuse nella società LPC Group Ltd, che a sua volta viene rinominata Sofidel UK Ltd.

Il 20 settembre 2011 il Gruppo Sofidel ha presentato alla fiera internazionale CMS (Cleaning Management Services) di Berlino "Papernet", il nuovo *brand* per il mercato *Away-From-Home*. Con "Papernet" Sofidel si posiziona come la miglior scelta di igiene sostenibile.

A partire dal primo di dicembre 2011 Imbalpaper S.p.A. e Papernet S.p.A. sono incorporate in Delicarta S.p.A.

Nel mese di agosto 2012 Sofidel Group ha acquisito Cellynne Corporation (USA). La società gestisce tre stabilimenti di produzione situati strategicamente in tutti gli Stati Uniti: uno integrato a Haines City (Florida) e due impianti di trasformazione, a Green Bay (Wisconsin) e Henderson (Nevada), con una capacità produttiva di oltre 70.000 tonnellate per anno. L'acquisizione segna l'ingresso dell'azienda nel mercato statunitense. Cellynne

viene rinominata come Sofidel America e il Gruppo supera la capacità produttiva di 1.000.000 di tonnellate annue.

A partire dal primo di giugno 2012 LPC France è incorporata in Delipapier Sas e quest'ultima ha ora tre stabilimenti presenti in Nancy, Buxueil e Roanne.

Nel novembre 2012 il Gruppo Sofidel, tramite la sua controllata polacca Delitissue Sp. Zo., ha acquisito il restante 70% del capitale sociale di Comceh S.A..

Nell'aprile 2013 Sofidel acquisisce alcuni marchi del canale *consumer* per il Regno Unito e la Repubblica d'Irlanda e la licenza per la commercializzazione di altri importanti marchi dello stesso canale in Belgio, Olanda e Lussemburgo. I marchi sono Thirst Pockets, KittenSoft, Inversoft e Nouvelle Soft per il Regno Unito e la Repubblica d'Irlanda, mentre Lotus e Moltonel per Belgio, Olanda e Lussemburgo. L'accordo comprende anche le attività dello stabilimento di trasformazione SCA di Horwich, fra Liverpool e Manchester, nel Regno Unito.

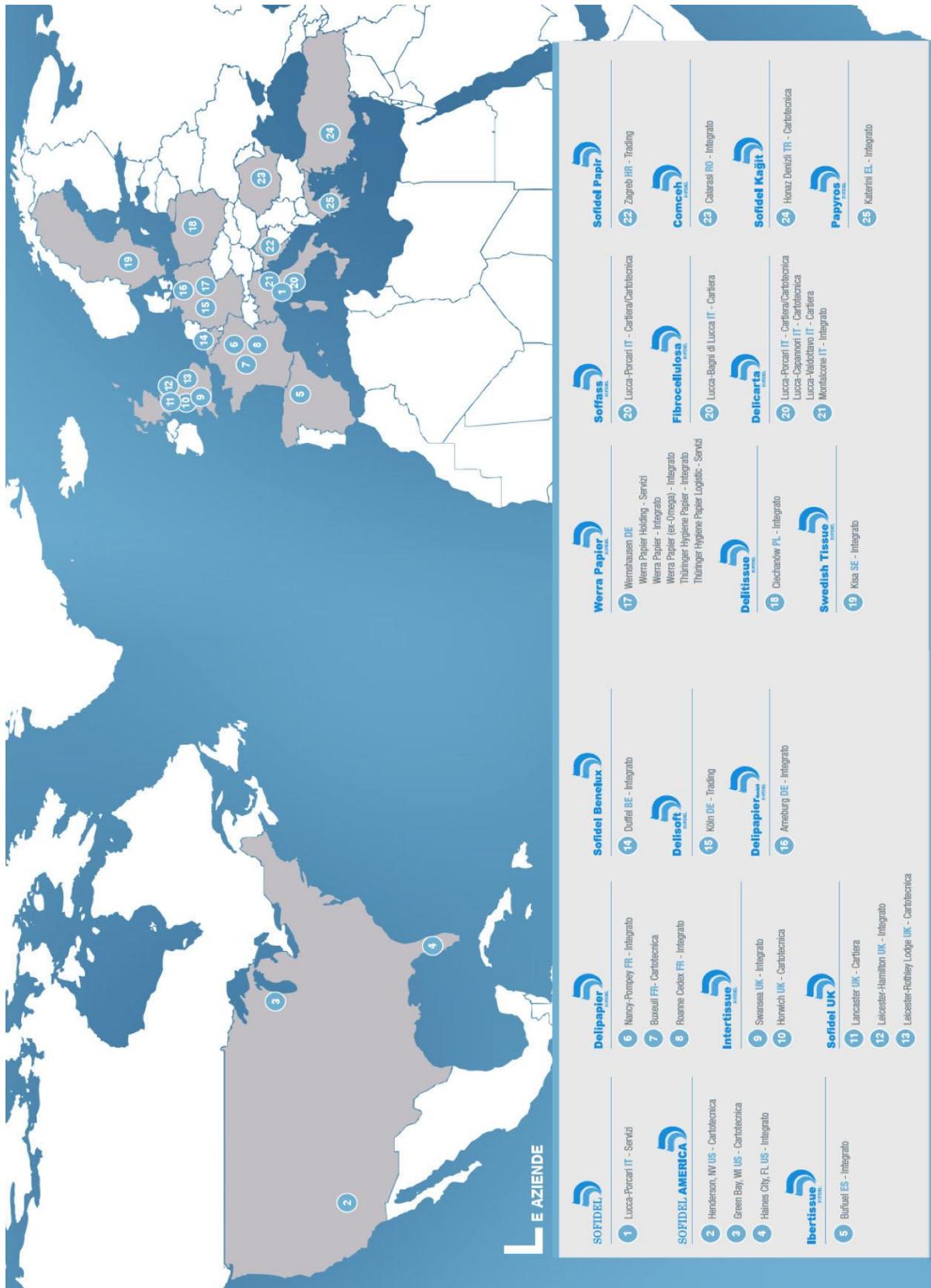
Nell'ottobre 2013 Sofidel ha acquisito la cartiera NTG Ltd in Gran Bretagna. L'impianto localizzato nel nord ovest dell'Inghilterra, nell'area di Lancaster, ha una capacità produttiva intorno alle 32.000 tonnellate annue. E' un intervento che consente a Sofidel di ottimizzare l'attività dei suoi impianti di trasformazione in Gran Bretagna. Dal primo dicembre, NTG Papermill Limited è stata incorporata in Sofidel UK e quest'ultima ha ora tre siti produttivi: una cartiera nella zona di Lancaster, un impianto integrato a Leicester (Hamilton Industrial Park) e un impianto di conversione a Leicester (Rothley Lodge).

Nel marzo 2013 Sofidel ha annunciato che l'obiettivo di ridurre in cinque anni le proprie emissioni di CO2 dell'11%, assunto nel 2008 con l'adesione al programma internazionale del WWF Climate Savers, è stato raggiunto. A tal fine sono stati investiti in cinque anni oltre 25 milioni di Euro e il risultato certifica 186.000 tonnellate di anidride carbonica in meno in atmosfera, più o meno l'equivalente di quanto emesso in Italia da 150.000 famiglie di 4 persone in un anno per i consumi elettrici.

A partire dal primo maggio 2014 Fibrocellulosa è incorporata in Delicarta S.p.A. e quest'ultima ha adesso stabilimenti in cinque sedi: Porcari, Tassignano, Val Fegana, Valdottavo e Monfalcone.

## 6.3 Le aziende del Gruppo

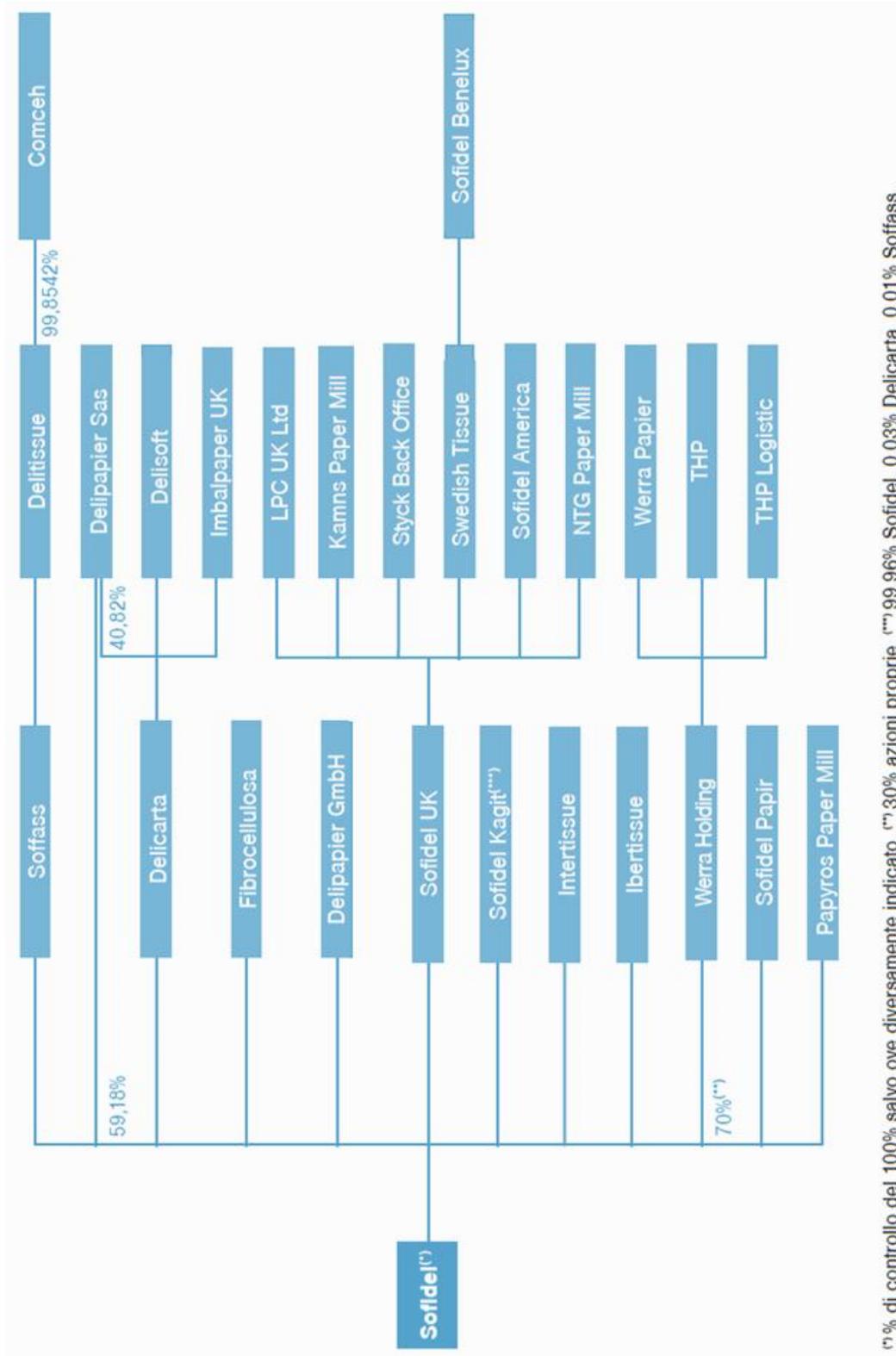
Figura 10: Collocazione geografica delle aziende del Gruppo



Fonte: Bilancio Integrato Gruppo Sofidel 2013

## 6.4 Organigramma di gruppo

Figura 11: Organigramma del Gruppo Sofidel



Fonte: Bilancio Integrato Gruppo Sofidel 2013

## 6.5 Linee di business

Sono quattro le *business line*, o gamme, presidiate dall'azienda: *Brand* (prodotti a marchio proprio), *Private Label* (prodotti a marchi di terzi privati), *AFH* (prodotti per uso non domestico) e *Jumbo Roll* (bobine madri, semilavorati destinati alle cartotecniche).

### 6.5.1 Brand

Da diversi anni il Gruppo Sofidel è presente sui principali mercati europei con la marca Regina®, forte di un assortimento completo di carta igienica, asciugatutto, tovaglioli, fazzoletti e veline. Tra i prodotti leader ricordiamo: Rotoloni, Carta Camomilla, Asciugoni Regina di Cuori, Blitz.

In alcuni Paesi il marchio Regina® è affiancato da altri *brand* acquisiti nel corso degli ultimi anni, come ad esempio Soft&Easy® in Polonia, Yumy® in Turchia, Onda® e Volare® in Romania, Softis® in Germania ed Austria, Le Trèfle® e Sopalin® in Francia (si veda la figura 12 riportata a breve).

Il 2013 è stato un anno storico per le vendite dei prodotti a marchio proprio con una crescita a volume superiore al 15%. L'elemento trainante di questa crescita è stata l'acquisizione delle ex attività della Georgia Pacific dalla svedese SCA, la quale acquisizione ha influito principalmente sul mercato UK e irlandese (attraverso i *brand* Thirst Pocket, Nouvelle e Kittensoft) e sul mercato belga (grazie alla licenza triennale dei marchi Lotus e Moltonel).

Inoltre, i buoni risultati del *brand* Regina® in paesi come Regno Unito, Polonia, Turchia ed Austria, non solo hanno compensato alcune flessioni registrate in Italia, Germania e Romania, ma hanno anche garantito una crescita di volume complessiva del marchio intorno al 3,5%.

La gamma di prodotti innovativi, caratterizzati da un ottimo rapporto qualità/quantità-prezzo e accompagnati da una mirata attività di comunicazione, ha favorito la continua fidelizzazione dei consumatori, con risultati di rilievo.



Figura 12: Alcuni brand del Gruppo Sofidel



Fonte: Bilancio Integrato Gruppo Sofidel 2013

Ormai famosa è la *testimonial* della carta igienica Regina® Carta Camomilla, “Milla la formica”, che domina con le sue rinnovate vesti stagionali i prati dell’azienda Soffass a Porcari (LU), rendendosi ben visibile dall’autostrada A11. Una scelta di marketing vincente quella del Gruppo Sofidel, che ha riservato all’eroica formica un proprio sito *web*, [www.ilmondodimilla.it](http://www.ilmondodimilla.it), e alla quale è stata di recente dedicata anche un’*app* personalizzata, disponibile per iPhone, iPad e Android.



### 6.5.2 Private Label

Il Gruppo Sofidel è saldamente presente sul mercato dei marchi privati, rappresentando da molti anni un importante e qualificato interlocutore della Grande Distribuzione Organizzata (GDO). L'azienda presidia la fascia alta del mercato (Premium e Luxury), proponendo prodotti innovativi che utilizzano spesso brevetti registrati dalla stessa Sofidel o tecnologie quali il Through Air Drying (TAD).

I Paesi principali in termini di volumi di vendita dei prodotti appartenenti al canale *private label* (PL) restano UK, Francia e Germania. Nel 2013, soprattutto nel mercato UK e Repubblica d'Irlanda, si è registrata una ulteriore crescita del marchio Nicky, la cui gamma di prodotti è saldamente presente sui due mercati nella fascia di prezzo medio. In Italia il marchio Nicky ha sostanzialmente mantenuto le quote di mercato nonostante una piccola riduzione di volumi, mentre in Spagna è stata riscontrata un'interessante crescita. Altri marchi quali Valenty, Florex, Dayly, Temis e Tyril sono utilizzati come "marchi di supporto" per la grande distribuzione, forniti in attesa che la stessa metta appunto il proprio marchio.



### 6.5.3 Away From Home (AFH)

Nel canale Away-from-Home, Sofidel è presente sia in Europa con il marchio Papernet – Sustainable Hygiene, sia in USA con i marchi Heavenly Choice, Heavenly Soft, Confidence e Cellysoft. L'orientamento in Europa è di posizionarsi sul canale indiretto in primis nell'area bagno, forti di un assortimento che spazia dalle più tipiche *commodity* a prodotti a valore aggiunto della linea Papernet Tech come Biotech (una carta igienica igienizzante in esclusiva europea), Drytech (una linea di prodotti *tissue* altamente performante grazie al TAD e altre tecnologie) e Hytech (la nuova linea di *dispenser* proprietari). Il nuovo posizionamento sta permettendo all'azienda di rafforzarsi sui mercati internazionali e di intraprendere partnership importanti per sviluppare business anche con prodotti *premium*.

Il 2013 per la divisione AFH è stato un ulteriore anno di consolidamento che ha portato a raggiungere la cifra di 12 milioni di Euro di fatturato con una crescita di circa l'8%. La

strategia anche per il 2013 è stata quella di mantenere la concentrazione sui clienti internazionali nel canale Office (Office depot, Staples ed Adveo), mentre nel canale distributivo la massima concentrazione va verso il gruppo di distributori associati Europeo Inpacs e la società quotata Bunzel.

Nel canale ingrosso del *cleaning*, per incrementare la vendita dei prodotti Papernet, l'attività è stata rivolta ai grandi clienti utilizzatori finali quali catene di hotel, ristoranti, ospedali, grandi imprese di pulizia e grandi aziende.



#### 6.5.4 Bobine (jumbo roll)

Questo canale è rappresentato dalle vendite dirette ad aziende trasformatrici terze dei semilavorati (*jumbo roll* o *parent reels*) non utilizzati da Sofidel nella lavorazione interna. Per il Gruppo quello delle bobine è un mercato complementare, in quanto serve per poter sfruttare appieno la capacità produttiva delle macchine in cartiera. Le vendite al mercato, quindi, sono effettuate per ottimizzare la produzione di carta (*paper milling*) e ottenere un livello ottimale di scorte in magazzino.

## **6.6 Alcuni indicatori economici**

**Tabella 20: Principali dati e indicatori del Gruppo riferiti agli ultimi 3 anni**

<b>Principali dati economici (€.000)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<i>Net sales</i> (Ricavi delle vendite)	1.455.632	1.511.248	1.699.571
EBITDA (Margine Operativo Lordo)	182.125	207.570	221.344
EBIT (Margine Operativo Netto)	82.353	101.007	106.377
EBT (Risultato ante-imposte)	58.440	71.716	87.159
Risultato netto complessivo	36.041	50.021	63.382

<b>Principali dati patrimoniali e finanziari (€.000)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Capitale investito netto (CIN)	1.221.054	1.260.437	1.298.087
Patrimonio netto complessivo (PN)	433.891	488.274	540.212
Posizione finanziaria netta (PFN)	(726.675)	(716.223)	(706.472)
<i>Cash flow</i> operativo netto	180.052	203.020	210.273
<i>Free cash flow</i>	100.459	168.890	64.149
Investimenti netti in beni immateriali	3.930	2.669	36.814
Investimenti netti in beni materiali	78.887	33.543	109.950

<b>Principali dati operativi</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Dipendenti (media dell'anno)	-	-	5.010
Dipendenti a fine esercizio	-	-	5.064

<b>Principali indicatori</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
EBITDA / <i>Net sales</i>	12,51%	13,75%	13,02%
ROS ("Return on sales") (EBIT / <i>Net sales</i> )	5,66%	6,68%	6,26%
ROI ("Return on investment") (EBIT / tot. Impieghi)	5,03%	6,12%	6,16%
ROE ("Return on equity") (Risultato netto / PN)	8,31%	10,24%	11,73%
<i>Cash flow</i> operativo netto / <i>Net sales</i>	12,37%	13,43%	12,37%
<i>Free cash flow</i> / <i>Net sales</i>	6,90%	11,18%	3,77%
PFN / EBITDA	(3,99)	(3,45)	(3,19)
PFN / PN	(1,67)	(1,47)	(1,31)

Fonte: Bilanci integrati Gruppo Sofidel 2011, 2012, 2013

## 6.7 Andamento e composizione del fatturato

Il grafico 29 mostra l'andamento storico del fatturato di Sofidel dal 2000 ad oggi, il quale ha palesato una crescita vertiginosa negli ultimi tredici anni. L'incremento notevole registrato nel 2010 è principalmente dovuto all'acquisizione di LPC di cui parleremo nel *business case*.

Grafico 29: Andamento del fatturato del Gruppo Sofidel (2000-2013)



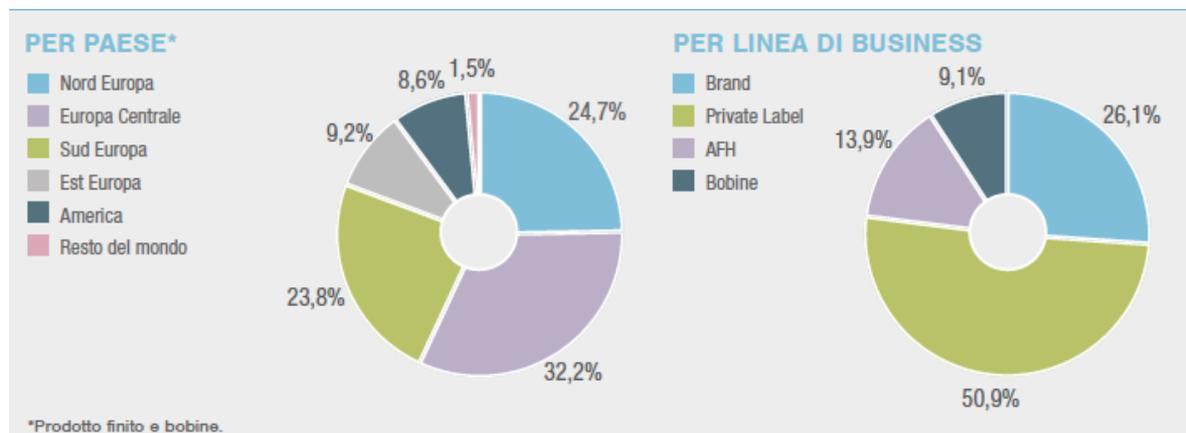
Fonte: [www.sofidel.it](http://www.sofidel.it)

Come evidenziato dal grafico 30 di seguito riportato, nell'anno 2013 l'area di maggiore concentrazione delle vendite di prodotti finiti e semilavorati (bobine) è rappresentata dall'Europa centrale (32,2%), seguita dal nord e dal sud Europa (rispettivamente con il 24,7% e il 23,8%). In ascesa il presidio sul territorio americano (8,6%), grazie soprattutto alla recente acquisizione di Cellyne Corporation, successivamente rinominata Sofidel America, che ha consentito l'ingresso del Gruppo nel mercato statunitense. Attualmente, i tre paesi con maggior peso specifico sul fatturato aziendale rimangono Italia, Germania e Regno Unito (UK).

A livello di *business line*, circa la metà del fatturato afferisce alla linea *private label* (50,9%), mentre poco più di quarto (26,1%) riguarda le vendite dei prodotti a marchio proprio

(brand). Infine, l'AFH (*Away From Home*) costituisce il 13,9% del computo complessivo, mentre le bobine (*jumbo roll*) pesano per il 9,1%.

**Grafico 30: Composizione del fatturato Gruppo Sofidel (2013)**



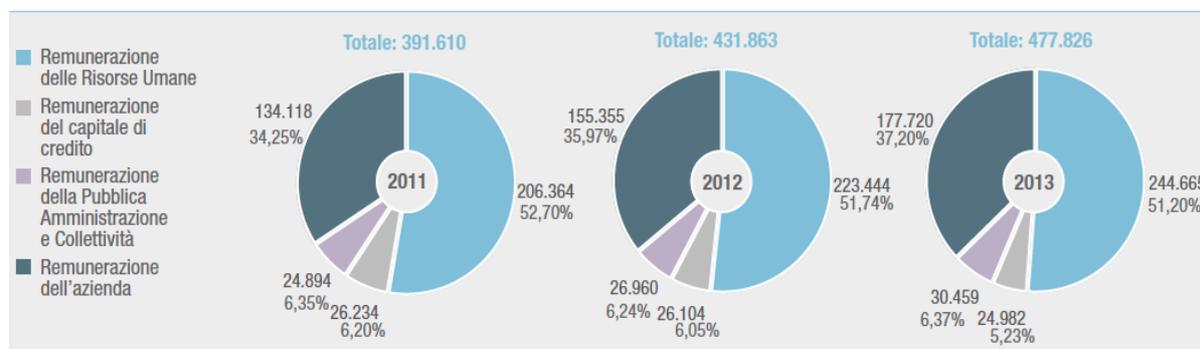
Fonte: Bilancio Integrato Gruppo Sofidel 2013

## **6.8 La creazione e la distribuzione del valore aggiunto**

Il valore aggiunto misura la ricchezza prodotta dall'azienda nell'esercizio, con riferimento agli *stakeholders* che partecipano alla sua distribuzione. La produzione e la distribuzione del valore aggiunto rappresenta il principale tramite di relazione con il bilancio di esercizio.

Il grafico 31 mostra la ripartizione del valore aggiunto negli ultimi tre esercizi, distinguendo fra la remunerazione delle risorse umane, la remunerazione del capitale di credito, la remunerazione della Pubblica Amministrazione e della collettività, e la remunerazione dell'azienda.

**Grafico 31: Ripartizione del valore aggiunto nel Gruppo Sofidel (2011-2013)**



Fonte: Bilancio Integrato Gruppo Sofidel 2013

## **6.9 La gestione delle risorse umane**

Il Gruppo Sofidel valorizza le proprie risorse umane sviluppando una cultura organizzativa che consenta di apportare innovazione e flessibilità, caratteristiche fondamentali per affrontare anche la globalizzazione dei propri mercati.

I valori sui quali Sofidel fonda la politica di gestione delle risorse umane sono: rispetto, trattamenti paritari, sviluppo delle capacità individuali, lavoro di gruppo, apprendimento continuo e comunicazioni aperte. Inoltre, il Gruppo si impegna a garantire lo sviluppo delle competenze del proprio personale, garantendo opportunità di crescita e percorsi formativi.

A fine 2013 il numero totale dei dipendenti del Gruppo Sofidel è pari a 5.064 persone, aumentato di 276 lavoratori rispetto all'anno precedente. L'incremento occupazionale è principalmente dovuto alle nuove acquisizioni in UK, relative ai nuovi siti produttivi di Intertissue Horwich e Sofidel UK Lancaster. Il grafico 32 rileva l'andamento storico dal 2000 ad oggi del numero dei dipendenti dell'azienda; l'incremento vistoso dell'anno 2010 è in gran parte dovuto all'acquisizione del gruppo LPC (il quale registrava 1.120 impiegati nel 2009).

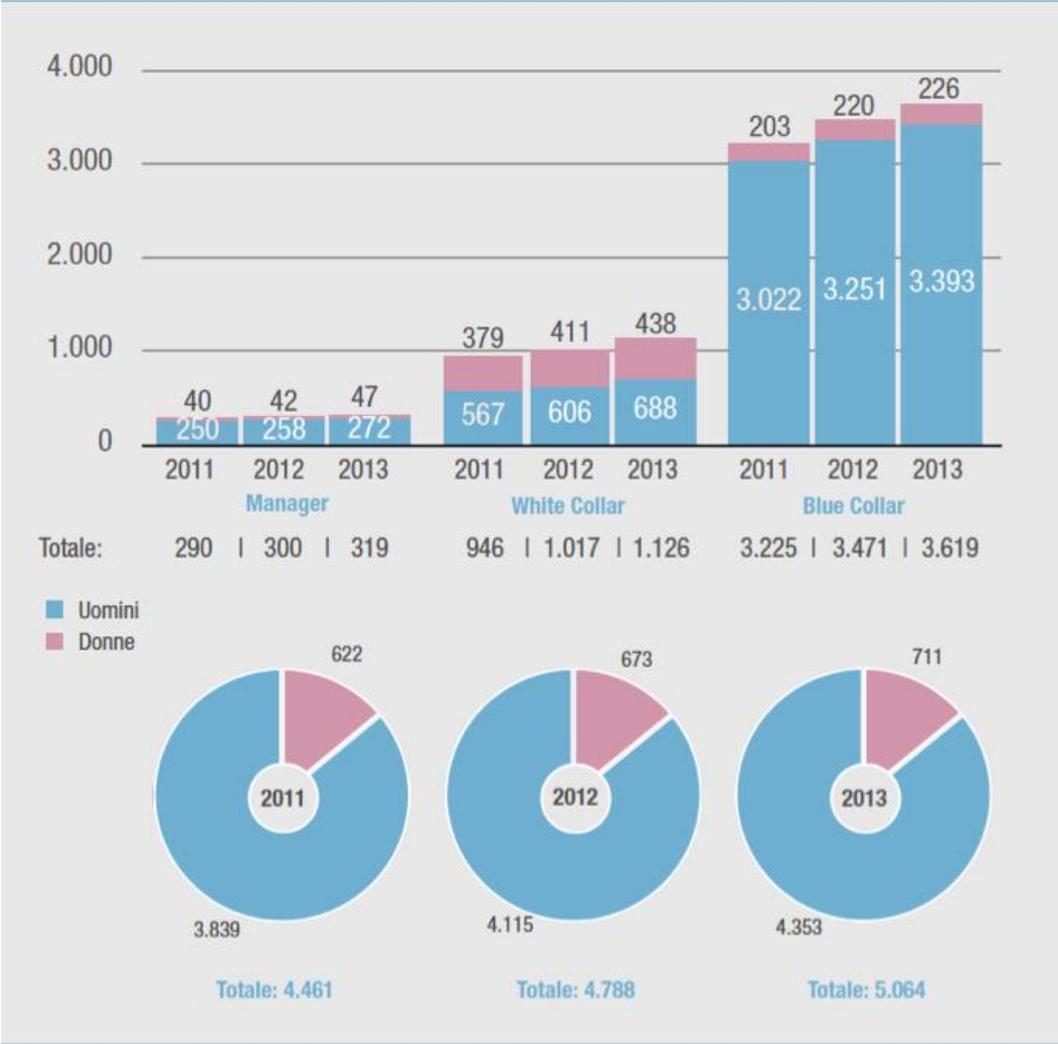
**Grafico 32: Andamento del numero dei dipendenti del Gruppo Sofidel (2000-2013)**



Fonte: [www.sofidel.it](http://www.sofidel.it)

Il successivo grafico 33 mostra la ripartizione negli ultimi tre anni del personale aziendale per qualifica assunta, distinguendo a tal fine tra *manager*, *white collar* (impiegati) e *blue collar* (operai), e genere; la percentuale di personale femminile complessivamente presente nel Gruppo è del 14,04% (711 donne su un totale di 5.064 unità) e la prevalenza di uomini è netta soprattutto tra i *blue collar* (93,76%), a causa delle caratteristiche tipiche delle mansioni svolte dagli stessi.

**Grafico 33: Suddivisione del personale del Gruppo per qualifica e genere (2011-2013)**



Fonte: Bilancio Integrato Gruppo Sofidel 2013

## 7 LPC GROUP

---

LPC Group Plc,<sup>43</sup> con sede a Leicester (UK), nasce come una piccola azienda a conduzione familiare che nel corso di tre decenni si è sviluppata fino a diventare il più grande fornitore del Regno Unito di prodotti *tissue*.

Prima dell'acquisizione subita ad opera del Gruppo Sofidel nel 2010, e la successiva rinomina in Sofidel UK Ltd (2011), l'azienda presentava sette siti produttivi collocati in quattro Paesi diversi (Regno Unito, Francia, Svezia, Belgio) e una capacità produttiva di quasi 190.000 tonnellate all'anno, riportando nel 2009 un fatturato di circa 236 milioni di Sterline nel 2009 e impiegando più o meno 1.120 persone.

### **7.1 Breve excursus storico**<sup>44</sup>

LPC originariamente stava per Leicester Paper Converters e fu creata oltre trent'anni fa dai cinque fratelli Tejani. La famiglia ha le sue radici etniche in India, ma si trasferì nel Regno Unito nei primi anni '70 dall'Uganda, Paese in cui aveva operato nel business del caffè.

Nel Regno Unito i fratelli possedevano una piccola impresa di vendita al dettaglio nella zona di Leicester, la quale attività ad un certo punto (verso il 1980) manifestò problemi di approvvigionamento di prodotti in carta *tissue*. Questo problema portò gli imprenditori a ragionare sulle varie soluzioni percorribili i quali, anziché trovare nuovi fornitori di *tissue*, decisero di iniziare a produrre essi stessi i prodotti in questione, acquistando così la loro prima linea di trasformazione.

Durante gli anni '80 e '90 l'impresa crebbe ad un ritmo accelerato, prima con l'aggiunta di ulteriori *converting lines* e poi, nel 1998, con l'acquisto della prima macchina per la produzione di carta, che aveva lo scopo di fornire e garantire l'approvvigionamento diretto di materia prima. Una seconda macchina seguì poi nel 2002.

Nel 2010 LPC possedeva tre stabilimenti principali nel Regno Unito ed ulteriori tre sedi in Europa continentale, segnatamente a Kisa, in Svezia (acquistata da Duni nel 2002), a Duffel,

---

<sup>43</sup> *Public limited company*, la nostra SpA.

<sup>44</sup> Tratto da Perini Journal, n° 35, settembre 2010.

in Belgio (acquisita da Kimberly-Clark nel 2007) e a Roanne, in Francia (acquisita da SCA nel 2006).

Nel Regno Unito tutti gli impianti produttivi sono tuttora situati vicino a Leicester, il più grande dei quali è il sito di Hamilton che combina sia la cartiera Kamns (proveniente dall'iniziativa dei cinque fratelli Tejani) che una grande cartotecnica nelle vicinanze; la trasformazione dei prodotti finiti iniziò nel 1993, mentre la produzione di carta nel 1998. In totale, gli stabilimenti nel Regno Unito si estendono per circa 1,5 milioni di metri quadrati di superficie.

La cartotecnica New Star Road fu inaugurata nel 2000 ed è specializzata nella produzione di fazzoletti e tovaglioli, con una capacità di 20.000 tonnellate annue.

Il sito più impressionante, visto sia dall'interno che dall'esterno, è l'impianto di conversione ultra moderno Rothley Lodge che ha aperto nel 2006. Costruito con colori verdi e beige in modo da fondersi perfettamente con il paesaggio inglese e la fauna selvatica situata proprio dietro l'impianto, Rothley Lodge produceva circa 60.000 tonnellate di carta igienica e asciugatutto nel 2009 presentando ulteriore spazio disponibile per una nuova macchina continua.

LPC arrivò a conquistare nel corso degli ultimi anni una posizione di leader nel mercato britannico dei prodotti *tissue* venduti con il marchio del rivenditore (*private label*), all'interno del quale i principali concorrenti erano rappresentati da SCA e Georgia Pacific.

Un settore in cui LPC non si è invece distinto è quello dell'*Away-from-Home* (AFH). I vertici del Gruppo maturarono la decisione strategica di uscire da tale linea di business perché si resero conto di non poter competere in modo adeguato in esso. L'amministratore delegato (CEO) Peter Spencer giustificò la scelta riconoscendo che l'AFH presenta caratteristiche troppo diverse e dispersive rispetto al modello di business perseguito dall'azienda: volumi molto piccoli, pallet misti e un necessario elevato numero di clienti, aspetti tali da non ritenere l'investimento in esso una scelta strategicamente valida per il Gruppo.<sup>45</sup>

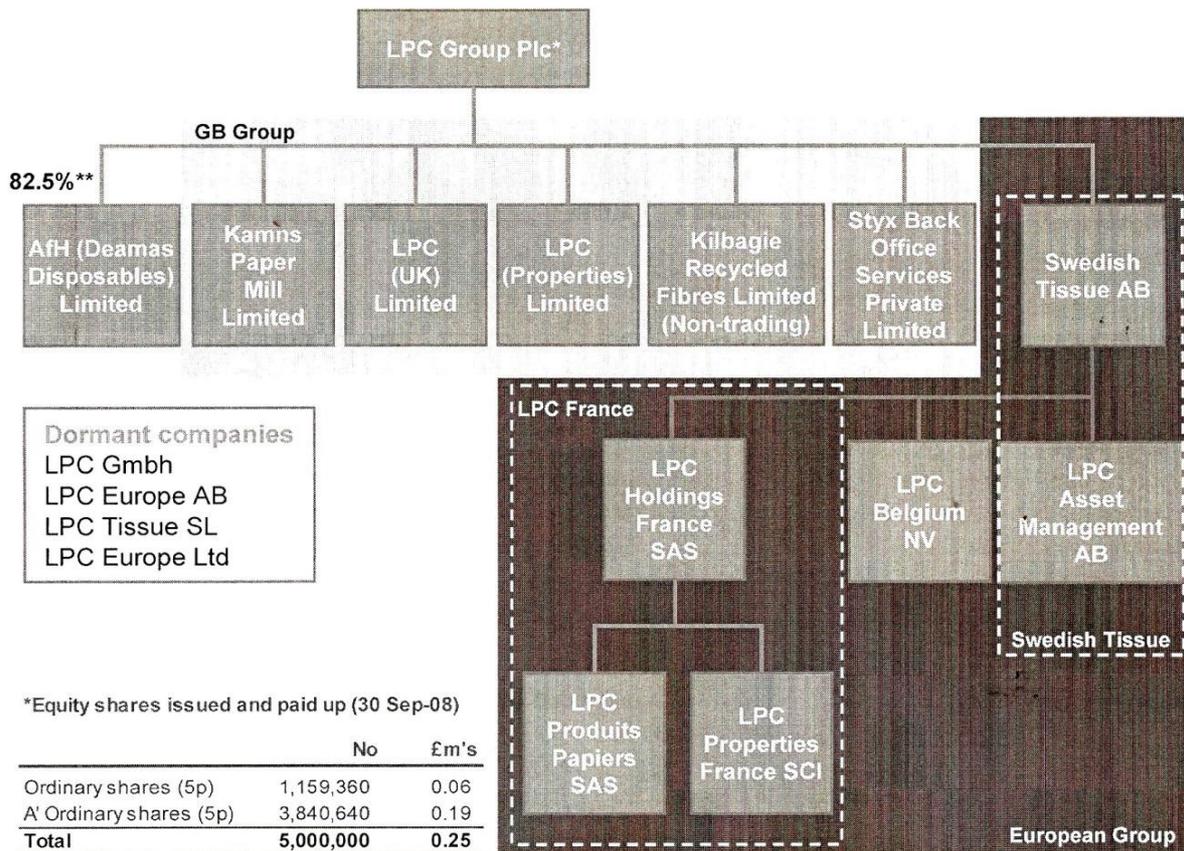
---

<sup>45</sup> Perini Journal, n° 35, settembre 2010.

## 7.2 Organigramma di gruppo

Il Gruppo LPC all'epoca dell'acquisizione era composto da quattro divisioni (GB Group, Swedish Tissue, LPC Belgium e LPC France), alcune delle quali comprendevano un certo numero di entità legali al loro interno, come desunto dalla figura 13. L'aggregazione delle divisioni dell'Europa continentale costituiva il cosiddetto "European Group".

Figura 13: Organigramma di LPC Group (2009)

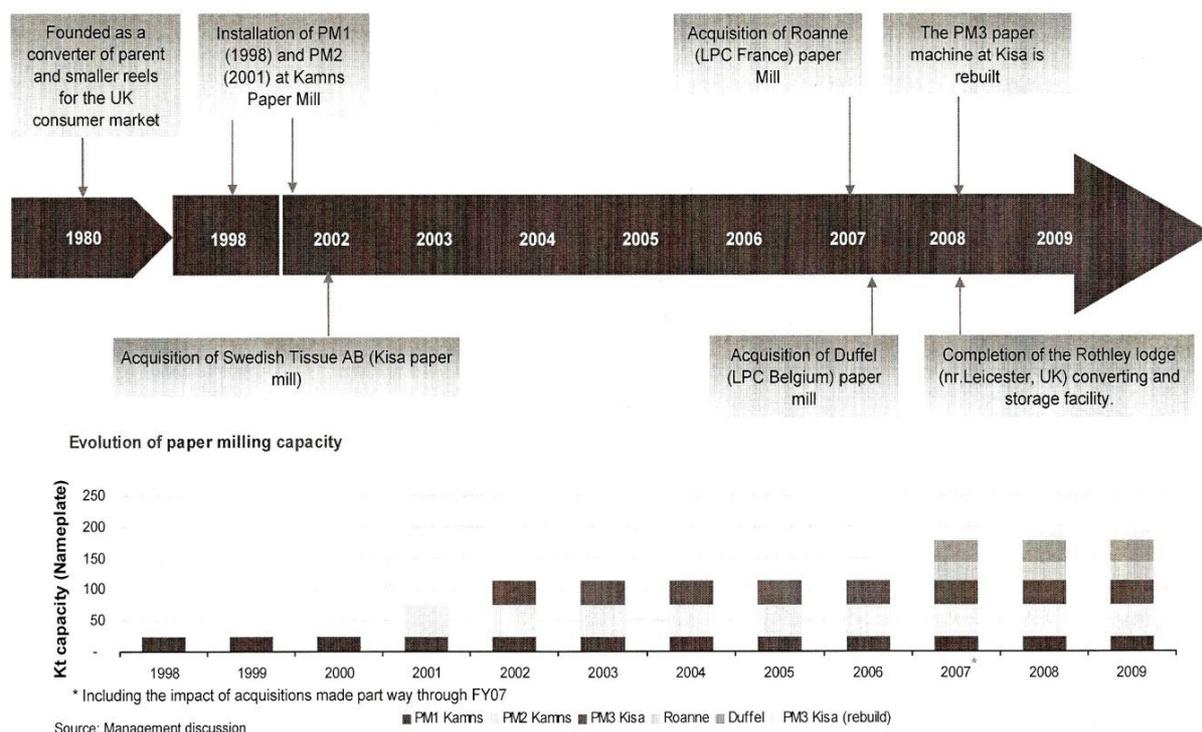


Source: LPC Plc statutory accounts

## 7.3 Evoluzione di LPC negli anni

LPC si è sviluppata principalmente attraverso l'espansione organica nel Regno Unito e le acquisizioni strategiche effettuate in Europa continentale. La figura 14 mostra, in alto, le principali tappe nella storia dell'azienda compiute dal 1980 fino ai giorni nostri e, in basso, la crescita della capacità produttiva complessiva, arrivando nel 2009 a sfiorare le 190.000 tonnellate annue.

**Figura 14: Evoluzione di LPC negli anni**



Fonti interne Sofidel

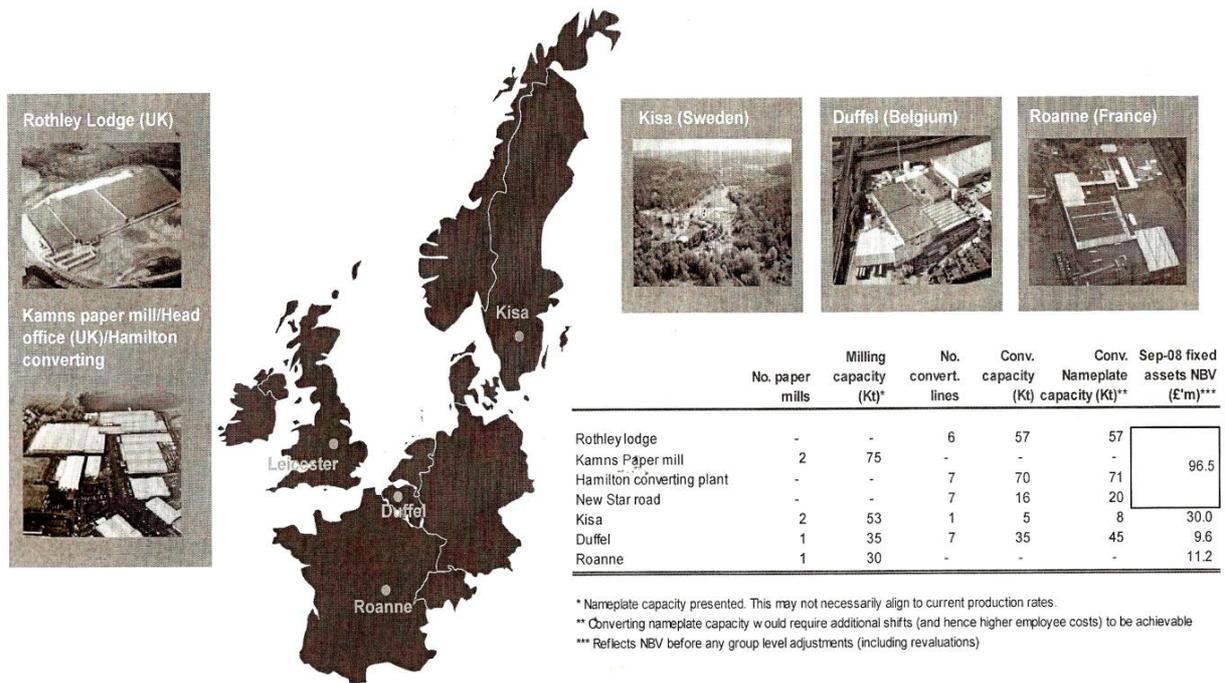
## **7.4 Stabilimenti e processo produttivo di LPC**

Il gruppo produceva (*milling*) e trasformava (*converting*) carta in tutta Europa attraverso i suoi impianti di proprietà, situati nel Regno Unito (Leicester), in Svezia (Kisa), Belgio (Duffel) e Francia (Roanne), come evidenziato dalla figura 15. Dall'approvvigionamento di cellulosa ed energia, anche nelle cartiere di LPC si producevano le bobine madri (*parent reels* o *jumbo rolls*), le quali poi venivano trasformate all'interno delle cartotecniche (*converting*) in prodotti finiti, quali *toilet tissue*, *kitchen towels*, *facial tissue*, e altro.

La figura 16 indica, per ogni sito produttivo del gruppo, il processo lavorativo posto in atto (cartiera o cartotecnica), gli output (prodotti finiti o semilavorati), i principali clienti e alcuni indicatori economici (fatturato, EBITDA) o operativi (personale impiegato), il tutto con riferimento all'anno 2008.

La figura 17 mostra invece come il valore aggiunto si realizzi principalmente durante la produzione della carta (*paper milling*), con un rendimento marginale del 60,3% sui costi di produzione, mentre il lavoro di trasformazione della stessa (*converting*) in prodotti finiti contribuisce solo per il 18,7%.

Figura 15: Collocazione geografica e principali caratteristiche degli stabilimenti produttivi di LPC



Fonti interne Sofidel

Figura 16: Panoramica del gruppo per divisione (2008)

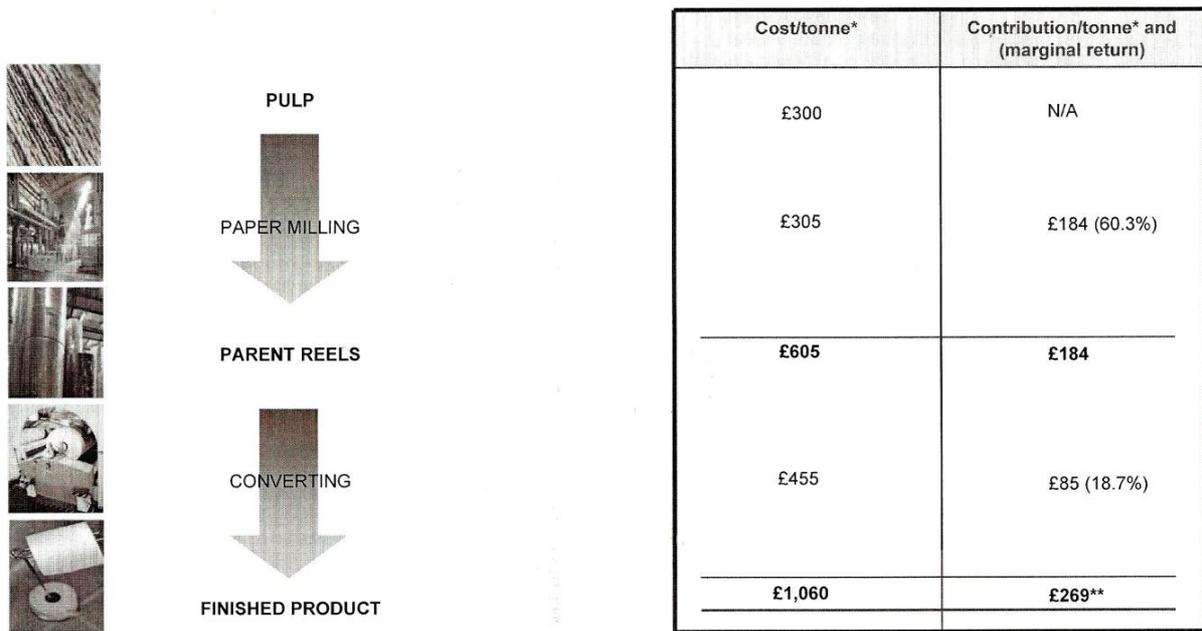
	GB Group	Swedish Tissue	LPC Belgium	LPC France																																																																					
<b>Key processes</b>	Paper milling & Conversion	Paper milling & Conversion	Paper milling & Conversion	Paper milling																																																																					
<b>End products</b>	<table border="1"> <thead> <tr> <th>kt</th> <th>FY08</th> <th>%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Toilet tissue</td> <td>57.9</td> <td>57%</td> </tr> <tr> <td>Kitchen towel</td> <td>34.7</td> <td>34%</td> </tr> <tr> <td>Other</td> <td>9.7</td> <td>9%</td> </tr> <tr> <td><b>102.3</b></td> <td><b>100%</b></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	kt	FY08	%	Toilet tissue	57.9	57%	Kitchen towel	34.7	34%	Other	9.7	9%	<b>102.3</b>	<b>100%</b>		<table border="1"> <thead> <tr> <th>kt</th> <th>FY08</th> <th>%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Diapers</td> <td>17.9</td> <td>46%</td> </tr> <tr> <td>Toilet tissue</td> <td>12.3</td> <td>31%</td> </tr> <tr> <td>Serviette tissue</td> <td>7.1</td> <td>18%</td> </tr> <tr> <td>Other</td> <td>1.8</td> <td>5%</td> </tr> <tr> <td><b>39.1</b></td> <td><b>100%</b></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	kt	FY08	%	Diapers	17.9	46%	Toilet tissue	12.3	31%	Serviette tissue	7.1	18%	Other	1.8	5%	<b>39.1</b>	<b>100%</b>		<table border="1"> <thead> <tr> <th>kt*</th> <th>LTM09</th> <th>%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Toilet tissue</td> <td>19.7</td> <td>61%</td> </tr> <tr> <td>Kitchen towel</td> <td>7.4</td> <td>23%</td> </tr> <tr> <td>Other</td> <td>5.4</td> <td>17%</td> </tr> <tr> <td><b>32.5</b></td> <td><b>100%</b></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	kt*	LTM09	%	Toilet tissue	19.7	61%	Kitchen towel	7.4	23%	Other	5.4	17%	<b>32.5</b>	<b>100%</b>		<table border="1"> <thead> <tr> <th>kt*</th> <th>LTM09</th> <th>%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Kitchen towel</td> <td>18.0</td> <td>63%</td> </tr> <tr> <td>Toilet tissue</td> <td>7.4</td> <td>26%</td> </tr> <tr> <td>Other</td> <td>3.3</td> <td>11%</td> </tr> <tr> <td><b>28.7</b></td> <td><b>100%</b></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	kt*	LTM09	%	Kitchen towel	18.0	63%	Toilet tissue	7.4	26%	Other	3.3	11%	<b>28.7</b>	<b>100%</b>							
kt	FY08	%																																																																							
Toilet tissue	57.9	57%																																																																							
Kitchen towel	34.7	34%																																																																							
Other	9.7	9%																																																																							
<b>102.3</b>	<b>100%</b>																																																																								
kt	FY08	%																																																																							
Diapers	17.9	46%																																																																							
Toilet tissue	12.3	31%																																																																							
Serviette tissue	7.1	18%																																																																							
Other	1.8	5%																																																																							
<b>39.1</b>	<b>100%</b>																																																																								
kt*	LTM09	%																																																																							
Toilet tissue	19.7	61%																																																																							
Kitchen towel	7.4	23%																																																																							
Other	5.4	17%																																																																							
<b>32.5</b>	<b>100%</b>																																																																								
kt*	LTM09	%																																																																							
Kitchen towel	18.0	63%																																																																							
Toilet tissue	7.4	26%																																																																							
Other	3.3	11%																																																																							
<b>28.7</b>	<b>100%</b>																																																																								
<b>Key products</b>	Converted goods	Parent reels & Converted goods	Parent reels & Converted goods	Parent reels																																																																					
<b>FY08 Sales tonnage</b>	<table border="1"> <thead> <tr> <th>kt</th> <th>FY08</th> <th>%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Internal</td> <td>3.9</td> <td>4%</td> </tr> <tr> <td>External</td> <td>98.4</td> <td>96%</td> </tr> <tr> <td><b>102.3</b></td> <td><b>100%</b></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	kt	FY08	%	Internal	3.9	4%	External	98.4	96%	<b>102.3</b>	<b>100%</b>		<table border="1"> <thead> <tr> <th>kt</th> <th>FY08</th> <th>%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Internal</td> <td>3.4</td> <td>9%</td> </tr> <tr> <td>External</td> <td>35.7</td> <td>91%</td> </tr> <tr> <td><b>39.1</b></td> <td><b>100%</b></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	kt	FY08	%	Internal	3.4	9%	External	35.7	91%	<b>39.1</b>	<b>100%</b>		<table border="1"> <thead> <tr> <th>kt</th> <th>FY08</th> <th>%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Internal</td> <td>14.0</td> <td>44%</td> </tr> <tr> <td>External</td> <td>18.0</td> <td>56%</td> </tr> <tr> <td><b>32.0</b></td> <td><b>100%</b></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	kt	FY08	%	Internal	14.0	44%	External	18.0	56%	<b>32.0</b>	<b>100%</b>		<table border="1"> <thead> <tr> <th>kt</th> <th>FY08</th> <th>%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Internal</td> <td>18.1</td> <td>62%</td> </tr> <tr> <td>External</td> <td>11.1</td> <td>38%</td> </tr> <tr> <td><b>29.2</b></td> <td><b>100%</b></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	kt	FY08	%	Internal	18.1	62%	External	11.1	38%	<b>29.2</b>	<b>100%</b>																						
kt	FY08	%																																																																							
Internal	3.9	4%																																																																							
External	98.4	96%																																																																							
<b>102.3</b>	<b>100%</b>																																																																								
kt	FY08	%																																																																							
Internal	3.4	9%																																																																							
External	35.7	91%																																																																							
<b>39.1</b>	<b>100%</b>																																																																								
kt	FY08	%																																																																							
Internal	14.0	44%																																																																							
External	18.0	56%																																																																							
<b>32.0</b>	<b>100%</b>																																																																								
kt	FY08	%																																																																							
Internal	18.1	62%																																																																							
External	11.1	38%																																																																							
<b>29.2</b>	<b>100%</b>																																																																								
<b>Key third party customers</b>	<table border="1"> <thead> <tr> <th>kt</th> <th>FY08</th> <th>%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Tesco</td> <td>23.5</td> <td>24%</td> </tr> <tr> <td>Wm Morrison</td> <td>23.1</td> <td>23%</td> </tr> <tr> <td>J Sainsbury</td> <td>13.4</td> <td>14%</td> </tr> <tr> <td>Other</td> <td>38.4</td> <td>39%</td> </tr> <tr> <td><b>98.4</b></td> <td><b>100%</b></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	kt	FY08	%	Tesco	23.5	24%	Wm Morrison	23.1	23%	J Sainsbury	13.4	14%	Other	38.4	39%	<b>98.4</b>	<b>100%</b>		<table border="1"> <thead> <tr> <th>kt</th> <th>FY08</th> <th>%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>SCA Hygiene</td> <td>2.3</td> <td>6%</td> </tr> <tr> <td>Kimberly Clark</td> <td>2.1</td> <td>6%</td> </tr> <tr> <td>Other</td> <td>31.3</td> <td>88%</td> </tr> <tr> <td><b>35.7</b></td> <td><b>100%</b></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	kt	FY08	%	SCA Hygiene	2.3	6%	Kimberly Clark	2.1	6%	Other	31.3	88%	<b>35.7</b>	<b>100%</b>		<table border="1"> <thead> <tr> <th>kt</th> <th>FY08</th> <th>%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Kimberly Clark</td> <td>15.2</td> <td>84%</td> </tr> <tr> <td>Lidl</td> <td>2.4</td> <td>13%</td> </tr> <tr> <td>Rewe</td> <td>0.2</td> <td>1%</td> </tr> <tr> <td>Other</td> <td>0.2</td> <td>1%</td> </tr> <tr> <td><b>18.0</b></td> <td><b>100%</b></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	kt	FY08	%	Kimberly Clark	15.2	84%	Lidl	2.4	13%	Rewe	0.2	1%	Other	0.2	1%	<b>18.0</b>	<b>100%</b>		<table border="1"> <thead> <tr> <th>kt</th> <th>FY08</th> <th>%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Panadayle</td> <td>4.2</td> <td>38%</td> </tr> <tr> <td>G.H Production</td> <td>2.5</td> <td>23%</td> </tr> <tr> <td>Suavecel</td> <td>2.3</td> <td>21%</td> </tr> <tr> <td>Other</td> <td>2.1</td> <td>19%</td> </tr> <tr> <td><b>11.1</b></td> <td><b>100%</b></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	kt	FY08	%	Panadayle	4.2	38%	G.H Production	2.5	23%	Suavecel	2.3	21%	Other	2.1	19%	<b>11.1</b>	<b>100%</b>	
kt	FY08	%																																																																							
Tesco	23.5	24%																																																																							
Wm Morrison	23.1	23%																																																																							
J Sainsbury	13.4	14%																																																																							
Other	38.4	39%																																																																							
<b>98.4</b>	<b>100%</b>																																																																								
kt	FY08	%																																																																							
SCA Hygiene	2.3	6%																																																																							
Kimberly Clark	2.1	6%																																																																							
Other	31.3	88%																																																																							
<b>35.7</b>	<b>100%</b>																																																																								
kt	FY08	%																																																																							
Kimberly Clark	15.2	84%																																																																							
Lidl	2.4	13%																																																																							
Rewe	0.2	1%																																																																							
Other	0.2	1%																																																																							
<b>18.0</b>	<b>100%</b>																																																																								
kt	FY08	%																																																																							
Panadayle	4.2	38%																																																																							
G.H Production	2.5	23%																																																																							
Suavecel	2.3	21%																																																																							
Other	2.1	19%																																																																							
<b>11.1</b>	<b>100%</b>																																																																								
<b>FY08 Contribution (£t)</b>	£477	£457	£753	£320																																																																					
<b>FY08 EBITDA</b>	£10.9m	£0.8m	£0.7m	£3.3m																																																																					
<b>FY08 Employees</b>	700	167	162	52																																																																					

Source: Management information

\*FY08kt information not available

Fonti interne Sofidel

Figura 17: Schema produttivo e rendimento marginale delle lavorazioni in cartiera e cartotecnica



\* Illustrative example based on information for the GB Group for year to date results to August 2009

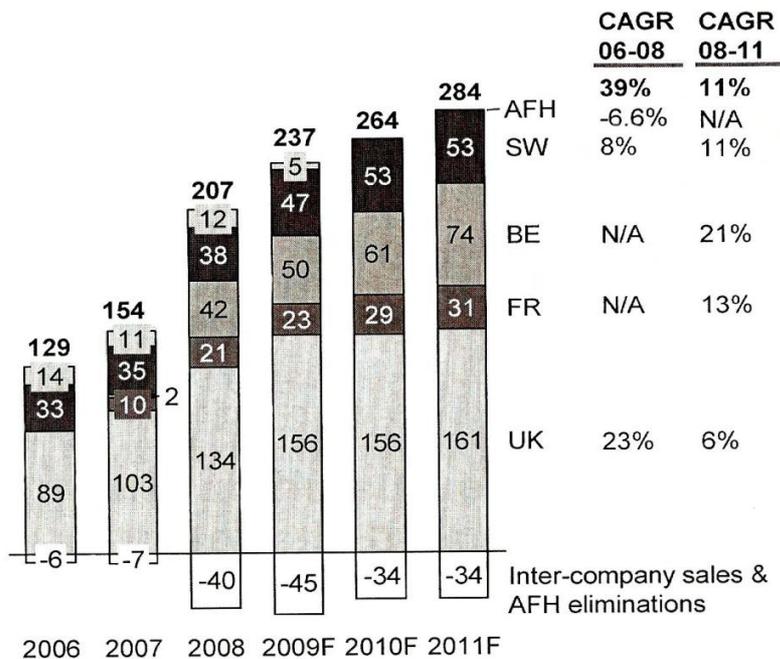
Source : Management discussion

\*\* Based on average selling price for the month of August 2009 only

Fonti interne Sofidel

## 7.5 Crescita dei ricavi di LPC

Grafico 34: Crescita recente e prospettica dei ricavi di LPC (2006-2011)



Source: L P C, Roland Berger

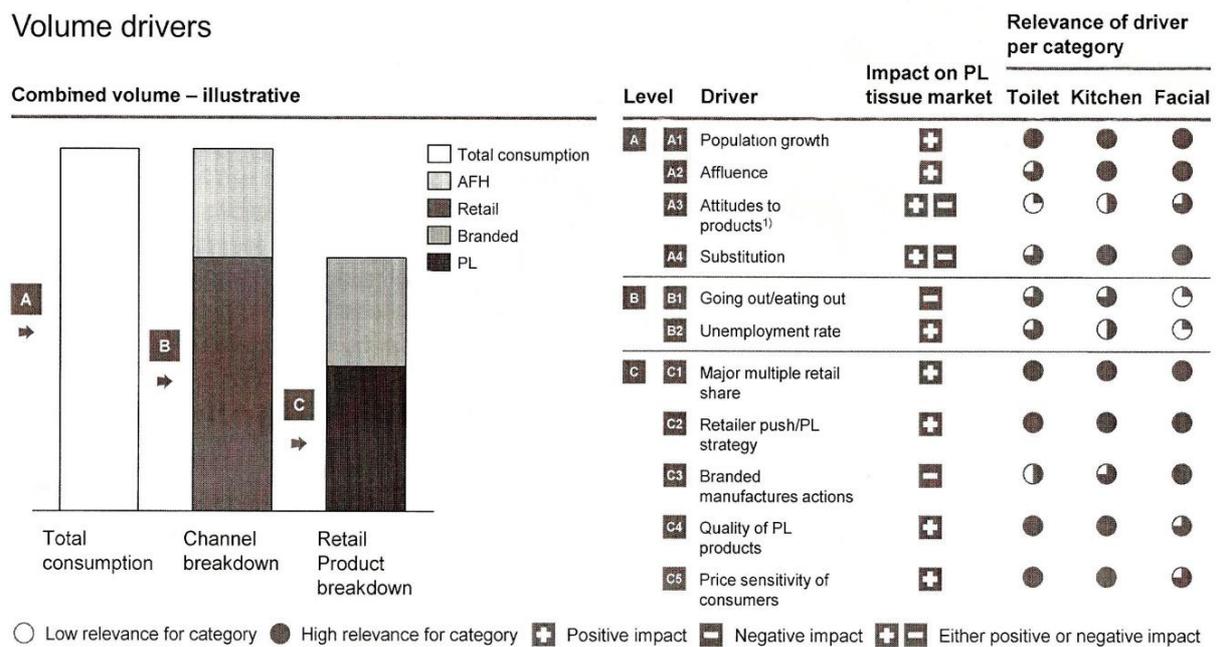
Fonti interne Sofidel

## 7.6 Linee di business

Sono fondamentalmente due le *business unit* nelle quali era attiva LPC: bobine (*parent reels* o *jumbo rolls*) e *private label* (PL). Il gruppo britannico non possedeva infatti marchi propri, mentre il settore dell'*Away-from-Home* fu in passato abbandonato perché ritenuto non aderente al *business model* aziendale (come si è detto nel paragrafo 7.1). Per cui, a livello di prodotti finiti (*converted goods*) l'attività di LPC Group si incentrava esclusivamente nel settore delle marche private.

Il mercato *private label* risulta condizionato dai consumi totali, dal *breakdown* fra canale AFH e *retail*, e dalla quota dei prodotti *brand* sottratta al PL stesso (*retail product breakdown*). La figura 18 riporta tutti gli aspetti, o *drivers*, che possono impattare e condizionare (positivamente e/o negativamente) i volumi del *private label* e delle principali categorie di prodotti (*toilet, kitchen e facial*).

Figura 18: Fattori influenti sui volumi del private label (PL)



Fonti interne Sofidel



## 8 IL GRUPPO SOFIDEL ACQUISISCE LPC GROUP

---

### **8.1 Il quadro della vicenda**

Lunedì 21 giugno 2010 a Birmingham, Regno Unito, Sofidel ha ufficialmente acquisito il 100% del capitale di LPC Group.<sup>46</sup>

Luigi Lazzareschi, amministratore delegato (CEO) di Sofidel, affiancato dal *management* del gruppo italiano, ha fatto personalmente visita presso gli stabilimenti della società neo acquisita al fine di dare un caloroso benvenuto a tutto il personale. «L'acquisizione del Gruppo LPC - ha detto Lazzareschi - è il risultato di una politica interna di consolidamento e internazionalizzazione e rappresenta un investimento industriale coerente con la strategia di sviluppo e di crescita, iniziata più di dieci anni fa». «Sofidel ha scelto LPC - ha aggiunto il CEO - perché crede nelle sue risorse professionali, tecniche e umane». In Appendice 5 si riporta per esteso il saluto di benvenuto inviato da Luigi Lazzareschi ai colleghi di LPC il 21 giugno.

Il controvalore dell'operazione non è stato reso noto.

**Tabella 21: Il quadro dell'operazione**

<b>Bidder</b>	Sofidel SpA
<b>Target</b>	LPC Group Plc
<b>Seller</b>	Famiglia Tejani
<b>Sector</b>	Tissue
<b>Stake</b>	100%
<b>Price (equity value)</b>	n.d.
<b>Date completed</b>	21 June 2010

Fonte: nostra elaborazione

---

<sup>46</sup> Comunicato stampa del 21 giugno 2010, "Sofidel Group acquired LPC Group".

La tabella 22 riassume le principali caratteristiche delle due aziende coinvolte nel *deal* all'epoca della transazione (fine anno 2009). Si precisa che gli straordinari risultati economici conseguiti in tale esercizio, in particolare da Sofidel, sono parzialmente dipesi dal calo dei prezzi delle materie prime (nello specifico della cellulosa) registratosi in quell'anno, prezzi poi tornati a valori "normali" dal 2010. A tal proposito, si veda il grafico 36 contenuto all'interno del paragrafo 9.2.

**Tabella 22: Le aziende prima del deal (2009)**

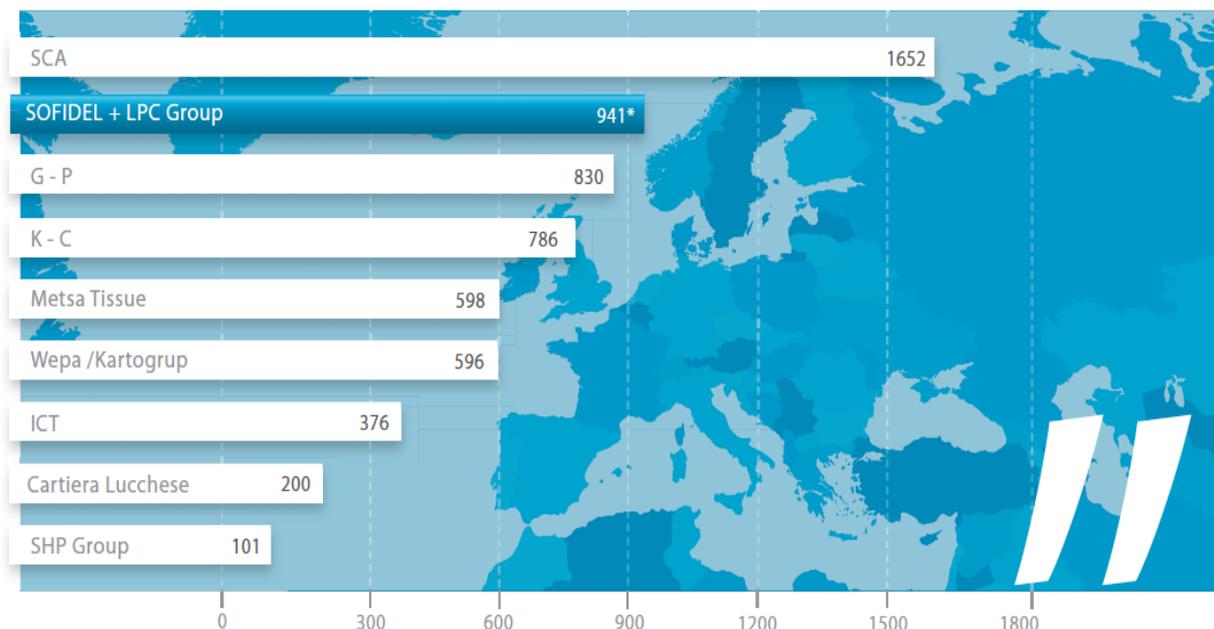


Company	Sofidel SpA	LPC Group Plc
Headquarters	Lucca (Italy)	Leicester (UK)
Chairman	Emi Stefani	Amin Tejani
Chief Executive Officer	Luigi Lazzareschi	Peter Spencer
Plants (n°)	17	7
Countries	IT, FR, UK, DE, PL, ES, TR, EL	UK, FR, BE, SE
Capacity (tons per year)	700.000	190.000
Business lines	Brand, PL, AfH, Jumbo Roll	Private Label, Jumbo Roll
Net Sales (€)	1.020.344.000	236.157.000
Employees (n°)	3.200	1.120
EBITDA (€)	220.175.000	32.376.000
EBITDA / Net Sales	21,58%	13,71%
EBIT (€)	144.441.000	22.988.000
EBT (€)	131.147.000	16.678.000
Profit/Loss (€)	90.535.000	12.484.000

Fonte: nostra elaborazione

Con l'integrazione di LPC, Sofidel passa dal quarto posto in Europa al secondo, raggiungendo una capacità produttiva di 941.000 tonnellate annue (figura 19) e superando le statunitensi Kimberly-Clark e Georgia-Pacific, accodandosi soltanto al leader del settore Svenska Cellulosa (SCA). L'unione ha così portato alla creazione di un grande produttore europeo di carta per uso domestico e igienico con un fatturato complessivo di € 1,3 miliardi.<sup>47</sup>

**Figura 19: Mercato del tissue europeo post-operazione (migliaia di tonnellate)<sup>48</sup>**



Fonte: People & Paper, Spring/Summer 2010

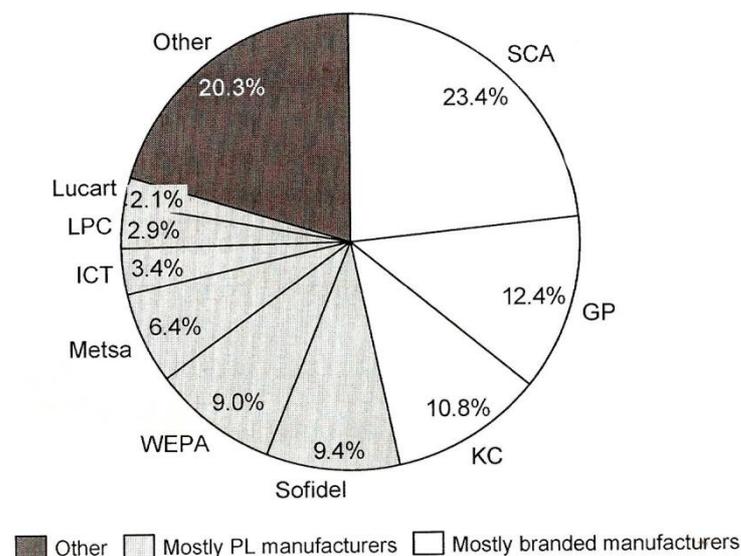
Lo scenario competitivo nel 2009, anno antecedente il *deal*, era quello riportato nel grafico 35, dal quale si evince appunto come dall'integrazione di Sofidel e LPC si sarebbe potuto creare il secondo *big player* europeo del settore.

<sup>47</sup> Bisogna precisare che i valori complessivi della capacità produttiva (941.000 tonnellate annue) e del fatturato (1,3 miliardi di Euro) si riferiscono all'integrazione fra Sofidel e LPC ma anche, seppur in misura più contenuta, all'integrazione del Gruppo con la società rumena Comceh S.A. acquisita nel maggio del 2010, un mese prima di LPC Group. Nel 2009 Comceh S.A. presentava una capacità produttiva di circa 35.000 tonnellate e un fatturato che si attestava intorno ai 35 milioni di Euro.

<sup>48</sup> \* Sofidel + LPC Group + Comceh S.A.

**Grafico 35: Players nel tissue in Europa occidentale per capacità produttiva (2009)**

$\Sigma = 6.9 \text{ m t p.a.}^{1)}$



1) Western European paper mills capacity

Source: RISI, competitor information, press search, Roland Berger analysis

Questa acquisizione ha permesso a Sofidel di servire i propri clienti con una gamma ancora più ampia di prodotti, grazie alla rafforzata presenza in Europa settentrionale e meridionale. Essa alimenta l'inarrestabile e virtuoso processo di internazionalizzazione dell'azienda di Porcari, indispensabile secondo i manager dello stesso per mantenersi competitivi nel comparto del *tissue*. Lo sviluppo per linee esterne era ed è necessario per la crescita del Gruppo poiché l'incidenza del trasporto nel settore non consente di stare lontano dai consumatori, visto che i camion si trovano a trasportare molto volume e poco peso. Il settore cartario è infatti caratterizzato da un'alta intensità del capitale investito e dalla necessità di dislocare gli impianti produttivi vicini ai mercati di sbocco, per cui risulta determinante il posizionamento strategico assunto rispetto ai diretti concorrenti.

L'operazione è stata curata da Credit Suisse in qualità di *advisor* finanziario di Sofidel, mentre da un punto di vista giuridico, viste le complessità di stampo multi-giurisdizionale nell'acquisizione della *target* britannica, l'azienda italiana è stata assistita e supportata dallo studio legale Olswang, il quale a propria volta ha coordinato un gruppo transfrontaliero di studi legali con sedi a Londra, Belgio, Francia, Svezia e India.<sup>49</sup> LPC, invece, nella gestione del *deal* e nella preparazione a monte della *vendor due diligence* da destinare ai potenziali

<sup>49</sup> <http://www.olswang.com/news/2010/06/2012/01/olswang-acts-for-sofidel-spa-on-its-acquisition-of-leading-uk-tissue-manufacturer-lpc-group-limited/>

acquirenti (pratica molto ricorrente in UK, come accennato in sede di descrizione teorica del processo di acquisizione), si è rivolta alle società di consulenza PricewaterhouseCoopers e Roland Berger.

Il perfezionamento dell'operazione era soggetto all'approvazione da parte delle autorità tedesche, ed il via libero è stato ricevuto alla fine del mese di giugno.

Allo scopo di gestire in modo ottimale il complesso piano di integrazione post-acquisizione e di supportare adeguatamente il personale locale durante la delicata fase di transizione, Sofidel ha nominato un *team* apposito all'interno della struttura di gruppo (*post merger team*), divenuto operativo in ciascun Paese coinvolto immediatamente dopo la conclusione della transazione. Nel benvenuto di Lazzareschi riportato in Appendice 5 sono indicati esplicitamente i *Country Operation Manager* attivi in Gran Bretagna, Francia, Belgio e Svezia.

## **8.2 Il processo di acquisizione**

I primi contatti fra le parti coinvolte sono avvenuti in privato tra i due imprenditori, le famiglie Lazzareschi e Stefani da un lato (Sofidel) e la famiglia Tejani dall'altro (LPC), sulla base dell'intuizione e dell'iniziativa promossa dai proprietari del gruppo italiano. Le notizie hanno iniziato a diffondersi all'interno dell'azienda tra l'ottobre e il novembre del 2009, periodo in cui è iniziato concretamente il procedimento acquisitivo, durato circa 7-8 mesi sino alla formalizzazione dell'accordo avvenuta come già anticipato nel giugno del 2010.

I vari *step* hanno visto dapprima la stipulazione di una lettera di confidenzialità (o accordo di riservatezza, *confidentiality agreement*) con cui le controparti hanno manifestato il reciproco interesse nell'affare e dato un primo inquadramento formale all'operazione, senza entrare ancora nei dettagli operativi. Ad essa è seguito un accordo di *standstill* attraverso il quale i soggetti coinvolti si sono impegnati per un periodo circoscritto a non intrattenere negoziati paralleli con terzi capaci di disturbare la trattativa in corso e inficiarne la prosecuzione.

Dopodiché la società venditrice, LPC, ha provveduto a recapitare a Sofidel, in qualità di potenziale acquirente, i rapporti delle *vendor due diligence* commissionate agli *advisor* PricewaterhouseCoopers, per quanto attiene gli aspetti contabili, e Roland Berger, per quanto concerne invece la sfera commerciale. Come già accennato nel corso del terzo capitolo, la *vendor due diligence* è un'attività di indagine e autocertificazione sviluppatasi proprio in Gran Bretagna, organizzata direttamente dal venditore allo scopo di fornire una fotografia della

società, del suo posizionamento di mercato, della situazione economica e delle potenzialità di sviluppo; può essere usata per presentare e rendere appetibile l'azienda agli occhi dei potenziali compratori o anche per facilitare il compito dei vari professionisti incaricati dall'acquirente per lo svolgimento della successiva *acquisition due diligence*. Il processo è iniziato nell'estate 2009, quando i vertici di LPC hanno maturato la decisione di mettere in vendita la società rivolgendosi alle due società di consulenza sopra citate, i cui documenti di *report* sarebbero stati consegnati a tutti i soggetti economici interessati all'acquisizione.

A questa fase è susseguita quella della *virtual data room*, svolta attraverso l'ausilio di un *provider* che ha fornito una piattaforma Internet ad accesso protetto contenente informazioni sulla società *target*, selezionate dalla stessa perché ritenute utili ai fini della transazione in atto. In altre parole, LPC ha messo a disposizione di Sofidel un centro di raccolta dati virtuale, cui accedere con credenziali riservate, attraverso il quale favorire la conoscenza della realtà in vendita (*disclosure*) e proseguire con il *deal*. Come già riportato in precedenza, la *virtual data room* riduce le lunghe tempistiche e gli elevati costi di esecuzione caratteristici di quella tradizionale.

Parallelamente sono state condotte le valutazioni economico-finanziarie da parte di Sofidel, da un punto di vista oggettivo con riferimento alla realtà *stand alone* di LPC, e da un punto di vista soggettivo riguardo le sinergie conseguibili in seguito all'operazione; il tutto al fine di pervenire ad un valore di acquisizione sulla base del quale condurre la trattativa sul prezzo di acquisto. È proprio su questa attività specifica che si incentrerà il capitolo 9.

Il passo successivo è stato quello di stipulare una *lettera d'intenti*, documento precontrattuale attraverso cui le parti hanno fissato per iscritto le condizioni di massima dell'operazione, sulla base di quanto emerso sino a quel momento dalla *vendor due diligence* e dalla *data room*. Come già precisato nella prima parte di questo lavoro, essa è volta a definire l'oggetto della transazione, dichiarare l'effettiva intenzione di procedere all'accordo, stabilire un termine entro il quale chiudere la negoziazione, concordare l'esclusiva della trattativa, rinnovare le clausole di segretezza già contenute nella lettera di confidenzialità, definire i metodi di valutazione utilizzati per determinare il prezzo, ipotizzare un prezzo probabile e le connesse modalità di pagamento, fissare i criteri per lo svolgimento della *due diligence*, escludere l'obbligo di attuare il contratto.

Nei primi mesi del 2010 Sofidel ha proceduto con l'*acquisition due diligence*, organizzata da Credit Suisse in qualità di *advisor* finanziario del Gruppo, per verificare in prima persona l'attendibilità delle informazioni diffuse dal venditore e approfondire tutte le tematiche ritenute necessarie dal compratore. Il responso di tale attività è come noto molto importante,

in quanto può influire sensibilmente sul prezzo finale di acquisto o addirittura sulla convenienza dell'operazione stessa, bloccando di fatto la trattativa qualora emergano criticità inaspettate o situazioni patologiche insanabili. Il processo investigativo, demandato a enti e professionisti qualificati, ha investito diversi campi tra i quali: aspetti legati al business e alla concorrenza; aspetti societari; risultati operativi, economico-finanziari ed elementi patrimoniali; aspetti legati all'organizzazione, al personale e ai sistemi informativi; aspetti legali e giuslavoristici; aspetti fiscali; aspetti ambientali.

La valutazione dei dati e delle informazioni emerse dalla *due diligence* ha posto così le condizioni per la predisposizione di un'offerta concreta da parte dei vertici di Sofidel, cui è seguita una trattativa inerente la definizione del prezzo finale di acquisizione.

Lo studio legale Olwsang, che ha assistito Sofidel in tutta la transazione, oltre a curare la definizione della struttura, la predisposizione della documentazione, gli adempimenti societari e regolamentari, fino alla fase di perfezionamento e attuazione del contratto di acquisizione, ha dovuto altresì occuparsi della comunicazione preventiva all'Antitrust in ordine alla concentrazione delle quote di mercato che l'operazione in questione avrebbe comportato. Dal momento che da quest'ultima si sarebbe creato il secondo operatore a livello europeo nel settore del *tissue*, si è reso necessario assicurare la tutela della libera concorrenza sul mercato all'organo preposto alla sua vigilanza, cioè l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM), il quale avrebbe potuto vietarne la realizzazione o imporre delle modifiche qualora fossero emerse problematiche distorsive. In altre parole, in ottemperanza alle disposizioni previste dagli artt 81 e 82 del Trattato di Roma (riportati in appendice 4), Sofidel ha dovuto garantire che la *combined entity* che si sarebbe formata in seguito all'integrazione non avrebbe alterato a proprio favore la fissazione dei prezzi d'acquisto o di vendita, influenzato la produzione, gli sbocchi, lo sviluppo tecnico o gli investimenti, razionato le fonti di approvvigionamento o applicato condizioni dissimili per prestazioni equivalenti, in modo da svantaggiare i *competitors*.

Nell'operazione è stata prescelta la tecnica della *locked box*, già introdotta nel corso del lavoro. Come si è detto, tale meccanismo, affermatosi proprio nel Regno Unito intorno alla metà dello scorso decennio, prevede che il trasferimento del rischio economico in capo all'acquirente avvenga al momento della sottoscrizione del contratto (*signing date*) e il prezzo di acquisto sia calcolato in funzione degli ultimi bilanci disponibili della società *target*, i quali si riferiscono ad una data (*effective date*) antecedente la firma e la chiusura dell'operazione. Alla data di completamento dell'operazione avviene il passaggio legale della proprietà e il pagamento del prezzo così come definito nel contratto di compravendita, senza che si

verifichi nessun processo di aggiustamento in seguito al completamento del *deal*, come invece prevede la tecnica della *completion accounts*. La *locked box* garantisce alle parti la certezza del prezzo (bloccato in una scatola appunto) e permette loro di ridurre i tempi e i costi dei bilanci di completamento post transazione, nonché le possibili controversie da essi scaturenti. Essa è particolarmente preferita dal venditore in quanto: consente un maggior controllo sui bilanci e sul flusso di informazioni forniti alla data effettiva di riferimento e formazione del prezzo; evita il potenziale sfruttamento degli aggiustamenti di prezzo da parte del compratore attraverso i conti di completamento (*completion accounts*) successivi alla chiusura del *deal*; prevede che il trasferimento del rischio economico in capo alla *bidder* avvenga al momento del *signing* anziché alla data di completamento e passaggio di proprietà. L'acquirente, d'altro canto, ha interesse affinché i bilanci di riferimento non risultino troppo datati al momento della firma del contratto, e richiede generalmente l'espletamento di una approfondita *due diligence* finanziaria sugli stessi, elevate garanzie sulla loro attendibilità ed altrettante assicurazioni sulle operazioni e sulle performance del venditore in tutto il periodo (*gap period*) intercorrente fra la *effective date* e il completamento dell'operazione; nel corso di tale intervallo, infatti, il venditore gestisce temporaneamente l'azienda ceduta come una sorta di agente mandatario per conto del compratore (*seller's agency*). L'ultimo bilancio presentato da LPC faceva riferimento al 3 ottobre 2009, e sulla base dello stesso sono state condotte le valutazioni ed è stata definita la formazione del prezzo di acquisizione, senza che quest'ultimo subisse aggiustamenti in seguito alla chiusura dell'affare.

Per attenuare i rischi sopportati da Sofidel con la *locked box*, il contratto di acquisizione (*sale and purchase agreement, SPA*), firmato nella primavera del 2010, ha previsto fra le altre cose l'istituto dell'*escrow account*, un meccanismo che tende a limitare i rischi di sopravvenienza depositando a garanzia una parte del prezzo giudicata a rischio, allo scopo tutelare il compratore da scelte pregresse non imputabili alla sua gestione.

L'accordo è stato formalizzato ufficialmente il 21 giugno del 2010, data di completamento dell'operazione in cui ha avuto luogo il trasferimento legale della proprietà di LPC in capo a Sofidel e a partire dalla quale è divenuto operativo il *post merger team* che ha curato la delicata fase di integrazione post acquisizione. Come detto in precedenza, per ragioni confidenziali di riservatezza aziendale non è possibile riportare il prezzo del *deal*.

**Tabella 23: Gli step del processo di acquisizione (durata di circa 8 mesi)**

Fase	Descrizione	Fase	Descrizione
1	Primi contatti in privato fra le proprietà	10	Offerta e trattativa sul prezzo
2	Diffusione notizie e avvio del processo	11	Locked box mechanism
3	Confidentiality agreement	12	Comunicazione Antitrust (Olwsang)
4	Accordo di standstill	13	Sale and Purchase Agreement (SPA)
5	Vendor due diligence report (PwC, R-B)	14	Escrow account
6	Virtual data room	15	Signing
7	Valutazioni economico-finanziarie	16	Completamento deal (21 giugno 2010)
8	Lettera di intenti	17	Pagamento e trasferimento legale
9	Acquisition due diligence (Credit Suisse)	18	Avvio fase di integrazione

Fonte: nostra elaborazione

### **8.3 Le motivazioni strategiche del deal**

L'acquisizione di LPC Group si colloca all'interno di un ambizioso e continuo processo di crescita per linee esterne perseguito, come già precisato, secondo la logica dell'internazionalizzazione (espansione) piuttosto che con quella della mera delocalizzazione produttiva (che presuppone lo spostamento da un paese all'altro senza però ampliare la copertura territoriale). In un settore maturo come quello del *tissue*, caratterizzato da una domanda stagnante e un'offerta produttiva che tende a superare le capacità di assorbimento del mercato, l'alternativa migliore per crescere e competere è senz'altro quella di acquisire quote di mercato detenute dalla concorrenza; ciò è vero anche considerando tutte le problematiche inerenti l'ottenimento odierno dei permessi e delle autorizzazioni per la costruzione di nuove cartiere o cartotecniche.

L'obiettivo di fondo di Sofidel è quello di riuscire a coprire il più territorio possibile, avvicinandosi al consumatore e riducendo in tal modo i tempi ma soprattutto i costi dei trasporti, particolarmente elevati in quanto i carichi sono caratterizzati da basso peso specifico (i pallet di prodotti *tissue* sono voluminosi ma poco pesanti). Un *competitor* locale, infatti, potrebbe anche presentare costi maggiori di produzione, inefficienze varie e minor redditività, ma trovandosi vicino al cliente riuscirà a ridurre enormemente i costi di logistica e quindi

competere in modo migliore rispetto ad un'impresa che opera "a distanza". Il settore cartario è di tipo *capital intensive* (a differenza di quelli ad alta intensità di lavoro, *labour intensive*) e presenta la necessità di dislocare gli impianti produttivi in prossimità dei mercati di sbocco, di conseguenza risulta fondamentale il posizionamento strategico.

Come ha dichiarato lo stesso Luigi Lazzareschi, AD di Sofidel, in un'intervista rilasciata al Perini Journal e riportata per esteso in Appendice 6, "la possibilità di produrre vicino ai nostri clienti – penso in primo luogo alle grandi catene di distribuzione europee – ci permette di innalzare la qualità del servizio che offriamo, di contenere i costi logistici, di difenderci meglio dai cicli economici dei singoli mercati, di realizzare economie di scala. Oggi, siamo presenti in 13 Paesi con 32 stabilimenti posti strategicamente vicino ai nostri clienti, soprattutto in Europa. Essere vicini ai nostri clienti è stata la scelta che ci ha consentito di conquistare mercati altrimenti inaccessibili".

La figura 20 evidenzia come la strategia di Sofidel presupponga il presidio del territorio in modo tale che le diverse unità produttive del Gruppo ricoprano un raggio di circa 350-400 Km ciascuna.

Figura 20: Strategia di internazionalizzazione di Sofidel



Fonti interne Sofidel

La rilevanza strategica dell'acquisizione di LPC sta nel fatto che, oltre a rafforzare la presenza di Sofidel nel Regno Unito e in Francia, essa ha consentito l'ingresso della società italiana in mercati fino a quel momento non presidiati, come quello svedese e belga, aggirando il problema delle barriere poste all'entrata in tali Paesi e guadagnando importanti quote di mercato nei confronti della concorrenza. L'operazione in questione ha assunto poi connotati particolarmente significativi in quanto ha permesso al Gruppo di divenire il secondo produttore europeo nel settore del *tissue*, superando i colossi americani Kimberly-Clark e Georgia Pacific e accodandosi solo alla leader svedese SCA.

Scendendo maggiormente nel dettaglio, le sinergie di costo e di ricavo potenzialmente conseguibili da Sofidel in seguito all'integrazione della *target* britannica LPC, sono:

- riduzione dei costi legati all'attività produttiva: minori costi di produzione, maggiore efficienza produttiva, razionalizzazione degli impianti, ottimizzazione delle materie prime, minori scarti, utilizzo del *know-how* di Sofidel nella realtà acquisita;
- riduzione dei costi legati alla funzione distributiva: ottimizzazione dei canali distributivi, ribilanciamento dei costi commerciali, riallocazione delle vendite, sfruttamento della rete commerciale di Sofidel;
- riduzione dei costi legati all'area degli acquisti: razionalizzazione del portafoglio fornitori, riduzione dei costi grazie al conseguimento di economie di volume, maggiori sconti quantità ottenuti dai fornitori;
- conseguimento di economie di scala: riduzione dei costi unitari di ciascun bene utilizzando il surplus di capacità produttiva inutilizzata e/o ridistribuendo i costi fissi su un maggior numero di unità prodotte, determinando perciò una loro minor incidenza sui costi medi;
- incremento dei prezzi di vendita, dovuto al passaggio da prodotti cosiddetti "Primo prezzo" a prodotti "Premium" realizzati all'interno della realtà acquisita in seguito all'integrazione, i quali sono di qualità superiore e di conseguenza più cari;
- maggior potere di mercato, maggiore forza contrattuale nei confronti dei terzi.

Tali benefici potenziali, saranno ripresi, quantificati e considerati al netto delle eventuali dis-sinergie all'interno della fase valutativa affrontata nel prossimo capitolo.



## 9 IL PROCESSO VALUTATIVO

---

### 9.1 La prospettiva valutativa e le fasi del processo

Per quanto attiene agli aspetti valutativi riguardanti l'acquisizione Sofidel-LPC, si precisa fin da subito che chi scrive si è calato nel ruolo di *advisor* della società acquirente a supporto della transazione. Per ragioni di riservatezza aziendale nella divulgazione di dati sensibili inerenti l'operazione, come il prezzo pagato nella *deal*, le modalità di pagamento, il valore di acquisizione, il valore attuale netto dell'investimento o la stima delle sinergie, si è preferito infatti indossare le vesti del consulente analista e condurre integralmente le stime in prima persona, anziché riportare e diffondere i valori effettivamente realizzati.

Ci si è così collocati da un punto di vista temporale al primo gennaio 2010, data in cui è stata svolta la valutazione dell'operazione di acquisizione, concretizzatasi poi nel giugno dello stesso anno, sulla base delle informazioni aziendali raccolte e dei prospetti contabili riferiti al 31/12/2009, per quanto riguarda Sofidel, e al 03/10/2009 per quanto attiene LPC.

Fra i vari approcci utilizzati dalla *financial community* per valutare il capitale economico di un'azienda (paragrafo 4.1), ai fini del presente lavoro è stato scelto come criterio principale quello finanziario basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa attesi (*Discounted Cash Flow analysis*), a supporto del quale si è condotta una valutazione relativa utilizzando il metodo dei multipli di mercato (moltiplicatori di Borsa, *stock market multiple*, e multipli di transazioni comparabili, *deal multiple*), così come avviene generalmente nella pratica professionale.

Il principale elemento informativo su cui basare la valutazione di un'azienda è costituito dalle serie storiche dei bilanci di esercizio, e in particolare dalle riclassificazioni degli stessi. Tra le diverse tecniche a disposizione, si è scelto di riclassificare il conto economico "a valore della produzione e valore aggiunto" e lo stato patrimoniale secondo il "criterio funzionale"; entrambi gli schemi sono già stati trattati nel corso del paragrafo 4.2. In Appendice 1 sono riportati i bilanci consolidati di Sofidel e LPC dei tre esercizi antecedenti l'operazione, riferiti cioè agli anni 2007, 2008 e 2009. Sulla base di essi sono state effettuate le riclassificazioni in questione, i cui schemi dettagliati sono esposti in Appendice 2.

Partendo dalle riclassificazioni "sintetiche", elaborate cioè considerando le macrovoci che costituiscono gli schemi di cui sopra (Appendice 2), si sono condotte delle ipotesi in ordine al loro possibile andamento prospettico (*forecast*) all'interno del periodo di previsione esplicita,

individuato nei cinque esercizi successivi al *deal* (2010-2014). Così, in funzione delle informazioni disponibili all'epoca della valutazione (primo gennaio 2010), delle politiche gestionali e contabili perseguite dalle aziende, degli andamenti di mercato, della situazione macroeconomica e di tutti i dati rilevanti al contesto di analisi, si sono ricostruiti i *business plan stand alone* delle due società.

A entrambi i bilanci previsionali *stand alone* è stato applicato il metodo finanziario (DCF) per stimare i flussi di cassa e giungere attraverso l'attualizzazione degli stessi al valore del capitale economico. È stata assunta l'ottica *asset side*, finalizzata alla determinazione del valore complessivo dell'impresa (EV) tramite l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi disponibili per tutti gli investitori (*FCFO*) al costo medio ponderato del capitale (WACC), rappresentativo delle diverse fonti di finanziamento utilizzate dall'azienda. Seguendo l'approccio *asset side* si è pervenuti al valore del capitale netto (*equity value*, W) indirettamente, sottraendo cioè dal valore del capitale investito operativo (relativo appunto agli *asset*) la posizione finanziaria netta (PFN) e sommando il valore delle attività estranee alla gestione caratteristica (*surplus assets*). La stima puntuale dei *cash flow* ha riguardato un periodo di previsione esplicita circoscritto a cinque anni prospettici (2010-2014), dopodiché si è determinato in via sintetica un valore residuale (*terminal value*, TV) calcolato con la formula della rendita perpetua e riferito ad un periodo di maturità assunto infinito nel tempo.

L'attendibilità e la bontà delle valutazioni *stand alone* condotte in via analitica secondo l'approccio "principale" del DCF, sono state sottoposte a verifica attraverso il metodo dei multipli di Borsa (*stock market multiple*).

Una volta analizzate le due società a sé stanti, si sono stimati gli effetti sinergici netti (benefici al netto delle *dis-synergy*) conseguibili dall'acquirente Sofidel in seguito all'operazione di acquisizione. Si è così ricostruito il *business plan* della *combined entity* (Sofidel ex-post) accorpando i bilanci previsionali *stand alone* delle due singole aziende e integrando a questi le sinergie individuate, oltre che al valore dell'avviamento. Secondo lo stesso procedimento descritto, i flussi di cassa attualizzati generati dalla nuova realtà societaria hanno consentito di stimare il valore del suo capitale netto (passando anche qui attraverso l'*enterprise value*).

Il valore dell'acquisizione è stato determinato sottraendo dal valore della *combined entity*,  $W(A+B)$ , quello della società acquirente in assenza di operazione,  $W(A)$ .

Dopodiché sono stati stimati i costi di transazione sostenuti dal compratore nella conduzione della trattativa in atto e i costi di integrazione (attualizzati alla data di stima) necessari per gestire la complessa fase di ristrutturazione e adeguamento della nuova realtà

acquisita agli standard quali-quantitativi dell'acquirente.

Utilizzando i multipli delle transazioni comparabili (*deal multiple*) si è osservato quanto il mercato normalmente paga per l'acquisizione di aziende simili, e riportando tale multiplo (nello specifico si è usato quello che rapporta l'*enterprise value* all'EBITDA) alla realtà societaria acquisita nell'operazione in tema (LPC), si è giunti ad un possibile prezzo di acquisizione sostenuto dal compratore.

Considerando per buona tale ipotesi di prezzo, sulla base cioè di come si sarebbe comportato in media il mercato, abbiamo infine determinato il relativo VAN conseguito da Sofidel al termine del *deal* sottraendo dal valore di acquisizione il prezzo, i costi di transazione e i costi di integrazione sostenuti.

In ultima istanza, avendo assunto la prospettiva critica dell'*advisor*, nelle conclusioni ci siamo espressi in ordine alla bontà dell'operazione analizzata e alla convenienza per il Gruppo Sofidel di proseguire con la stessa all'epoca della valutazione.

**Tabella 24: Principi e tecniche alla base delle valutazioni**

Prospettiva assunta	Advisor
Data della valutazione	01/01/2010
Metodo principale	Discounted Cash Flow analysis (DFC)
Metodo di controllo	Multipli di mercato
Riclassificazione Conto Economico	A valore della produzione e valore aggiunto
Riclassificazione Stato Patrimoniale	Per destinazione (criterio funzionale)
Approccio DCF	Asset side (EV)
Flussi di cassa	Free Cash Flow from Operations (FCFO)
Tasso di attualizzazione	Weighted Average Cost of Capital (WACC)
Intervallo di previsione esplicita (n)	5 anni (2010 - 2014)
Terminal Value	2015 - $\infty$

Fonte: nostra elaborazione

**Tabella 25: Gli step del processo valutativo condotto**

Fase	Descrizione
1	Riclassificazione dei bilanci storici per Sofidel e LPC
2	Assunzioni alla base delle proiezioni stand alone
3	Costruzione dei business plan stand alone per Sofidel e LPC
4	Stima dei flussi di cassa attesi per Sofidel e LPC (FCFO)
5	Stima del tasso di attualizzazione per Sofidel e LPC (WACC)
6	Stima del terminal value per Sofidel e LPC (TV)
7	<b>Le valutazioni di Sofidel e LPC (EV, W)</b>
8	Il supporto della valutazione relativa
9	Individuazione e stima delle sinergie
10	Ipotesi di prezzo su dati di mercato (P)
11	Costruzione del business plan per Sofidel ex-post
12	Stima dei flussi di cassa attesi per Sofidel ex-post (FCFO)
13	Stima del tasso di attualizzazione per Sofidel ex-post (WACC)
14	Stima del terminal value per Sofidel ex-post (TV)
15	<b>La valutazione di Sofidel ex-post (EV, W)</b>
16	<b>Il valore di acquisizione (Wacq)</b>
17	I costi di transazione (Ct)
18	I costi di integrazione (Ci)
19	<b>Il valore attuale netto dell'operazione (VAN)</b>
20	Giudizio sulla convenienza dell'operazione

---

Fonte: nostra elaborazione

## **9.2 Costruzione del Business Plan stand alone di Sofidel**

Prima di presentare i prospetti di bilancio previsionali riclassificati nei cinque anni successivi al *deal* (intervallo di previsione analitica), analizziamo le assunzioni poste alla base delle proiezioni *stand alone* di Sofidel, alcune delle quali comuni a LPC:

- valutazioni effettuate a “prezzi fermi”, senza cioè considerare l’inflazione: sono quindi riportati valori reali e non nominali;
- si prevede che dall’anno 2010 il valore della produzione tipica (in particolare la voce che attiene al fatturato) cresca del 2%, in linea con il trend di crescita media di un’impresa matura appartenente al settore del *tissue*;<sup>50</sup>
- le macrovoci dei costi esterni (costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci, costi per servizi, costi per godimento di beni di terzi, variazione rimanenze materie prime) e dei costi interni (riferiti al personale) mantengono ogni anno una proporzione tendenzialmente stabile rispetto al valore della produzione tipica (ricavi delle vendite e delle prestazioni, variazioni delle rimanenze di prodotti in lavorazione, semilavorati e prodotti finiti, variazione dei lavori in corso su ordinazione, costruzioni in economia);
- si prevede che i costi esterni nel 2010 subiscano un incremento di 70 milioni di Euro, a causa del fatto che in tale anno si è avuto un ritorno a valori normali dei prezzi delle materie prime, in particolare della cellulosa. Nel 2009 si era infatti registrato un decremento generale dei prezzi (grafico 36), sfruttato in modo ottimale da Sofidel che allo stesso tempo era riuscita a mantenere stabili i prezzi di vendita dei prodotti e ad ottenere così un EBITDA eccezionalmente elevato. In particolare, il Margine Operativo Lordo è risultato superiore al 21% rispetto al fatturato, una performance mai registrata nel recente passato né replicata negli anni successivi;

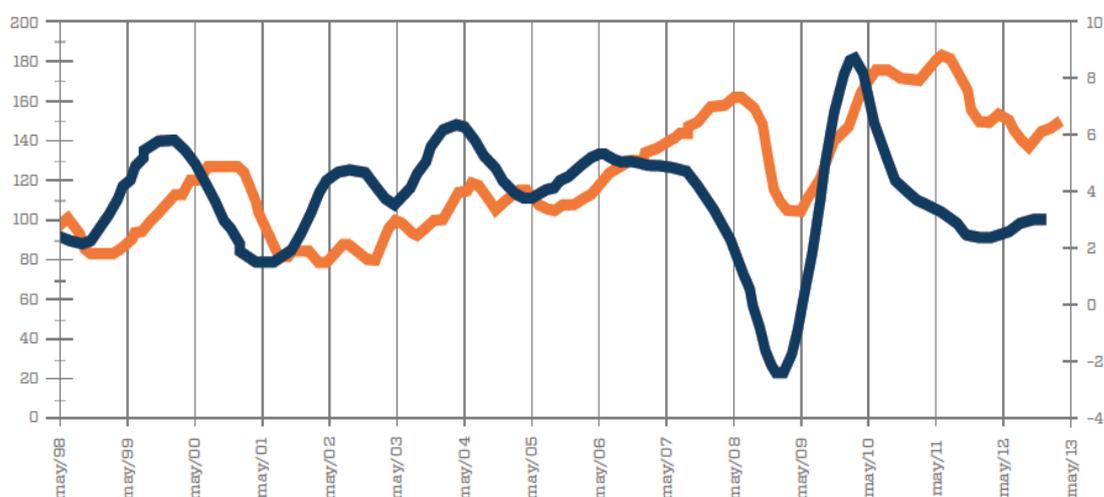
---

<sup>50</sup> Fonti interne aziendali.

Grafico 36: Andamento dei prezzi della cellulosa

PULP PRICE VS GLOBAL AVG LEADING INDICATOR

NBSK IN USD BASE 100 WORLD LEADING INDICATOR



Fonte: Bloomberg; CA Cheuvruux; Bright Market Inside, *Tough Tissue Market*, n. 2, Summer 2013

- gli investimenti effettuati negli anni prospettici sono solo quelli di mantenimento, non potendo prevedere all'orizzonte, e soprattutto quantificare, eventuali investimenti di espansione. Il CAPEX di mantenimento è stato quantificato in 45 milioni per ogni anno. Si reinveste, essenzialmente per mantenere intatta la qualità degli *asset* e per l'impegno nella sostenibilità (si veda in Appendice 3 "Il decalogo Sofidel della sostenibilità"), circa il 5,8% del totale attivo immobilizzato del 2009;
- la gestione accessoria si ritiene incida rispetto alla macrovoce di guida, il valore della produzione tipica, per lo 0,2%. Tale percentuale è stata abbassata leggermente rispetto ai tre anni consuntivi precedenti l'operazione per ragioni prudenziali;
- gli ammortamenti su cespiti esistenti diminuiscono di 3,5 milioni all'anno, mentre quelli su cespiti nuovi si quantificano nella misura dell'8% del *total CAPEX cumulated* a partire dalla data di stima;
- non si prevedono svalutazioni degli *asset* (*depreciation fund*);
- il piano di rimborso dei debiti finanziari a lungo termine (*repayment plan*) prevede che si restituisca ogni anno un ammontare pari a 60 milioni di Euro: in circa 6 anni, cioè, si ipotizza di rimborsare definitivamente l'attuale debito a lungo;
- per quanto concerne la gestione finanziaria, si è applicato un tasso del 4% sul debito a lungo e del 3% sul debito a breve, in linea con i parametri forniti dall'azienda;

- il risultato della gestione straordinaria si pone pari a 0, in quanto non si possono prevedere eventuali profitti o perdite future di natura straordinaria;
- le imposte sul reddito di esercizio si determinano applicando una tassazione pari al 31,40% sul risultato ante imposte (EBT, *earnings before taxes*), in virtù dell'aliquota marginale del Paese Italia verificata al momento della valutazione (fonte Damodaran, KPMG).<sup>51</sup> Si veda a tal proposito la seguente tabella 26, la quale mostra e confronta le aliquote marginali dell'Italia e del Regno Unito negli anni precedenti al *deal*;

**Tabella 26: Aliquote marginali in Italia e Regno Unito**

<b>Marginal Tax Rate</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
<b>Italy</b>	37,25%	37,25%	31,40%	31,40%	31,40%
<b>United Kingdom</b>	30,00%	30,00%	30,00%	28,00%	28,00%

Fonte: nostra elaborazione da Damodaran e KPMG

- si prevede una riduzione del *Cash Conversion Cycle* (CCC)<sup>52</sup> di 5 giorni ogni anno, in particolare per quanto riguarda le componenti DSO (*Days Sales Outstanding*), che esprime il numero di giorni necessari per la riscossione dei crediti concessi alla clientela (*accounts receivable*), e DIO (*Days Inventory Outstanding*), che indica il numero di giorni necessario affinché l'inventario sia totalmente convertito in vendita, incrementando la cassa o i crediti nei confronti dei clienti; si presuppone invece che rimanga costante la dilazione media per i pagamenti dei debiti che viene concessa a Sofidel dai propri fornitori (DPO, *Days Payable Outstanding*). Come già detto, il “Ciclo di Conversione di Cassa” misura il numero medio di giorni necessari alla formazione della cassa della società in funzione dei propri processi produttivi e di vendita e in funzione delle condizioni di pagamento stabilite con i creditori. Si prevede quindi che tale ciclo si riduca nel tempo, migliorando una situazione leggermente sbilanciata per Sofidel e rendendo progressivamente più liquido il suo *working capital* (capitale circolante netto commerciale). Ciò può comportare, fra le altre cose, un minor ricorso a prestiti onerosi, un abbattimento di prezzo per acquisti in contanti, o una maggior

<sup>51</sup> <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

<sup>52</sup> Concetto introdotto nel paragrafo 4.2.2.

capacità di finanziare l'espansione del business con nuove linee di prodotto. Un DSO decrescente può essere giustificato dalla previsione che i prodotti di Sofidel saranno sempre più competitivi nel lungo termine, ponendo la società in posizione di forza e consentendole di pretendere dai suoi clienti condizioni di pagamento più impegnative e stringenti;

- l'attivo immobilizzato operativo varia ogni anno in funzione del CAPEX (45 milioni) e del totale ammortamenti, già definiti nei precedenti punti. Non prevedendo investimenti di espansione ma di solo mantenimento nella prospettiva *stand alone*, gli ammortamenti annui superano la spesa in conto capitale e di conseguenza l'attivo immobilizzato decresce;
- il passivo immobilizzato operativo (comprendente altri debiti a lungo, TFR, fondi rischi e oneri e ratei/risconti passivi) si prevede diminuisca di 5 milioni all'anno, per effetto di particolari tecniche contabili praticate dall'azienda e principalmente legate al trattamento dei ratei/risconti passivi (in gran parte riferiti a contributi);<sup>53</sup>
- le attività non operative si assumono costanti nel tempo;
- con la liquidità creata ogni anno si è provveduto al progressivo rimborso dei debiti finanziari a breve, mantenendo le attività liquide (*cash and cash equivalents*) a livelli costanti;
- la posizione finanziaria netta (PFN) è stata ottenuta dalla somma algebrica tra il totale dei debiti finanziari e le attività liquide;
- il patrimonio netto (PN) è stato incrementato ogni anno previsionale in funzione dell'utile conseguito nell'esercizio.

Nella tabelle 27 e 28 riportate di seguito sono riassunte alcune delle principali assunzioni di cui sopra.

---

<sup>53</sup> Fonti interne Sofidel.

**Tabella 27: Informazioni economico-finanziarie alla base delle proiezioni stand alone di Sofidel**

Informazioni economico finanziarie					
<b>Anni consuntivi</b> <i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	<b>2010 F</b>	<b>2011 F</b>	<b>2012 F</b>	<b>2013 F</b>	<b>2014 F</b>
	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000
Ammortamenti su cespiti esistenti	74.000	70.500	67.000	63.500	60.000
Ammortamenti su cespiti nuovi	3.600	7.200	10.800	14.400	18.000
<b>Totale ammortamenti per anno</b>	<b>77.600</b>	<b>77.700</b>	<b>77.800</b>	<b>77.900</b>	<b>78.000</b>
CAPEX di Mantenimento	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000
CAPEX di Espansione	0	0	0	0	0
<b>Total CAPEX per anno</b>	<b>45.000</b>	<b>45.000</b>	<b>45.000</b>	<b>45.000</b>	<b>45.000</b>
Total CAPEX Cumulated	45.000	90.000	135.000	180.000	225.000
Total Depreciation Fund	0	0	0	0	0
<b>Repayment Plan</b>	<b>60.000</b>	<b>60.000</b>	<b>60.000</b>	<b>60.000</b>	<b>60.000</b>
<i>Interest rate on long term debt</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,0%</i>
<b>Interests on Long Term Debt</b>	<b>13.352</b>	<b>10.952</b>	<b>8.552</b>	<b>6.152</b>	<b>3.752</b>
<i>Interest rate on short term debt</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>
<b>Interests on Short Term Debt</b>	<b>6.123</b>	<b>5.334</b>	<b>4.537</b>	<b>3.590</b>	<b>2.487</b>
<b>Totale Oneri Finanziari</b>	<b>19.475</b>	<b>16.287</b>	<b>13.090</b>	<b>9.742</b>	<b>6.239</b>

Fonte: nostra elaborazione su dati management

**Tabella 28: Ciclo di Conversione di Cassa e gestione del working capital per Sofidel**

Cash Conversion Cycle (CCC)								
<b>Anni consuntivi</b> <i>(valori espressi in giorni)</i>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010 F</b>	<b>2011 F</b>	<b>2012 F</b>	<b>2013 F</b>	<b>2014 F</b>
	<i>gg</i>	<i>gg</i>	<i>gg</i>	<i>gg</i>	<i>gg</i>	<i>gg</i>	<i>gg</i>	<i>gg</i>
<i>Attivo corrente operativo:</i>								
<b>Days Inventory Outstanding + Days Sales Outstanding</b>	<b>160</b>	<b>146</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>145</b>	<b>140</b>	<b>135</b>	<b>130</b>
<i>Passivo corrente operativo:</i>								
<b>Days Payable Outstanding</b>	<b>120</b>	<b>104</b>	<b>126</b>	<b>126</b>	<b>126</b>	<b>126</b>	<b>126</b>	<b>126</b>
<b>Cash Conversion Cycle</b>	<b>+40</b>	<b>+42</b>	<b>+24</b>	<b>+24</b>	<b>+19</b>	<b>+14</b>	<b>+9</b>	<b>+4</b>

Fonte: nostra elaborazione

Così, in relazione alle assunzioni premesse, si è ricostruito il *business plan stand alone* di Sofidel, i cui prospetti previsionali di Conto Economico e Stato Patrimoniale sono riportati rispettivamente nelle tabelle 29 e 30.

**Tabella 29: Conto Economico consuntivo e previsionale di Sofidel stand alone**

Conto Economico riclassificato a valore della produzione e valore aggiunto								
<b>Anni consuntivi</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010 F</b>	<b>2011 F</b>	<b>2012 F</b>	<b>2013 F</b>	<b>2014 F</b>
<i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000
Valore della produzione tipica	921.970	1.062.351	1.015.159	1.035.462	1.056.171	1.077.295	1.098.841	1.120.818
Costi esterni	702.344	790.626	664.216	747.500	762.450	777.699	793.253	809.118
<b>Valore Aggiunto</b>	<b>219.626</b>	<b>271.725</b>	<b>350.943</b>	<b>287.962</b>	<b>293.721</b>	<b>299.596</b>	<b>305.587</b>	<b>311.699</b>
Costi interni	112.954	122.092	130.768	133.383	136.051	138.772	141.547	144.378
<b>EBITDA</b>	<b>106.672</b>	<b>149.633</b>	<b>220.175</b>	<b>154.579</b>	<b>157.670</b>	<b>160.823</b>	<b>164.040</b>	<b>167.321</b>
Ammortamenti, Svalutaz., Accant.	70.148	71.013	75.734	77.600	77.700	77.800	77.900	78.000
<b>EBIT</b>	<b>36.524</b>	<b>78.620</b>	<b>144.441</b>	<b>76.979</b>	<b>79.970</b>	<b>83.023</b>	<b>86.140</b>	<b>89.321</b>
Risultato gestione accessoria	6.004	7.454	5.292	2.071	2.112	2.155	2.198	2.242
Risultato gestione finanziaria	-38.673	-37.515	-20.041	-19.475	-16.287	-13.090	-9.742	-6.239
<b>Risultato Gestione Ordinaria</b>	<b>3.855</b>	<b>48.559</b>	<b>129.692</b>	<b>59.574</b>	<b>65.796</b>	<b>72.088</b>	<b>78.595</b>	<b>85.323</b>
Risultato gestione straordinaria	34.283	259	1.455	0	0	0	0	0
<b>Risultato Ante Imposte</b>	<b>38.138</b>	<b>48.818</b>	<b>131.147</b>	<b>59.574</b>	<b>65.796</b>	<b>72.088</b>	<b>78.595</b>	<b>85.323</b>
Imposte sul reddito di esercizio	7.728	18.629	40.612	18.706	20.660	22.636	24.679	26.791
<i>(tax rate)</i>	<i>20,26%</i>	<i>38,16%</i>	<i>30,97%</i>	<i>31,40%</i>	<i>31,40%</i>	<i>31,40%</i>	<i>31,40%</i>	<i>31,40%</i>
<b>Risultato Netto</b>	<b>30.410</b>	<b>30.189</b>	<b>90.535</b>	<b>40.868</b>	<b>45.136</b>	<b>49.453</b>	<b>53.916</b>	<b>58.532</b>

Fonte: nostra elaborazione

**Tabella 30: Stato Patrimoniale consuntivo e previsionale di Sofidel stand alone**

Stato Patrimoniale riclassificato secondo il criterio funzionale								
<b>Stato Patrimoniale Attivo</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010 F</b>	<b>2011 F</b>	<b>2012 F</b>	<b>2013 F</b>	<b>2014 F</b>
<i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000
Attivo corrente operativo	409.855	431.786	423.467	431.936	425.906	419.462	412.589	405.274
Passivo corrente operativo	234.788	228.321	233.147	261.625	266.858	272.195	277.639	283.191
<b>Capitale Circolante Netto Comm.</b>	<b>175.067</b>	<b>203.465</b>	<b>190.320</b>	<b>170.311</b>	<b>159.048</b>	<b>147.267</b>	<b>134.951</b>	<b>122.083</b>
Attivo immobilizzato operativo	804.802	743.949	775.269	742.669	709.969	677.169	644.269	611.269
Passivo immobilizzato operativo	82.055	82.730	89.069	84.069	79.069	74.069	69.069	64.069
(Investimenti strutturali netti)	722.747	661.219	686.200	658.600	630.900	603.100	575.200	547.200
<b>Capitale Investito Netto Operat.</b>	<b>897.814</b>	<b>864.684</b>	<b>876.520</b>	<b>828.911</b>	<b>789.948</b>	<b>750.367</b>	<b>710.151</b>	<b>669.283</b>
Attività non operative	285	384	648	648	648	648	648	648
<b>Capitale Investito Netto</b>	<b>898.099</b>	<b>865.068</b>	<b>877.168</b>	<b>829.559</b>	<b>790.597</b>	<b>751.015</b>	<b>710.799</b>	<b>669.931</b>
<hr/>								
<b>Stato Patrimoniale Passivo</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010 F</b>	<b>2011 F</b>	<b>2012 F</b>	<b>2013 F</b>	<b>2014 F</b>
<i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000
Debiti finanziari a breve	256.754	292.500	218.337	189.860	165.762	136.728	102.595	63.195
Debiti finanziari a lungo	456.310	410.315	363.810	303.810	243.810	183.810	123.810	63.810
(Totale debiti finanziari)	713.064	702.815	582.147	493.670	409.572	320.538	226.405	127.005
Attività liquide	32.020	73.145	32.769	32.769	32.769	32.769	32.769	32.769
<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	<b>681.044</b>	<b>629.670</b>	<b>549.378</b>	<b>460.901</b>	<b>376.803</b>	<b>287.769</b>	<b>193.636</b>	<b>94.236</b>
Patrimonio Netto	217.055	235.398	327.790	368.658	413.794	463.246	517.163	575.694
<b>Capitale raccolto netto</b>	<b>898.099</b>	<b>865.068</b>	<b>877.168</b>	<b>829.559</b>	<b>790.597</b>	<b>751.015</b>	<b>710.799</b>	<b>669.931</b>

Fonte: nostra elaborazione

### **9.3 Costruzione del Business Plan stand alone di LPC**

Anche per quanto riguarda la società *target*, LPC Group, prima di illustrare il *business plan* procederemo con il precisare le assunzioni poste alla base della sua costruzione, alcune delle quali si sono già riscontrate per Sofidel:

- ovviamente, per una questione di omogeneità, anche in questo caso le valutazioni sono state effettuate a “prezzi fermi”, senza cioè considerare l’inflazione, riportando perciò valori reali e non nominali;
- trattandosi dello stesso settore di appartenenza, anche per LPC si è assunto un tasso di crescita della produzione tipica pari al 2% ;<sup>54</sup>
- i costi esterni e i costi interni mantengono negli anni una proporzione pressoché stabile rispetto al valore della produzione tipica;
- si assume che i costi esterni nel 2010 subiscano un incremento di 8 milioni di Euro per la stessa motivazione riportata nel caso di Sofidel, ovverosia a causa del fatto che in tale anno si è avuto un ritorno a valori normali dei prezzi delle materie prime, in particolare della cellulosa.<sup>55</sup> Nel 2009 si era infatti registrato un decremento generale dei prezzi, dal quale LPC è riuscita a trarre il massimo beneficio registrando un EBITDA straordinario sia in termini assoluti (oltre 32 milioni di Euro) che relativi (12,5% sul fatturato), ma tale performance si ritiene non ripetibile quantomeno nel breve periodo in quanto caratterizzata da elevata eccezionalità dovuta appunto all’approvvigionamento anomalo di materie prime;
- anche per LPC gli investimenti considerati negli anni prospettici sono solo quelli di mantenimento, non potendo prevedere né quantificare gli eventuali investimenti di espansione. Il CAPEX di mantenimento è stato quantificato in 9 milioni ogni anno. Si reinveste circa il 4,4% del totale attivo immobilizzato risultante dal bilancio 2009;
- la gestione accessoria si ritiene incida rispetto al valore della produzione tipica per lo 0,2%, grossomodo in linea rispetto ai tre anni consuntivi analizzati e antecedenti l’acquisizione;
- gli ammortamenti su cespiti esistenti decrescono di 500.000 Euro all’anno, mentre quelli su cespiti nuovi si quantificano nella misura dell’8% del *total CAPEX cumulated*

---

<sup>54</sup> Fonti interne aziendali.

<sup>55</sup> Si veda il grafico 36 al paragrafo 9.2.

a partire dalla data di stima;

- non si ipotizzano svalutazioni degli *asset* (*depreciation fund*);
- il piano di rimborso dei debiti finanziari a lungo termine (*repayment plan*) prevede che si restituisca ogni anno un ammontare pari a 12 milioni di Euro: in meno di 8 anni, cioè, ci si attende il rimborso definitivo dell'attuale debito a lungo;
- per quanto concerne la gestione finanziaria, si è applicato un tasso del 6,5% sul debito a lungo e del 6% sul debito a breve, in linea con i parametri forniti dall'azienda;
- similmente al *business plan* di Sofidel, il risultato della gestione straordinaria si pone pari a 0 dal momento che non si possono prevedere eventuali profitti o perdite future di carattere straordinario;
- le imposte sul reddito di esercizio si determinano applicando una tassazione pari al 28,00% sul risultato ante imposte (EBT, *earnings before taxes*), in funzione dell'aliquota marginale del Regno Unito verificata al momento della valutazione (si veda la tabella 26 al precedente paragrafo, fonte Damodaran e KPMG);
- si assume un *Cash Conversion Cycle* (CCC) stabile negli anni, ritenendo mantenibili nel tempo, rispetto al 2009, le dilazioni ottenute dai fornitori (DPO), quelle concesse ai clienti (DSO) e il tempo necessario per convertire le rimanenze in vendite (DIO). Si nota come LPC abbia condotto negli ultimi tre esercizi una politica di riduzione progressiva di tutte le componenti dell'aggregato CCC, in particolare per quanto concerne il DSO, riuscendo quindi ad accorciare progressivamente il ciclo di conversione di cassa e portandolo ad un totale di -12 giorni nel 2009. Nei tre anni antecedenti il *deal* l'azienda riusciva mediamente ad avere un DPO (110 giorni nel 2009) superiore alla somma tra DSO e DIO (98 giorni), palesando cioè un'ottima gestione del *working capital* e una conseguente creazione di liquidità a supporto del business. Ciò è anche dipeso dal fatto che LPC vendeva molto alla Grande Distribuzione Organizzata (GDO) nei Paesi di presidio (UK, Belgio, Svezia, Francia), la quale in genere paga molto più a breve (anche 15-30 giorni) rispetto a quanto avviene in Italia (tipicamente 90 giorni);
- l'attivo immobilizzato operativo varia ogni anno in funzione del CAPEX (9 milioni) e del totale ammortamenti, già definiti in precedenza. Anche in questo frangente, non prevedendo investimenti di espansione ma di solo mantenimento, gli ammortamenti annui superano la spesa in conto capitale e di conseguenza l'attivo immobilizzato

decrese, se pur di poco;

- si ipotizza che il passivo immobilizzato operativo cresca ogni anno di 1 milione;
- le attività non operative (*surplus assets*) si assumono costanti nel tempo;
- con la tanta liquidità creata nel 2009, grazie ai risultati operativo e netto molto elevati, si è provveduto nel 2010 al rimborso dei debiti finanziari a breve, scadenti cioè entro l'esercizio, riportando le attività liquide a valori più "normali";
- la posizione finanziaria netta (PFN) si è ottenuta dalla somma algebrica tra il totale dei debiti finanziari e le attività liquide;
- anche qui, il patrimonio netto (PN) è stato incrementato ogni anno previsionale in funzione dell'utile conseguito nell'esercizio.

Nella tabelle 31 e 32 verranno riassunte le principali assunzioni di cui sopra.

**Tabella 31: Informazioni economico-finanziarie alla base delle proiezioni stand alone di LPC**

Informazioni economico finanziarie					
<b>Anni consuntivi</b> <i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	<b>2010 F</b>	<b>2011 F</b>	<b>2012 F</b>	<b>2013 F</b>	<b>2014 F</b>
	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000
Ammortamenti su cespiti esistenti	9.000	8.500	8.000	7.500	7.000
Ammortamenti su cespiti nuovi	720	1.440	2.160	2.880	3.600
<b>Totale ammortamenti per anno</b>	<b>9.720</b>	<b>9.940</b>	<b>10.160</b>	<b>10.380</b>	<b>10.600</b>
CAPEX Mantenimento	9.000	9.000	9.000	9.000	9.000
CAPEX Espansione	0	0	0	0	0
<b>Total CAPEX per anno</b>	<b>9.000</b>	<b>9.000</b>	<b>9.000</b>	<b>9.000</b>	<b>9.000</b>
Total CAPEX Cumulated	9.000	18.000	27.000	36.000	45.000
Total Depreciation Fund	0	0	0	0	0
<b>Repayment Plan</b>	<b>12.000</b>	<b>12.000</b>	<b>12.000</b>	<b>12.000</b>	<b>12.000</b>
<i>Interest rate on long term debt</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,5%</i>
<b>Interests on Long Term Debt</b>	<b>5.717</b>	<b>4.937</b>	<b>4.157</b>	<b>3.377</b>	<b>2.597</b>
<i>Interest rate on short term debt</i>	<i>6,0%</i>	<i>6,0%</i>	<i>6,0%</i>	<i>6,0%</i>	<i>6,0%</i>
<b>Interests on Short Term Debt</b>	<b>240</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Totale Oneri Finanziari</b>	<b>-5.957</b>	<b>4.937</b>	<b>4.157</b>	<b>3.377</b>	<b>2.597</b>

Fonte: nostra elaborazione su dati management

**Tabella 32: Ciclo di Conversione di Cassa e gestione del working capital per LPC**

Cash Conversion Cycle (CCC)								
<b>Anni consuntivi</b> <i>(valori espressi in giorni)</i>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010 F</b>	<b>2011 F</b>	<b>2012 F</b>	<b>2013 F</b>	<b>2014 F</b>
	<i>gg</i>	<i>gg</i>	<i>gg</i>	<i>gg</i>	<i>gg</i>	<i>gg</i>	<i>gg</i>	<i>gg</i>
<i>Attivo corrente operativo:</i>								
<b>Days Inventory Outstanding + Days Sales Outstanding</b>	134	123	98	98	98	98	98	98
<i>Passivo corrente operativo:</i>								
<b>Days Payable Outstanding</b>	137	122	110	110	110	110	110	110
<b>Cash Conversion Cycle</b>	-3	+1	-12	-12	-12	-12	-12	-12

Fonte: nostra elaborazione

In virtù delle assunzioni sopra descritte si è ricostruito il *business plan stand alone* di LPC, i cui prospetti previsionali di CE e SP sono riportati rispettivamente nelle tabelle 33 e 34.

**Tabella 33: Conto Economico consuntivo e previsionale di LPC stand alone**

Conto Economico riclassificato a valore della produzione e valore aggiunto								
<b>Anni consuntivi</b> <i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010 F</b>	<b>2011 F</b>	<b>2012 F</b>	<b>2013 F</b>	<b>2014 F</b>
	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000
Valore della produzione tipica	173.108	230.774	259.513	264.703	269.997	275.397	280.905	286.523
Costi esterni	128.702	179.045	188.235	199.999	203.999	208.079	212.241	216.486
<b>Valore Aggiunto</b>	44.405	51.730	71.278	64.704	65.998	67.318	68.664	70.038
Costi interni	25.757	38.618	38.902	39.680	40.474	41.283	42.109	42.951
<b>EBITDA</b>	16.648	13.112	32.376	25.024	25.524	26.035	26.555	27.087
Ammortamenti, Svalutaz., Accant.	8.099	9.345	9.388	9.720	9.940	10.160	10.380	10.600
<b>EBIT</b>	10.550	3.767	22.988	15.304	15.584	15.875	16.175	16.487
Risultato gestione accessoria	579	401	1.067	529	540	551	562	573
Risultato gestione finanziaria	-4.744	-8.815	-7.411	-5.957	-4.937	-4.157	-3.377	-2.597
<b>Risultato Gestione Ordinaria</b>	6.385	-4.647	16.644	9.876	11.187	12.268	13.360	14.462
Risultato gestione straordinaria	65	13	34	0	0	0	0	0
<b>Risultato Ante Imposte</b>	6.450	-4.634	16.678	9.876	11.187	12.268	13.360	14.462
Imposte sul reddito di esercizio	1.582	-33	4.195	2.765	3.132	3.435	3.741	4.049
<i>(tax rate)</i>	24,54%	0,71%	25,15%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%
<b>Risultato Netto</b>	4.868	-4.601	12.484	7.111	8.055	8.833	9.619	10.413

Fonte: nostra elaborazione

**Tabella 34: Stato Patrimoniale consuntivo e previsionale di LPC stand alone**

Stato Patrimoniale riclassificato secondo il criterio funzionale								
<b>Stato Patrimoniale Attivo</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010 F</b>	<b>2011 F</b>	<b>2012 F</b>	<b>2013 F</b>	<b>2014 F</b>
<i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000
Attivo corrente operativo	64.323	79.005	70.984	72.403	73.851	75.328	76.835	78.372
Passivo corrente operativo	49.130	60.515	57.680	61.111	62.333	63.580	64.851	66.148
<b>Capitale Circolante Netto Comm.</b>	15.193	18.490	13.303	11.292	11.518	11.749	11.984	12.223
Attivo immobilizzato operativo	154.881	177.620	204.019	203.299	202.359	201.199	199.819	198.219
Passivo immobilizzato operativo	18.862	19.753	26.783	27.783	28.783	29.783	30.783	31.783
(Investimenti strutturali netti)	136.020	157.867	177.236	175.516	173.576	171.416	169.036	166.436
<b>Capitale Investito Netto Operat.</b>	151.213	176.357	190.539	186.808	185.094	183.164	181.019	178.659
Attività non operative	1.172	1.773	2.011	2.011	2.011	2.011	2.011	2.011
<b>Capitale Investito Netto</b>	152.385	178.130	192.550	188.819	187.105	185.175	183.030	180.670
<hr/>								
<b>Stato Patrimoniale Passivo</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010 F</b>	<b>2011 F</b>	<b>2012 F</b>	<b>2013 F</b>	<b>2014 F</b>
<i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000
Debiti finanziari a breve	6.013	7.510	7.985	0	0	0	0	0
Debiti finanziari a lungo	65.137	95.183	93.957	81.957	69.957	57.957	45.957	33.957
(Totale debiti finanziari)	71.150	102.693	101.942	81.957	69.957	57.957	45.957	33.957
Attività liquide	6.778	5.738	24.527	15.385	13.154	11.917	11.681	12.454
<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	64.372	96.955	77.414	66.572	56.803	46.040	34.276	21.503
Patrimonio Netto	88.012	81.175	115.136	122.247	130.302	139.135	148.754	159.167
<b>Capitale raccolto netto</b>	152.385	178.130	192.550	188.819	187.105	185.175	183.030	180.670

Fonte: nostra elaborazione

## 9.4 Stima dei flussi di cassa attesi

Il principale input di cui necessita il metodo finanziario DCF è, come indica il termine in sé, la quantificazione dei flussi di cassa attesi. Questi, al pari del *terminal value*, sono stati infatti attualizzati alla data di stima per determinare in tal modo l'*enterprise value* (EV), ovvero il valore del capitale operativo dell'impresa, dal quale a propria volta si è ricavato il valore del patrimonio netto (*equity value*).

Come più volte ribadito nel corso del lavoro, essendoci posti in ottica *asset side* abbiamo fatto riferimento ai FCFO (*Free Cash Flow from Operations*), i flussi cioè destinati alla remunerazione di tutti gli investitori, la cui determinazione ha seguito lo schema riportato nella già citata tabella 13 contenuta all'interno del paragrafo 4.3.3.

Nelle tabelle 35 e 36 è illustrato il procedimento finalizzato alla quantificazione dei suddetti flussi, la prima riferita a Sofidel e la seconda a LPC.

**Tabella 35: Quantificazione dei flussi di cassa rilevanti per Sofidel**

Procedimento di calcolo dei Free Cash Flow from Operations (FCFO)							
Anni consuntivi (valori espressi in migliaia di Euro)	2008 €.000	2009 €.000	2010 F €.000	2011 F €.000	2012 F €.000	2013 F €.000	2014 F €.000
<b>EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)</b>	78.620	144.441	76.979	79.970	83.023	86.140	89.321
Imposte specifiche sul risultato operativo (tax rate)	-30.001 38,16%	-44.733 30,97%	-24.171 31,40%	-25.111 31,40%	-26.069 31,40%	-27.048 31,40%	-28.047 31,40%
<b>NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)</b>	48.619	99.708	52.807	54.859	56.954	59.092	61.274
Ammortamenti, Svalutazioni, Accantonamenti	71.013	75.734	77.600	77.700	77.800	77.900	78.000
<b>Cash Flow operativo</b>	119.632	175.442	130.407	132.559	134.754	136.992	139.274
Variazione del CCNC ( <i>working capital</i> )	-28.398	13.145	20.009	11.263	11.781	12.316	12.868
Variazione passivo immobilizzato operativo	675	6.339	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000
<b>Cash Flow operativo corrente</b>	91.909	194.926	145.416	138.822	141.536	144.308	147.142
CAPEX ( <i>CAPital EXpenditure</i> )	-10.160	-107.054	-45.000	-45.000	-45.000	-45.000	-45.000
<b>Cash Flow dopo investimenti</b>	81.749	87.872	100.416	93.822	96.536	99.308	102.142
Altre voci di tipo accessorio o straordinario	7.713	6.747	2.071	2.112	2.155	2.198	2.242
<b>FCFO (Free Cash Flow from Operations)</b>	89.462	94.619	102.487	95.935	98.690	101.506	104.384

Fonte: nostra elaborazione

**Tabella 36: Quantificazione dei flussi di cassa rilevanti per LPC**

Procedimento di calcolo dei Free Cash Flow from Operations (FCFO)							
Anni consuntivi <i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	2008	2009	2010 F	2011 F	2012 F	2013 F	2014 F
	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000
<b>EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)</b>	3.767	22.988	15.304	15.584	15.875	16.175	16.487
Imposte specifiche sul risultato operativo <i>(tax rate)</i>	27	-5.782	-4.285	-4.364	-4.445	-4.529	-4.616
	-0,78%	25,15%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%
<b>NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)</b>	3.794	17.207	11.019	11.221	11.430	11.646	11.870
Ammortamenti, svalutazioni, accantonamenti	9.345	9.388	9.720	9.940	10.160	10.380	10.600
<b>Cash Flow operativo</b>	13.139	26.595	20.739	21.161	21.590	22.026	22.470
Variazione del CCNC <i>(working capital)</i>	-3.297	5.187	2.011	-226	-230	-235	-240
Variazione passivo immobilizzato operativo	891	7.031	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
<b>Cash Flow operativo corrente</b>	10.733	38.812	23.750	21.935	22.359	22.791	23.231
CAPEX <i>(CAPital EXpenditure)</i>	-32.083	-35.787	-9.000	-9.000	-9.000	-9.000	-9.000
<b>Cash Flow dopo investimenti</b>	-21.350	3.024	14.750	12.935	13.359	13.791	14.231
Altre voci di tipo accessorio o straordinario	414	1.101	529	540	551	562	573
<b>FCFO (Free Cash Flow from Operations)</b>	-20.936	4.125	15.279	13.475	13.910	14.353	14.804

Fonte: nostra elaborazione

## **9.5 Stima del costo del capitale come tasso di attualizzazione**

Come si è visto nella sezione dedicata agli aspetti teorici, in particolare all'interno del quarto capitolo, i *cash flow* stimati possono essere attualizzati attraverso il costo del capitale o il costo opportunità. Similmente a quanto avviene nella prassi operativa, il tasso di sconto utilizzato nel presente lavoro è il primo (*cost of capital*), il quale presenta maggiore specificità al caso concreto e un diretto riferimento alle caratteristiche economico-finanziarie dell'impresa oggetto di valutazione. Se i flussi di cassa da attualizzare fossero stati i dividendi o i FCFE (ottica *equity side*), il tasso di attualizzazione appropriato sarebbe stato il costo del capitale netto (Ke); invece, dal momento che abbiamo a che fare con i FCFO (ottica *asset side*) è opportuno utilizzare il costo medio ponderato del capitale (WACC).

Il WACC riflette il costo complessivo delle fonti di finanziamento dell'impresa (debito, capitale netto ed eventuali forme ibride *equity-debt*), ponderate per i rispettivi pesi all'interno della struttura finanziaria.

$$WACC = Kd \cdot \frac{D}{(D+E)} \cdot (1-t) + Ke \cdot \frac{E}{(D+E)}$$

*Dove:*

*WACC = costo medio ponderato del capitale (weighted average cost of capital);*

*Ke = costo dell'equity;*

*Kd = costo dell'indebitamento;*

*E = patrimonio netto;*

*D = debito;*

*t = aliquota di imposta.*

Il costo del capitale netto (Ke) misura il rendimento che coloro che investono nel patrimonio netto di un'impresa si aspettano di realizzare. I modelli rischio-rendimento, fra i quali il più noto è sicuramente il *Capital Asset Pricing Model*, permettono di misurare il costo del capitale netto di un'impresa convertendo in rendimento atteso il rischio percepito dall'investimento nello stesso. Assumendo la prospettiva dell'investitore marginale, ampiamente diversificato, tali modelli considerano solo il rischio di mercato (rischio sistematico, non diversificabile), rappresentato dal *beta* ed espressivo della volatilità del rendimento di un titolo rispetto a quello medio di mercato (portafoglio di mercato).

Secondo il CAPM, la formula che determina il rendimento atteso di un'attività *i*, equivalente al costo del capitale netto (Ke), è la seguente:

$$r_i = Ke = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

*Dove:*

*r<sub>i</sub> = rendimento dell'attività i;*

*r<sub>f</sub> = rendimento del titolo free risk;*

*r<sub>m</sub> = rendimento medio di mercato (portafoglio di mercato);*

*r<sub>m</sub> - r<sub>f</sub> = premio per il rischio (risk premium);*

*β = rischio sistematico.*

Come tasso privo di rischio si sono utilizzati, sia per Sofidel che per LPC, i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni relativi all'anno 2009, ricavati dal sito del Dipartimento del Tesoro<sup>56</sup> e da *Investing.com*.<sup>57</sup> I dati in questione sono evidenziati nella sottostante tabella 37.

**Tabella 37: Tasso free risk, Italia e Regno Unito (2009)**

<b>Free Risk Rate</b>	<b>2009</b>
<b>Bond 10 Y Italy</b>	4,32%
<b>Bond 10 Y UK</b>	3,60%

Fonte: MEF Dipartimento del Tesoro, Investing.com

Per quanto concerne il premio per il rischio associato al mercato (*market risk premium*), che misura il rendimento addizionale richiesto in media dagli investitori per spostarsi dall'investimento privo di rischio al portafoglio di mercato (investimento rischioso medio), i valori riferiti ad Italia e Regno Unito nell'anno 2009 sono stati desunti dalle elaborazioni presenti sul sito di Damodaran<sup>58</sup> e riportati nella tabella 38.

**Tabella 38: Premio per il rischio, Italia e Regno Unito (2009)**

<b>Market Risk Premium</b>	<b>2009</b>
<b>Italy</b>	5,40%
<b>United Kingdom</b>	4,50%

Fonte: Damodaran

Riguardo alla stima del *beta*, il coefficiente di rischiosità sistemica che misura la volatilità del rendimento aziendale rispetto a quello di mercato, è stata utilizzata la tecnica del *bottom-up beta*, illustrata nel paragrafo 4.3.3. Non essendo le due società oggetto di valutazione quotate in Borsa, e non disponendo di conseguenza di informazioni riguardanti il valore

<sup>56</sup>[http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/dati\\_statistici/Principali\\_tassi\\_di\\_interesse\\_2009.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/dati_statistici/Principali_tassi_di_interesse_2009.pdf)

<sup>57</sup><http://www.investing.com/rates-bonds/uk-10-year-bond-yield-historical-data>

<sup>58</sup><http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

effettivo dei loro *beta*, si è dovuto procedere in modo indiretto al loro calcolo, passando cioè attraverso i *beta* delle società comparabili. Sono state ritenute *comparables* le società quotate operanti all'interno del macrosettore di appartenenza di Sofidel e LPC, *paper/forest products*. Identificato il campione di riferimento, dalle elaborazioni di Damodaran<sup>59</sup> si è ricavato il *beta unlevered* settoriale, depurato cioè dagli effetti della struttura finanziaria delle imprese componenti il paniere. Da questo sono stati ottenuti i *beta levered* di Sofidel e LPC dopo aver determinato e considerato i loro rapporti specifici *debt/equity* (a valori contabili), come si evince dalla formula seguente:

$$\beta_L = \beta_U + \beta_U \cdot (1-t) \cdot \frac{D}{E}$$

*Dove:*

$\beta_U$  = *beta unlevered*;

$\beta_L$  = *beta levered delle comparables*;

$D/E$  = *rapporto debito equity*;

$t$  = *aliquota di imposta*.

Il valore del patrimonio netto (*Equity*) è quello risultante a fine esercizio 2009 e desunto dai bilanci consolidati di entrambe le società. Per il totale dell'indebitamento finanziario (*Debt*) si è fatto invece riferimento alla media assunta da tale aggregato durante l'intero esercizio, calcolata cioè tra i valori di bilancio del 2008 e del 2009.

Nella tabella 39 è riassunto il procedimento del *bottom-up beta* sopra descritto e applicato alle realtà aziendali oggetto di analisi, Sofidel e LPC. Il processo è stato svolto non solo per l'anno di riferimento della valutazione (fine esercizio 2009), ma anche per l'ultimo anno di previsione esplicita dei flussi di cassa. Ciò in quanto, come vedremo a breve, il costo medio ponderato del capitale (WACC) è stato nuovamente stimato in tale data per la determinazione del *terminal value*. Quest'ultimo, si è già precisato, rappresenta il valore residuale dell'impresa nel periodo di crescita stabile presupposta infinta, periodo che ha inizio proprio al termine dell'ultimo anno di previsione analitica dei *cash flow*; di conseguenza, per il calcolo della rendita perpetua (*terminal value*) sarà opportuno utilizzare un WACC "aggiornato" alle condizioni del momento (fine esercizio 2014 *forecast*). Per calcolare il nuovo WACC sarà a sua volta necessario definire sia il nuovo costo del capitale di debito

---

<sup>59</sup> <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

(Kd) che il nuovo costo del capitale di rischio (Ke), ragione per cui si giustifica anche la stima aggiornata del *beta*.

Dai calcoli svolti ci si attende che nel 2014 il *beta* di entrambe le società possa tendere al valore di 1 (valore caratterizzante il portafoglio di mercato), coerentemente all'assunto secondo il quale durante la fase di maturità (periodo di crescita stabile in perpetuo) le imprese dovrebbero presentare *beta* più stabili, prossimi cioè a 1, rispetto alla fase di crescita elevata caratterizzata da maggiore rischiosità. Quindi, sia per Sofidel che per LPC, considerate per il momento nella prospettiva *stand alone*, è giusto attendersi una riduzione della rischiosità sistematica alla fine dell'anno 2014.

**Tabella 39: Stima del beta di Sofidel e LPC (2009, 2014 forecast)**

Procedimento del Bottom-up Beta		
Gruppo Sofidel	2009	2014 F
Beta unlevered paper/forest products	0,91	0,91
Equity (€.000)	327.790	575.694
Indebitamento finanziario medio (€.000)	642.481	176.705
D/E Ratio	1,9600	0,3069
Marginal Tax Rate Italy	31,40%	31,40%
<b>Beta levered Sofidel</b>	<b>2,1306</b>	<b>1,1001</b>
LPC Group	2009	2014 F
Beta unlevered paper/forest products	0,91	0,91
Equity (E)	115.136	159.157
Indebitamento finanziario medio (D)	102.318	39.957
D/E Ratio	0,8887	0,2510
Marginal Tax Rate UK	28,00%	28,00%
<b>Beta levered LPC</b>	<b>1,4902</b>	<b>1,0730</b>

Fonte: nostra elaborazione

Una volta definiti i parametri del *free risk rate*, del *market risk premium* e del *beta*, ci siamo potuti agevolmente calcolare il costo del capitale di rischio secondo la formula del CAPM ricordata in precedenza.

Così, nella tabella 40 sono riassunti gli input e l'output del  $K_e$  (*cost of equity*) per entrambe le realtà societarie oggetto di valutazione, con riferimento agli anni 2009 e 2014 *forecast*. Si precisa che gli input relativi al tasso privo di rischio e al premio per il rischio non vengono "aggiornati" alla fine del quinquennio di previsione analitica, e perciò si assumono costanti nel tempo, in quanto non è possibile stimare con attendibilità alla data di riferimento (primo gennaio 2010) un loro presumibile andamento. Per quanto concerne il *beta*, invece, esso come abbiamo visto è stato modificato dal momento che dai *business plan* costruiti si riescono a desumere le future strutture finanziarie di Sofidel e LPC e i relativi rapporti di indebitamento.

**Tabella 40: Stima del  $K_e$  per Sofidel e LPC (2009, 2014 forecast)**

Procedimento di calcolo del Cost of Equity ( $K_e$ )		
Gruppo Sofidel	2009	2014 F
Free risk rate (Bond 10 Y Italy)	4,32%	4,32%
Market risk premium (Italy)	5,40%	5,40%
Beta (levered) Sofidel	2,1306	1,1001
<b>Ke Sofidel</b>	<b>15,83%</b>	<b>10,26%</b>
LPC Group	2009	2014 F
Free risk rate (Bond 10 Y UK)	3,60%	3,60%
Market risk premium (UK)	4,50%	4,50%
Beta (levered) LPC	1,4902	1,0730
<b>Ke LPC</b>	<b>10,30%</b>	<b>8,43%</b>

Fonte: nostra elaborazione

Per il calcolo del costo dell'indebitamento ( $K_d$ ) si è deciso di utilizzare i dati contabili desumibili dai bilanci di esercizio in luogo dei valori di mercato. Si ricorda che secondo tale approccio si perviene ad una misura del  $K_d$  suddividendo gli oneri finanziari sopportati nell'esercizio per l'indebitamento finanziario assunto nello stesso, il quale si stima attraverso la media tra i debiti ad inizio e a fine anno (così come è già stato fatto per il calcolo del *beta*).

Anche per il *cost of debt* si stimerà il suo valore con riferimento sia all'anno 2009 che a all'anno 2014 *forecast*, per le motivazioni già chiarite inerenti la nuova ridefinizione del WACC al termine del periodo di previsione analitica.

Nella tabella 41 sono riportati gli oneri finanziari e il valore dell'indebitamento medio nei due anni suddetti, sia per Sofidel che per LPC, dai quali si è pervenuti al costo del debito attuale (2009) e prospettico (2014).

**Tabella 41: Stima del Kd per Sofidel e LPC (2009, 2014 forecast)**

Procedimento di calcolo del Cost of Debt (Kd)		
<b>Gruppo Sofidel</b>	<b>2009</b>	<b>2014 F</b>
Oneri finanziari (€.000)	23.267	6.239
Indebitamento finanziario medio (€.000)	642.481	176.705
<b>Kd Sofidel</b>	3,62%	3,53%
<b>LPC Group</b>	<b>2009</b>	<b>2014 F</b>
Oneri finanziari (€.000)	6.510	2.597
Indebitamento finanziario medio (€.000)	102.318	39.957
<b>Kd LPC</b>	6,36%	6,50%

Fonte: nostra elaborazione

L'ultimo passo da compiere prima della definitiva stima del costo medio ponderato del capitale (WACC), è stato quello di determinare i pesi di ciascuna fonte di finanziamento all'interno della struttura finanziaria. Coerentemente a quanto fatto finora, ci si è basati sul valore contabile dell'*equity* e del debito, calcolando l'incidenza di ciascuno di essi sia con riferimento al 2009 (data di stima) che al 2014 (primo anno di crescita stabile in perpetuo).

Quanto detto è esplicitato dalla tabella 42, la quale in ultima istanza evidenzia il valore del *Weighted Average Cost of Capital* per le due aziende oggetto del *business case*, una volta aver riportato tutti gli input necessari alla sua determinazione: i costi e i pesi delle fonti di finanziamento, di cui si è parlato pocanzi, e l'aliquota marginale, che permette di considerare i benefici fiscali sul debito.

Il costo medio ponderato del capitale è ottenuto attraverso la formula illustrata all'inizio del presente paragrafo.

**Tabella 42: Stima WACC per Sofidel e LPC (2009, 2014 forecast)**

Procedimento di calcolo del Weighted Average Cost of Capital		
Gruppo Sofidel	2009	2014 F
D/(D+E) ratio	0,6622	0,2349
Cost of debt (Kd)	3,62%	3,53%
Marginal tax rate Italy (t)	31,40%	31,40%
E/(D+E) ratio	0,3378	0,7651
Cost of equity (Ke)	15,83%	10,26%
<b>WACC Sofidel</b>	<b>6,99%</b>	<b>8,42%</b>
LPC Group	2009	2014 F
D/(D+E) ratio	0,4705	0,2007
Cost of debt (Kd)	6,36%	6,50%
Marginal tax rate UK (t)	28,00%	28,00%
E/(D+E) ratio	0,5295	0,7993
Cost of equity (Ke)	10,30%	8,43%
<b>WACC LPC</b>	<b>7,61%</b>	<b>7,67%</b>

Fonte: nostra elaborazione

### **9.6 Stima del Terminal Value**

Dopo aver determinato in via prospettica i flussi di cassa nel periodo di previsione analitica (composto da cinque esercizi), si è proceduto alla quantificazione di un valore finale sintetico, *terminal value*, riferito al periodo di maturità dell'impresa in cui si ipotizza una crescita stabile e infinita della stessa. L'assunto alla base del ragionamento consiste cioè nel fatto che i flussi di cassa che si producono oltre l'ultimo anno del periodo di previsione esplicita cresceranno a un tasso costante in modo perpetuo, supponendo infinita la vita dell'azienda.

Riprendendo la formula del TV, notiamo come per la quantificazione dello stesso si abbia bisogno: del flusso di cassa riferito al primo anno di crescita stabile, assunto pari a quello dell'ultimo anno di previsione analitica ( $n = 2014$ ); del WACC aggiornato a tale data, già calcolato nel paragrafo 9.5; del tasso di crescita perpetuo dei flussi di cassa ( $g$ ).

$$TV_n = \frac{FCFO_{n+1}}{WACC_n - g_n}$$

Dove:

$TV_n$  = valore finale, riferito all'anno  $n$  (fine della fase di previsione esplicita);

$FCFO_{n+1}$  = flusso di cassa operativo atteso nel primo anno di crescita stabile;

$WACC_n$  = costo medio ponderato del capitale in fase di crescita stabile;

$g_n$  = tasso di crescita perpetuo dei FCFO.

Con riferimento al tasso di crescita dei flussi, l'unico input da definire prima di procedere al calcolo del *terminal value*, si ricorda che nel lungo termine un'impresa non può crescere ad un tasso superiore a quello dell'economia (PIL). Qualora essa presenti un tasso di crescita stabile molto inferiore al tasso di crescita dell'economia, significa che col tempo l'azienda in questione diventerà più piccola rispetto all'economia in cui opera.

Come già spiegato nel corso del quarto capitolo, una regola pratica seguita per stabilire un limite massimo per il tasso di crescita stabile, è che esso non dovrebbe superare il tasso privo di rischio utilizzato in una valutazione.

Nel caso oggetto di studio, come tasso di crescita è stata utilizzata l'inflazione media annua registrata in Italia e Regno Unito nei dieci anni precedenti al *deal* (2000-2009), come evidenziato dalla tabella 43 (fonte *Inflation.eu*).<sup>60</sup>

**Tabella 43: Inflazione media annua in Italia e Regno Unito nel decennio 2000-2009**

<b>Inflazione media</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>Media</b>
<b>Italy</b>	2,54%	2,79%	2,46%	2,67%	2,21%	1,98%	2,09%	1,83%	3,35%	0,78%	<b>2,27%</b>
<b>United Kingdom</b>	0,79%	1,24%	1,26%	1,36%	1,34%	2,05%	2,33%	2,32%	3,61%	2,17%	<b>1,85%</b>

Fonte: nostra elaborazione da *Inflation.eu*

Come possiamo agevolmente notare, i tassi medi di inflazione così determinati sono ben al di sotto dei tassi *free risk* utilizzati nella valutazione (4,32% per l'Italia e 3,60% per il Regno Unito). Di conseguenza, nel calcolo del *terminal value* è accettabile utilizzare l'inflazione

<sup>60</sup> <http://it.inflation.eu/tassi-di-inflazione/italia/inflazione-storica/cpi-inflazione-italia.aspx>

<http://it.inflation.eu/tassi-di-inflazione/gran-bretagna/inflazione-storica/cpi-inflazione-gran-bretagna.aspx>

media sopra calcolata come tasso di crescita (g) dei flussi di cassa.

Detto ciò, nella tabella 44 è riportato il procedimento di stima del valore finale (TV), il quale verrà successivamente attualizzato, al pari dei flussi di cassa individuati nel paragrafo 9.4, al fine di pervenire alla definizione dell'*enterprise value*.

**Tabella 44: Stima del Terminal Value**

<b>Procedimento di calcolo del Terminal Value</b>	
<b>Gruppo Sofidel</b>	<b>2014 F</b>
FCFO (€.000)	104.384
WACC	8,42%
Tasso di crescita (g)	2,27%
<b>Terminal Value (€.000)</b>	<b>1.697.412</b>
<b>LPC Group</b>	<b>2014 F</b>
FCFO (€.000)	14.804
WACC	7,67%
Tasso di crescita (g)	1,85%
<b>Terminal Value (€.000)</b>	<b>254.025</b>

Fonte: Nostra elaborazione

### **9.7 Le valutazioni stand alone di Sofidel e LPC**

Una volta determinati i flussi di cassa attesi (FCFO), riferiti al quinquennio di previsione esplicita, e *il terminal value* (TV), riferito al periodo di crescita perpetua, si è proceduto all'attualizzazione degli stessi al costo medio ponderato del capitale (WACC) e alla conseguente definizione dell'*enterprise value* (EV), dato appunto dalla sommatoria tra i flussi di cassa e il valore terminale attualizzati all'anno di riferimento della valutazione (2009). Sottraendo da quest'ultimo valore la posizione finanziaria netta (PFN) e aggiungendo le attività non operative (*surplus assets*), si è infine pervenuti alla quantificazione dell'*equity value* (W).

Il procedimento è ovviamente stato condotto per entrambe le società considerate a sé stanti, *stand alone*, ed è esposto nella successiva tabella 45.

**Tabella 45: Valutazione stand alone di Sofidel e LPC**

Procedimento di calcolo dell'Enterprise Value (EV) e dell'equity value (W)							
<b>Gruppo Sofidel</b>	<b>2009</b>	<b>2010 F</b>	<b>2011 F</b>	<b>2012 F</b>	<b>2013 F</b>	<b>2014 F</b>	<b>T V</b>
<i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000
FCFO e Terminal Value		102.487	95.935	98.690	101.506	104.384	1.697.412
WACC	6,99%						
<b>FCFO e TV attualizzati</b>		95.790	83.807	80.580	77.464	74.454	1.210.722
<b>EV (Enterprise Value)</b>	<b>1.622.816</b>						
Posizione Finanziaria Netta	549.378						
Surplus Assets	648						
<b>W (equity value)</b>	<b>1.074.086</b>						
<b>LPC Group</b>	<b>2009</b>	<b>2010 F</b>	<b>2011 F</b>	<b>2012 F</b>	<b>2013 F</b>	<b>2014 F</b>	<b>T V</b>
<i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000
FCFO e Terminal Value		15.279	13.475	13.910	14.353	14.804	254.025
WACC	7,61%						
<b>FCFO e TV attualizzati</b>		14.199	11.636	11.163	10.703	10.259	176.032
<b>EV (Enterprise Value)</b>	<b>233.991</b>						
Posizione Finanziaria Netta	77.414						
Surplus Assets	2.011						
<b>W (equity value)</b>	<b>158.588</b>						

Fonte: nostra elaborazione

## **9.8 Il supporto della valutazione relativa**

Come già precisato nella presentazione del processo valutativo, le stime effettuate con il criterio principale del *Discounted Cash Flow* sono state sottoposte a verifica attraverso l'utilizzo di un metodo di controllo, quello empirico dei multipli di mercato; l'approccio comparativo è infatti quello più utilizzato dopo il DCF ed è molto noto tra gli operatori.

Riprendendo brevemente alcuni concetti già ampiamente delineati nel corso del paragrafo 4.4, nella valutazione relativa il valore di un business viene stimato osservando il modo in cui imprese con caratteristiche analoghe sono valutate sul mercato. I moltiplicatori mettono a confronto i prezzi di mercato (valori di Borsa o di transazioni comparabili) e grandezze economiche, patrimoniali o finanziarie (utile, fatturato, risultati operativi) di un campione di società ritenute comparabili (*comparables*). Dopodiché, tali rapporti vengono applicati alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione al fine di pervenire in via sintetica al valore di quest'ultima.

In particolare, nel contesto delle valutazioni delle due società sotto analisi, sono stati utilizzati i cosiddetti *stock market multiple*, i quali si basano sulle quotazioni di mercato delle *comparables* ed esprimono valori *stand alone* di un'impresa.

Come campione di società comparabili si è fatto riferimento ad un insieme di società appartenenti al medesimo business o a settori adiacenti, in particolare al *paper and packaging sector*.

La scelta del *ratio* è ricaduta tra i multipli del valore (EV, *Enterprise Value*), costruiti sul capitale operativo di un'impresa (somma tra capitalizzazione di mercato e posizione finanziaria netta), e fra questi è stato deciso di utilizzare il multiplo EV/EBITDA per la sua capacità di riuscire a neutralizzare le eventuali politiche contabili di bilancio, dal momento che la componente reddituale di riferimento (MOL) è considerata al lordo degli ammortamenti e delle svalutazioni.

Nella tabella 46 sono riportati i suddetti multipli medi registrati dalle dieci *comparables* nel corso dell'anno 2010, anno in cui è avvenuta l'acquisizione Sofidel-LPC, dai quali è stato ricavato in ultima istanza il valor medio settoriale (7,28x) utilizzato nella valutazione relativa a supporto del DCF.<sup>61</sup>

---

<sup>61</sup> [http://www.catalystcf.co.uk/uploads/Catalyst\\_Paper\\_and\\_Packaging\\_MA\\_Report\\_2011.pdf](http://www.catalystcf.co.uk/uploads/Catalyst_Paper_and_Packaging_MA_Report_2011.pdf)

**Tabella 46: Multipli medi settoriali**

Average EV/EBITDA Stock Multiples	
Paper & Packaging Sector	2010
International Paper	5,8x
Kimberly-Clark	8,0x
Svenska Cellulosa (SCA)	6,7x
Stora Enso Corp	9,3x
UPM-Kymmene Oyi	7,8x
Smurfit Kappa Group plc	6,1x
DS Smith plc	7,6x
Mondi plc	5,4x
Sappi Limited	5,9x
Holmen AB	10,2x
<b>Average</b>	<b>7,28x</b>

Fonte: Catalyst Corporate Finance

Sulla base dei valori di mercato ricavati, si è calcolato in via sintetica il valore *stand alone* di Sofidel e LPC e lo si è posto a confronto con il dato ottenuto in precedenza attraverso il metodo finanziario. Come si evince dalla tabella 47, i valori ottenuti sono piuttosto confortanti e supportano decisamente le stime condotte in via analitica.

Si precisa inoltre che, essendo Sofidel un'azienda con *brand*, ad essa in realtà potrebbe essere applicato un multiplo leggermente superiore rispetto a LPC, la quale non vanta invece di marchi propri e potrebbe in realtà palesare un valore inferiore del moltiplicatore.<sup>62</sup>

<sup>62</sup> Fonti interne aziendali.

**Tabella 47: Valutazione relativa e assoluta a confronto**

Stima dell'Enterprise Value attraverso i moltiplicatori di Borsa	
<b>Gruppo Sofidel</b>	<b>2009</b>
Average EV/EBITDA stock multiple (industry)	7,28x
EBITDA Sofidel (€.000)	220.175
<b>EV sintetico con multipli (€.000)</b>	<b>1.602.874</b>
EV analitico con DCF (€.000)	1.622.816
<b>LPC Group</b>	<b>2009</b>
Average EV/EBITDA stock multiple (industry)	7,28x
EBITDA LPC (€.000)	32.376
<b>EV sintetico con multipli (€.000)</b>	<b>235.699</b>
EV analitico con DCF (€.000)	233.991

Fonte: nostra elaborazione

## **9.9 La valutazione delle sinergie**

Una volta definito e accertato il valore *stand alone* delle due realtà imprenditoriali coinvolte nel *deal*, si può passare ad illustrare la successiva fase di individuazione e stima delle sinergie conseguibili dall'acquirente Sofidel in seguito all'operazione di acquisizione in tema. Tali sinergie, oltre ad essere quantificate separatamente, sono poi state utilizzate per la costruzione del *business plan* della *combined entity* frutto del processo di integrazione aziendale (cioè il Gruppo Sofidel ex-post).

Gli effetti sinergici fanno capo in parte alle motivazioni strategiche del *deal*, trattate nel paragrafo 8.3, e in parte ad altre oggettive conseguenze generate dall'acquisizione, comprese le eventuali dis-sinergie.

Il procedimento sviluppato per la stima delle sinergie è sintetizzato nei seguenti due punti:

- per ogni effetto ipotizzato, si è individuata la macrovoce variabile di riferimento all'interno dei prospetti contabili *stand alone* costruiti, in funzione della quale si è calcolato il massimo beneficio conseguibile dalla *bidder* (100%) alla fine del quinquennio di previsione esplicita;
- successivamente si è assunto che nel corso dei cinque anni gran parte delle sinergie si manifestasse progressivamente secondo il seguente piano: 20% nel 2010, in quanto il *deal* è stato chiuso a giugno e di conseguenza c'è stato poco tempo per apprezzare concretamente i primi effetti; 50% nel 2011; 75% nel 2012, 90% nel 2013; 100% nel 2014.

Di seguito verranno precisate le assunzioni poste alla base della individuazione e quantificazione delle singole sinergie scaturenti dall'integrazione di LPC nel complesso Sofidel, ricordando che anche tale attività è stata condotta da chi scrive in completa autonomia rispetto alle aziende di cui sopra:

- a) incremento di efficienza in produzione: con tale voce si fa riferimento a tutti quei benefici apportati dal *know-how* di Sofidel negli stabilimenti della realtà acquisita, consistenti nella capacità di produrre con meno scarti, di ottimizzare le materie prime sui prodotti finiti, di razionalizzare gli impianti e in generale di implementare maggiore produttività rispetto alla situazione ex-ante. La massima sinergia conseguibile (100%) è stata quantificata nell'1,5% della macrovoce "costi esterni" situata all'interno del *business plan stand alone* di LPC;
- b) incremento dei prezzi di vendita: per quanto concerne l'attività di trasformazione della

carta *tissue* in prodotti finiti (*converting*), fase svolta nelle cartotecniche, LPC si dedicava esclusivamente alla linea *private label*, nella quale fra l'altro era divenuta leader in Gran Bretagna. Essa non aveva infatti *brand* ed era uscita in passato dalla *business unit* AFH (*Away from Home*). L'azienda si rivolgeva prevalentemente alla grande distribuzione organizzata (GDO) con prodotti cosiddetti "Primo prezzo", qualitativamente non eccellenti ma venduti ad un prezzo contenuto. L'acquisizione di Sofidel ha mutato il processo produttivo secondo le politiche e gli standard del Gruppo, e di conseguenza si è passati dal realizzare prodotti "Primo prezzo" a realizzare prodotti "Premium".<sup>63</sup> Questi ultimi sono maggiormente performanti e caratterizzati da un prezzo di vendita molto maggiore, ragione per cui si prospetta una sinergia derivante dall'incremento del fatturato. La massima sinergia conseguibile (100%) è stata quantificata nel 2% della macrovoce "valore della produzione tipica" componente il *business plan stand alone* di LPC;

- c) maggior potere contrattuale: con ciò ci si riferisce al fatto che, divenendo il secondo *big player* sul mercato proprio grazie all'operazione in tema, Sofidel riuscirà a contrattare e spuntare prezzi migliori dal suo punto di vista con i clienti, riducendo allo stesso tempo parte degli sconti e delle promozioni offerte agli stessi. La massima sinergia conseguibile (100%) al quinto anno è stimata nello 0,1% della sommatoria tra valore della produzione tipica di Sofidel *stand alone* e quello di LPC *stand alone* riferiti all'anno 2009;
- d) sfruttamento della rete commerciale di Sofidel per il collocamento dei prodotti di LPC: si fa riferimento ai benefici legati alla riallocazione delle vendite, allo sfruttamento dei contatti di Sofidel e all'ottimizzazione dei suoi canali distributivi per la commercializzazione delle unità prodotte dalla *target*. La massima sinergia conseguibile (100%) è stata stimata nello 0,8% della macrovoce "valore della produzione tipica" costituente il *business plan stand alone* di LPC;
- e) perdita di fatturato dovuta a sovrapposizione di clientela: dal momento che una piccola parte della clientela è condivisa in comune fra le due società, è lecito attendersi una riduzione del fatturato legata a tale aspetto. In altre parole, se uno stesso cliente acquistava prodotti sia da Sofidel che da LPC, non è detto che in seguito all'integrazione esso si rivolgerà alla *combined entity* (Sofidel ex-post) con un unico ordine riferito all'intero quantitativo di commesse. Spesso, invece, si verifica a livello

---

<sup>63</sup> Fonti interne aziendali.

aggregato la perdita di almeno una parte degli ordinativi pervenuti dal medesimo cliente, specialmente se, come in questo caso, si verifica un cambio di produzione verso output caratterizzati da maggior pregio ma anche maggior prezzo di vendita. Si suppone che la clientela in comune sia pari all'1,5% del fatturato di LPC e si ipotizza che la dis-sinergia si manifesti per il 25% nel 2010 (anno di chiusura del *deal* in cui le commesse ancora non subiscono l'effetto sopra descritto) e per il 100% nei successivi esercizi;

- f) sinergie su acquisti materie: queste si legano essenzialmente alla razionalizzazione del portafoglio fornitori attuata da Sofidel in seguito all'integrazione e al conseguimento di economie di volume, che permettono all'azienda di ottenere dai venditori di materie prime maggiori sconti sulle accresciute quantità comperate, concludendo perciò contratti di fornitura più vantaggiosi rispetto a prima. La massima sinergia conseguibile è stata ottenuta applicando la percentuale dell'1% sulla sommatoria dei "costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci" di Sofidel e LPC alla data di chiusura del bilancio 2009. Trattandosi di una voce, e non di una macrovoce, i valori cui si è fatto riferimento sono quelli contenuti nei bilanci riclassificati per esteso, non sintetici, allegati in Appendice 2;
- g) sinergie su consumi energetici: seguendo lo stesso ragionamento del punto precedente, si ipotizza che Sofidel riuscirà a chiudere contratti migliori per quanto concerne le forniture di elettricità e gas metano, dal momento che avrà bisogno di maggiori servizi e di conseguenza potrà beneficiare di maggiori sconti. La massima sinergia conseguibile al quinto anno (100%) è stata quantificata nello 0,7% della sommatoria fra "costi per servizi" di Sofidel e LPC, riportati nelle riclassificazioni non sintetiche situate in Appendice 2;
- h) riduzione delle spese generali: si fa riferimento ai minori costi sostenuti dal complesso Sofidel ex-post riguardo alle manutenzioni, alle provvigioni, alle consulenze e in generale agli oneri diversi di gestione. La massima sinergia conseguibile (100%) è stata posta pari allo 0,4% della sommatoria fra "costi per servizi" e "oneri diversi di gestione" di Sofidel e LPC nell'anno 2009 (si vedano ancora le riclassificazioni allegate in Appendice 2);
- i) razionalizzazione dei presidi organizzativi: tale aspetto concerne il risparmio dei costi di cui potrebbe giovare Sofidel dal potenziale licenziamento del personale in esubero di LPC in seguito all'integrazione, conseguendo una ristrutturazione dell'organico e facendo subentrare personale del gruppo italiano. Sebbene non sia ovviamente una

motivazione dell'azienda acquirente, è logico aspettarsi una fisiologica riorganizzazione interna, per cui chi scrive ritiene di dover considerare tale tematica. Per la quantificazione di questo effetto, si è ipotizzato un esubero di 80 dipendenti (mediamente 20 unità per ogni Paese in cui svolgeva la propria attività il gruppo LPC) e uno stipendio medio di 2.500 Euro al mese. Moltiplicando il numero dei dipendenti per la retribuzione annua da essi percepita si è stimato il valore della massima sinergia conseguibile. Inoltre, si è ipotizzato che il 45% dei *lay-off* avvenga nel 2011 (anno successivo al *deal*), mentre il restante 55% nel 2012; quindi per tale sinergia non si è considerato il piano progressivo delineato in precedenza;

- j) spese di *lay-off* del personale: ovviamente, laddove ci fossero dei licenziamenti ci saranno anche dei costi da sostenere per ridurre l'occupazione tramite recesso dal contratto di lavoro, i quali rappresentano perciò delle dis-sinergie. Tali costi derivano principalmente dall'indennità di licenziamento (trasferimento monetario che il datore di lavoro deve versare al lavoratore licenziato), dal periodo di preavviso (intervallo di tempo che deve essere concesso al lavoratore prima che il licenziamento diventi effettivo), dai costi processuali (le parcelle degli avvocati) e da altri costi procedurali. Si è così assunto che degli 80 dipendenti licenziati, 60 siano costituiti da operai e impiegati per i quali versare mediamente una cifra approssimativa intorno ai 20.000 Euro per unità, mentre 20 siano dirigenti e funzionari per i quali sostenere una spesa ipotetica di 120.000 Euro a testa. Tali costi si manifesteranno per il 45% nel 2011 e per il 55% nel 2012 (coerentemente a quanto detto al punto precedente), e verranno considerati alla stregua di oneri straordinari sostenuti in tali anni, concorrendo perciò alla formazione del risultato della gestione straordinaria;
- k) riduzione dei compensi spettanti ad amministratori, sindaci e revisori: una volta avvenuta l'acquisizione di Sofidel, ovviamente anche gli organi quali il Consiglio di Amministrazione e il collegio sindacale di LPC cesseranno di esistere e di conseguenza verranno meno i suoi costi; stessa cosa accade per i compensi riconosciuti ai revisori contabili cui si rivolgeva la *target* britannica. Il tutto condurrà in definitiva ad un risparmio di costo stimato in 600.000 Euro, sulla base di quanto riportato in media nei bilanci delle società con riferimento a tali voci.

Nella tabella 48 è illustrato il processo di calcolo delle sinergie, in virtù di tutto quello che è stato premesso sinora.

**Tabella 48: Stima delle sinergie conseguibili da Sofidel con l'acquisizione di LPC**

Procedimento di calcolo delle sinergie					
Anni consuntivi <i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	2010 F	2011 F	2012 F	2013 F	2014 F
	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000
<b>Sinergie conseguibili dall'integrazione</b>	<b>20%</b>	<b>50%</b>	<b>75%</b>	<b>90%</b>	<b>100%</b>
Incremento di efficienza in produzione	565	1.412	2.118	2.541	2.824
Incremento dei prezzi di vendita	1.038	2.595	3.893	4.671	5.190
Maggior potere contrattuale	255	637	956	1.147	1.275
Sfruttamento della rete commerciale di Sofidel	415	1.038	1.557	1.868	2.076
<b>Perdita di fatturato per soliti clienti serviti</b>	<b>-973</b>	<b>-3.893</b>	<b>-3.893</b>	<b>-3.893</b>	<b>-3.893</b>
Sinergie su acquisti materie	857	2.143	3.214	3.857	4.285
Sinergie su consumi energetici	571	1.429	2.143	2.572	2.857
Riduzione delle spese generali	338	844	1.266	1.520	1.688
Razionalizzazione dei presidi organizzativi	0	1.080	2.400	2.400	2.400
<b>Spese di lay-off</b>	<b>0</b>	<b>-1.620</b>	<b>-1.980</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Riduzione dei compensi spettanti ad amministratori, sindaci e revisori	0	600	600	600	600
<b>Sinergie per anno</b>	<b>3.066</b>	<b>6.265</b>	<b>12.274</b>	<b>17.283</b>	<b>19.303</b>

Fonte: nostra elaborazione

Le sinergie sopra individuate sono prevalentemente di carattere operativo o di mercato, alcune di costo e altre di ricavo.

Non sono state riportate sinergie fiscali in quanto, laddove anche ce ne fossero state, si reputano prive di rilievo. Si fa riferimento, ad esempio, alla possibilità di dedurre fiscalmente da parte di Sofidel la perdita di esercizio registrata dalla *target* LPC nell'anno 2008 (circa 4,6 milioni di Euro).

Infine, a livello di sinergie finanziarie, l'effetto della variazione del costo medio ponderato del capitale (WACC) sarà considerato nel paragrafo 9.16 in tema di differenziale di rischio componente il valore di acquisizione.

## 9.10 Ipotesi di prezzo su dati di mercato

Si è già precisato che per ragioni confidenziali di riservatezza aziendale non ci è stato consentito di riportare il prezzo effettivamente pagato da Sofidel per l'acquisto del capitale di LPC. Nonostante ciò, un'ipotesi di prezzo ce la possono fornire i multipli di mercato, in particolare i *deal multiple*. Il dato inerente il prezzo, infatti, è fondamentale fin dalla ricostruzione del *business plan* della *combined entity* (paragrafo 9.11), in quanto permette di calcolare il valore dell'avviamento (eccedenza del prezzo pagato rispetto al valore contabile del patrimonio netto della *target*) da incorporare nel bilancio dell'acquirente in seguito all'acquisizione.

La tabella 49 riporta i multipli medi EV/Sales e EV/EBITDA relativi a tutte le operazioni di M&A avvenute negli anni 2002-2013,<sup>64</sup> senza distinzione alcuna dal punto di vista settoriale né per quanto riguarda la differenza fra transazioni "strategiche", compiute cioè da operatori industriali, e "finanziarie", tipicamente concluse da operatori di *private equity*.

Tabella 49: Multipli transazioni M&A (2002-2013)

PE + STRATEGIC BUYERS	EV/SALES	EV/EBITDA
MEDIA 2002	1,2x	7,8x
MEDIA 2003	1,1x	6,8x
MEDIA 2004	1,0x	6,8x
MEDIA 2005	1,2x	7,6x
MEDIA 2006	1,6x	7,7x
MEDIA 2007	1,4x	8,2x
MEDIA 2008	1,3x	7,6x
MEDIA 2009	1,2x	7,3x
MEDIA 2010	1,4x	7,0x
MEDIA 2011	1,6x	7,6x
MEDIA 2012	1,2x	7,3x
MEDIA 2013	1,5x	8,4x

Fonte: Fineurop Soditic

<sup>64</sup> Fonte: Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI), *Directory M&A. L'analisi del mercato e i trend principali*, 2014.

Scendendo un po' più nello specifico, la tabella 50 riporta i multipli delle transazioni comparabili nei quattro anni precedenti il *deal*,<sup>65</sup> dove per transazioni comparabili si sono considerate quelle effettuate all'interno del macrosettore *packaging* (in coerenza a quanto fatto nel paragrafo 9.8 con gli *stock market multiple* a supporto delle valutazioni *stand alone*), il quale presenta una certa contiguità con quello del *tissue*.

Come risulta evidente in questa tabella, le transazioni strategiche (*strategic deal*) palesano dei multipli superiori alle transazioni finanziarie (*financial deal*), coerentemente con il fatto che i prezzi pagati nelle prime riflettono anche il valore delle sinergie potenzialmente conseguibili dagli acquirenti industriali in seguito all'integrazione fra le due realtà societarie; esse, cioè, incorporano un premio di acquisizione (*acquisition premium*) dovuto ai benefici attesi dall'acquirente strategico (*takeover synergy*), cosa che non avviene ad esempio in caso di operazioni concluse da fondi di *private equity*.

Il multiplo medio utilizzato è ancora una volta quello EV/EBITDA, dove per ogni *deal* considerato l'*enterprise value* è stato ottenuto riproporzionando al 100% il valore dell'*equity value* pagato<sup>66</sup> e sommando a tale importo il valore contabile della posizione finanziaria netta della società *target* come risultante dall'ultimo bilancio di esercizio antecedente il perfezionamento della transazione.

**Tabella 50: Multipli transazioni comparabili (2006-2009)**

Average EV/EBITDA Deal Multiples					
Packaging M&A Transactions	2006	2007	2008	2009	Average (06-09)
Financial deals	7,2x	7,4x	6,6x	5,3x	6,63x
Strategic deals	7,5x	8,7x	7,2x	6,5x	7,48x

Fonte: nostra elaborazione da Mesirow Financial Investment Banking, *Packaging Perspectives*, 2014

Per ottenere un valore ancor più attendibile del multiplo, il quale potrebbe aver subito negli ultimi anni considerati gli effetti generali della congiuntura macroeconomica sfavorevole, si è calcolato il valor medio dei multipli riferiti ai quattro anni precedenti al *deal* (2006-2009). Tale multiplo medio è stato poi applicato nel 2009 alla variabile economica di riferimento

<sup>65</sup> Fonte: Mesirow Financial Investment Banking, *Packaging Perspectives*, January 2014.

<sup>66</sup> Ad esempio, se è stato acquistato il 60% del capitale della *target* (X), si ricerca per proporzione il valore del 100% (Y).  $Y = X / 0,6$ .

(EBITDA) di LPC, la *target* del nostro *business case*, pervenendo così al suo *enterprise value* (EV). Dopodiché, sottraendo l'indebitamento finanziario netto (PFN) e aggiungendo il valore residuale dei *surplus assets* (attività non operative), si è giunti al valore di mercato del capitale netto di LPC, cioè il prezzo verosimilmente pagato da Sofidel stando ai dati di mercato. L'*equity value* (W) corrisponde infatti al prezzo di mercato del patrimonio netto ed è pari al prezzo di acquisizione nel caso di acquisizioni totalitarie (100% del capitale), come quella che stiamo trattando.

Quanto detto è illustrato nella susseguente tabella 51, dalla quale emerge un probabile prezzo di 166,6 milioni di Euro riconosciuto dai vertici del Gruppo Sofidel per l'acquisto della proprietà di LPC Group. L'avviamento (*goodwill*) è pari alla differenza tra il prezzo pagato e il valore contabile dell'equity della *target*; esso sarà considerato nel prossimo paragrafo in sede di ricostruzione dello stato patrimoniale previsionale della *combined entity* (Sofidel ex-post operazione), dove sarà inserito fra le immobilizzazioni immateriali.

**Tabella 51: Il prezzo di acquisizione di LPC e il valore dell'avviamento**

Relative Valuation: Strategic Deal Multiple	
Anno di riferimento <i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	2009 €.000
Average EV/EBITDA deal multiple (industry)	7,48x
EBITDA di LPC	32.376
<b>Enterprise Value (EV)</b> Valore di mercato del capitale operativo di LPC	<b>242.012</b>
Posizione Finanziaria Netta di LPC	77.414
Surplus Assets di LPC	2.011
<b>Equity Value (W)</b> Valore di mercato del patrimonio netto di LPC = Prezzo	<b>166.609</b>
Patrimonio netto di LPC	115.136
<b>Avviamento (goodwill)</b>	<b>51.473</b>

Fonte: nostra elaborazione

### **9.11 Costruzione del business plan della combined entity (Sofidel ex-post)**

Il *business plan* di Sofidel ex-post operazione è costituito dall'aggregazione dei valori contenuti nei bilanci prospettici *stand alone* di Sofidel e LPC, illustrati nei paragrafi 9.2 e 9.3, e dall'integrazione nelle macrovoci che lo compongono delle singole sinergie delineate al precedente paragrafo 9.9. Ad esempio, le sinergie “incremento dei prezzi di vendita” o “sfruttamento della rete commerciale” impatteranno sulla macrovoce “valore della produzione tipica”, le “sinergie su acquisti materie” o le “sinergie su consumi energetici” andranno ad incidere sui “costi esterni”, la “razionalizzazione dei presidi organizzativi” sui “costi interni” mentre le “spese di *lay-off*” influiranno sul risultato della gestione straordinaria.

Inoltre, come anticipato nel precedente paragrafo, nella ricostruzione dei prospetti di bilancio previsionali della *combined entity* si è dovuto considerare il valore dell'avviamento (tabella 51), il quale è stato inserito nella macrovoce “attivo immobilizzato operativo”.

Dall'integrazione delle due società si modificano di conseguenza alcuni parametri economico-finanziari come ammortamenti, CAPEX, ciclo di conversione di cassa (CCC), piano di rimborso dei debiti e oneri finanziari, per i quali le aliquote di riferimento si assumono pari a quelle della *bidder* Sofidel, presupponendo cioè la rinegoziazione dell'indebitamento di LPC da parte dell'acquirente italiano una volta avvenuto il *deal*.

Il quadro delle principali informazioni riguardanti la nuova realtà venutasi a creare per mezzo dell'operazione di acquisizione, Sofidel ex-post, è riassunto nelle tabelle 52 e 53.

**Tabella 52: Informazioni economico-finanziarie riguardanti Sofidel post-integrazione**

Informazioni economico finanziarie					
<b>Anni consuntivi</b> <i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	<b>2010 F</b>	<b>2011 F</b>	<b>2012 F</b>	<b>2013 F</b>	<b>2014 F</b>
	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000
Ammortamenti su cespiti esistenti	83.000	79.000	75.000	71.000	67.000
Ammortamenti su cespiti nuovi	4.320	8.640	12.960	17.280	21.600
<b>Totale ammortamenti per anno</b>	<b>87.320</b>	<b>87.640</b>	<b>87.960</b>	<b>88.280</b>	<b>88.600</b>
CAPEX di Mantenimento	54.000	54.000	54.000	54.000	54.000
CAPEX di Espansione	0	0	0	0	0
<b>Total CAPEX per anno</b>	<b>54.000</b>	<b>54.000</b>	<b>54.000</b>	<b>54.000</b>	<b>54.000</b>
Total CAPEX Cumulated	54.000	108.000	162.000	216.000	270.000
Total Depreciation Fund	0	0	0	0	0
<b>Repayment Plan</b>	<b>72.000</b>	<b>72.000</b>	<b>72.000</b>	<b>72.000</b>	<b>72.000</b>
<i>Interest rate on long term debt</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,0%</i>
<b>Interests on Long Term Debt</b>	<b>16.871</b>	<b>13.991</b>	<b>11.111</b>	<b>8.231</b>	<b>5.351</b>
<i>Interest rate on short term debt</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>
<b>Interests on Short Term Debt</b>	<b>8.717</b>	<b>10.255</b>	<b>9.343</b>	<b>8.172</b>	<b>6.774</b>
<b>Totale Oneri Finanziari</b>	<b>25.588</b>	<b>24.246</b>	<b>20.454</b>	<b>16.402</b>	<b>12.125</b>

Fonte: nostra elaborazione su dati management

**Tabella 53: Ciclo di Conversione di Cassa e gestione del working capital per Sofidel ex-post**

Cash Conversion Cycle (CCC)					
<b>Anni consuntivi</b> <i>(valori espressi in giorni)</i>	<b>2010 F</b>	<b>2011 F</b>	<b>2012 F</b>	<b>2013 F</b>	<b>2014 F</b>
	<i>gg</i>	<i>gg</i>	<i>gg</i>	<i>gg</i>	<i>gg</i>
<i>Attivo corrente operativo:</i>					
<b>Days Inventory Outstanding + Days Sales Outstanding</b>	<b>140</b>	<b>136</b>	<b>131</b>	<b>127</b>	<b>123</b>
<i>Passivo corrente operativo:</i>					
<b>Days Payable Outstanding</b>	<b>123</b>	<b>123</b>	<b>124</b>	<b>124</b>	<b>124</b>
<b>Cash Conversion Cycle</b>	<b>+17</b>	<b>+13</b>	<b>+7</b>	<b>+3</b>	<b>-1</b>

Fonte: nostra elaborazione

Secondo quanto detto, le tabelle 54 e 55 riportano i prospetti previsionali di Conto Economico e Stato Patrimoniale riferiti al Gruppo Sofidel in seguito all'acquisizione della *target* LPC.

**Tabella 54: Conto Economico previsionale di Sofidel post-integrazione**

Conto Economico riclassificato a valore della produzione e valore aggiunto					
<b>Anni consuntivi</b>	<b>2010 F</b>	<b>2011 F</b>	<b>2012 F</b>	<b>2013 F</b>	<b>2014 F</b>
<i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000
Valore della produzione tipica	1.300.900	1.326.547	1.355.205	1.383.540	1.411.989
Costi esterni	945.169	960.622	977.038	995.005	1.013.950
<b>Valore Aggiunto</b>	<b>355.732</b>	<b>365.924</b>	<b>378.167</b>	<b>388.535</b>	<b>398.040</b>
Costi interni	173.064	174.845	177.055	180.656	184.330
<b>EBITDA</b>	<b>182.668</b>	<b>191.079</b>	<b>201.112</b>	<b>207.878</b>	<b>213.710</b>
Ammortamenti, Svalutaz., Accanton.	87.320	87.640	87.960	88.280	88.600
<b>EBIT</b>	<b>95.348</b>	<b>103.439</b>	<b>113.152</b>	<b>119.598</b>	<b>125.110</b>
Risultato gestione accessoria	2.600	2.652	2.705	2.759	2.815
Risultato gestione finanziaria	-25.588	-24.246	-20.454	-16.402	-12.125
<b>Risultato Gestione Ordinaria</b>	<b>72,361</b>	<b>81.846</b>	<b>95.403</b>	<b>105.956</b>	<b>115.800</b>
Risultato gestione straordinaria	0	-1.620	-1.980	0	0
<b>Risultato Ante Imposte</b>	<b>72.361</b>	<b>80.226</b>	<b>93.423</b>	<b>105.956</b>	<b>115.800</b>
Imposte sul reddito di esercizio	22.721	25.191	29.335	33.270	36.361
<i>(tax rate)</i>	<i>31,40%</i>	<i>31,40%</i>	<i>31,40%</i>	<i>31,40%</i>	<i>31,40%</i>
<b>Risultato Netto</b>	<b>49.640</b>	<b>55.035</b>	<b>64.088</b>	<b>72.686</b>	<b>79.439</b>

Fonte: nostra elaborazione

**Tabella 55: Stato Patrimoniale previsionale di Sofidel post-integrazione**

Stato Patrimoniale riclassificato secondo il criterio funzionale					
<b>Stato Patrimoniale Attivo</b>	<b>2010 F</b>	<b>2011 F</b>	<b>2012 F</b>	<b>2013 F</b>	<b>2014 F</b>
<i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000
Attivo corrente operativo	504.340	499.757	494.790	489.424	483.646
Passivo corrente operativo	322.736	329.191	335.775	342.490	349.340
<b>Capitale Circolante Netto Comm.</b>	<b>181.604</b>	<b>170.567</b>	<b>159.016</b>	<b>146.934</b>	<b>134.306</b>
Attivo immobilizzato operativo	997.441	963.801	929.841	895.561	860.961
Passivo immobilizzato operativo	111.852	107.852	103.852	99.852	95.852
(Investimenti strutturali netti)	885.589	855.949	825.989	795.709	765.109
<b>Capitale Investito Netto Operativo</b>	<b>1.067.193</b>	<b>1.026.516</b>	<b>985.004</b>	<b>942.643</b>	<b>899.415</b>
Attività non operative	2.659	2.659	2.659	2.659	2.659
<b>Capitale Investito Netto</b>	<b>1.069.852</b>	<b>1.029.175</b>	<b>987.663</b>	<b>945.302</b>	<b>902.074</b>
<hr/>					
<b>Stato Patrimoniale Passivo</b>	<b>2010 F</b>	<b>2011 F</b>	<b>2012 F</b>	<b>2013 F</b>	<b>2014 F</b>
<i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000
Debiti finanziari a breve	354.809	328.866	294.029	250.747	200.853
Debiti finanziari a lungo	385.767	313.767	241.767	169.767	97.767
(Totale debiti finanziari)	740.576	642.633	535.796	420.514	298.620
Attività liquide	48.154	45.923	44.686	44.450	45.223
<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	<b>692.422</b>	<b>596.710</b>	<b>491.110</b>	<b>376.064</b>	<b>253.397</b>
Patrimonio Netto	377.430	432.464	496.553	569.238	648.677
<b>Capitale raccolto netto</b>	<b>1.069.852</b>	<b>1.029.175</b>	<b>987.663</b>	<b>945.302</b>	<b>902.074</b>

Fonte: nostra elaborazione

### **9.12 Stima dei flussi di cassa attesi per Sofidel post-integrazione**

Allo stesso modo di come si è proceduto nel paragrafo 9.4 con riferimento alle due realtà societarie considerate a sé stanti (*stand alone*), in questa sede ci dedicheremo alla quantificazione dei *Free Cash Flow from Operations* (FCFO) della *combined entity*, che concorreranno insieme al *terminal value* a definirne il suo valore economico secondo l'approccio seguito del *Discounted Cash Flow analysis* (DCF).

Non necessitando di particolari spiegazioni, in quanto il *modus operandi* è esattamente lo stesso che si è già visto e chiarito nel corso del lavoro, riportiamo all'interno della tabella 56 lo schema logico che ha condotto alla formazione dei flussi di cassa di cui sopra.

**Tabella 56: Quantificazione dei flussi di cassa rilevanti per Sofidel post-integrazione**

Procedimento di calcolo dei Free Cash Flow from Operations (FCFO)					
Anni consuntivi <i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	2010 F	2011 F	2012 F	2013 F	2014 F
	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000
<b>EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)</b>	95.348	103.439	113.152	119.598	125.110
Imposte specifiche sul risultato operativo <i>(tax rate)</i>	-29.939	-32.480	-35.530	-37.554	-39.285
	31,40%	31,40%	31,40%	31,40%	31,40%
<b>NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)</b>	65.409	70.959	77.622	82.045	85.825
Ammortamenti, Svalutazioni, Accantonamenti	87.320	87.640	87.960	88.280	88.600
<b>Cash Flow operativo</b>	152.729	158.599	165.582	170.325	174.425
Variazione del CCNC <i>(working capital)</i>	22.020	11.037	11.551	12.081	12.628
Variazione passivo immobilizzato operativo	-4.000	-4.000	-4.000	-4.000	-4.000
<b>Cash Flow operativo corrente</b>	170.749	165.636	173.133	178.406	183.054
CAPEX <i>(CAPital EXpenditure)</i>	-105.473	-54.000	-54.000	-54.000	-54.000
<b>Cash Flow dopo investimenti</b>	65.276	111.636	119.133	124.406	129.054
Altre voci di tipo accessorio o straordinario	2.600	1.032	725	2.759	2.815
<b>FCFO (Free Cash Flow from Operations)</b>	67.876	112.669	119.859	127.165	131.868

Fonte: nostra elaborazione

### **9.13 Stima del WACC per Sofidel post-integrazione**

Ripercorrendo il medesimo ragionamento del paragrafo 9.5, adesso ci occuperemo di definire il costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital*) dell'acquirente Sofidel in seguito all'incorporazione della *target* LPC, da utilizzare nell'attualizzazione dei flussi di cassa sopra stimati e del *terminal value* calcolato nel successivo paragrafo. Senza illustrare a parole ogni *step* del percorso, già sufficientemente dettagliato nello svolgimento della trattazione, le tabelle che seguiranno si occuperanno di: definire il costo del capitale di rischio ( $K_e$ ), attraverso la stima dei parametri rilevanti quali il *beta*; definire il costo del capitale di debito ( $K_d$ ); calcolare il WACC come media ponderata dei due aggregati individuati.

**Tabella 57: Stima del beta di Sofidel post-integrazione (2009, 2014 forecast)**

Procedimento del Bottom-up Beta		
Gruppo Sofidel ex-post	2009	2014 F
Beta unlevered paper/forest products	0,91	0,91
Equity (€.000)	327.790	648.677
Indebitamento finanziario medio (€.000)	744.799	359.567
D/E Ratio	2,2722	0,5543
Marginal Tax Rate Italy	31,40%	31,40%
<b>Beta levered Sofidel ex-post</b>	<b>2,3252</b>	<b>1,2543</b>

Fonte: nostra elaborazione

**Tabella 58: Stima del Ke per Sofidel post-integrazione (2009, 2014 forecast)**

Procedimento di calcolo del Cost of Equity (Ke)		
Gruppo Sofidel ex-post	2009	2014 F
Free risk rate (Bond 10 Y Italy)	4,32%	4,32%
Market risk premium (Italy)	5,40%	5,40%
Beta (levered) Sofidel ex-post	2,3252	1,2543
<b>Ke Sofidel ex-post</b>	<b>16,88%</b>	<b>11,09%</b>

Fonte: nostra elaborazione

**Tabella 59: Stima del Kd per Sofidel post-integrazione (2009, 2014 forecast)**

Procedimento di calcolo del Cost of Debt (Kd)		
Gruppo Sofidel ex-post	2009	2014 F
Oneri finanziari (€.000)	29.777	12.125
Indebitamento finanziario medio (€.000)	744.799	359.567
<b>Kd Sofidel ex-post</b>	<b>4,00%</b>	<b>3,37%</b>

Fonte: nostra elaborazione

**Tabella 60: Stima WACC per Sofidel post-integrazione (2009, 2014 forecast)**

Procedimento di calcolo del Weighted Average Cost of Capital		
Gruppo Sofidel ex-post	2009	2014 F
D/(D+E) ratio	0,6944	0,3566
Cost of debt (Kd)	4,00%	3,37%
Marginal tax rate Italy (t)	31,40%	31,40%
E/(D+E) ratio	0,3056	0,6434
Cost of equity (Ke)	16,88%	11,09%
<b>WACC Sofidel ex-post</b>	<b>7,06%</b>	<b>7,96%</b>

Fonte: nostra elaborazione

#### **9.14 Stima del Terminal Value di Sofidel post-integrazione**

Anche riguardo al valore terminale (TV) il procedimento seguito è esattamente lo stesso già illustrato in precedenza per le due società *stand alone* (paragrafo 9.6), per cui ci limiteremo in questa sede ad esporre i valori stimati all'interno della tabella 61.

**Tabella 61: Stima del Terminal Value di Sofidel post-integrazione**

Procedimento di calcolo del Terminal Value	
Gruppo Sofidel ex-post	2014 F
FCFO (€.000)	131.868
WACC	7,96%
Tasso di crescita (g)	2,27%
<b>Terminal Value (€.000)</b>	<b>2.316.740</b>

Fonte: Nostra elaborazione

### **9.15 La valutazione di Sofidel post-integrazione**

Dopo aver determinato i flussi di cassa attesi (FCFO), riferiti al quinquennio di previsione analitica, e il valore sintetico residuale (*terminal value*), riferito al periodo di crescita perpetua, si è proceduto all'attualizzazione degli stessi al costo medio ponderato del capitale (WACC) così da pervenire al valore del capitale operativo dell'acquirente Sofidel in seguito al *deal*, cioè all'*enterprise value* (EV). Come già ripetuto più volte, sottraendo da quest'ultimo la posizione finanziaria netta (PFN) e aggiungendo le attività non operative (*surplus assets*), si giunge alla quantificazione dell'*equity value* (W), cioè al valore del capitale economico della *combined entity*. Il tutto è riportato nella tabella 62.

**Tabella 62: Valutazione di Sofidel post-integrazione**

Procedimento di calcolo dell'Enterprise Value (EV) e dell'equity value (W)							
<b>Gruppo Sofidel ex-post</b>	<b>2009</b>	<b>2010 F</b>	<b>2011 F</b>	<b>2012 F</b>	<b>2013 F</b>	<b>2014 F</b>	<b>T V</b>
<i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000
FCFO e Terminal Value		67.876	112.669	119.859	127.165	131.868	2.316.740
WACC	7,06%						
<b>FCFO e TV attualizzati</b>		63.399	98.295	97.671	96.790	93.749	1.647.036
<b>EV (Enterprise Value)</b>	<b>2.096.940</b>						
Posizione Finanziaria Netta	626.792						
Surplus Assets	2.659						
<b>W (equity value)</b>	<b>1.472.807</b>						

Fonte: nostra elaborazione

### **9.16 Il valore di acquisizione**

Riprendendo i concetti argomentati nel paragrafo 3.7, un'operazione di acquisizione risulta economicamente conveniente quando da questa ne deriva un beneficio economico per l'acquirente, cioè quando si genera un valore aggiunto dato dalla differenza tra il valore delle due imprese unite a seguito dell'operazione (*combined entity*) e la somma dei valori *stand alone* delle stesse ex-ante.

Nel nostro *business case* infatti risulta che:

$$W_{Sofidel+LPC} > W_{Sofidel} + W_{LPC}$$

$$1.472.807.000 > 1.074.086.000 + 158.588.000$$

Il plusvalore che ne deriva (circa 240 milioni di Euro) è dovuto alle sinergie conseguibili da Sofidel, calcolate nel paragrafo 9.9, e da ulteriori elementi quali il differenziale di rischio e le opportunità incrementali scaturenti dall'operazione.

Per apprezzare gli effetti dell'acquisizione si pone a confronto lo "scenario base", riferito cioè al valore del capitale economico di Sofidel in assenza dell'operazione, e il cosiddetto "scenario innovativo", rappresentato dal valore della stessa azienda in seguito all'investimento.

Riprendendo il modello della stratificazione del valore introdotto da Massari, il valore di acquisizione contestualizzato al caso in esame è rappresentato nella tabella 63, dalla quale si evince che esso risulta composto dal valore *stand alone* di LPC, dal valore delle sinergie conseguenti l'operazione, dal valore del differenziale di rischio (operativo, di mercato, finanziario) e dal valore delle opportunità strategiche incrementali generate dall'acquisizione (*real option*).

**Tabella 63: Il valore di acquisizione secondo il modello della stratificazione del valore**

<b>W Sofidel + LPC</b>	<b>-</b>	<b>W Sofidel</b>	<b>=</b>	<b>W Acquisizione (LPC)</b>
Valore <i>stand alone</i> di Sofidel		Valore <i>stand alone</i> di Sofidel		
Valore <i>stand alone</i> di LPC				Valore <i>stand alone</i> di LPC
Valore delle sinergie				Valore delle sinergie
Valore del differenziale di rischio				Valore del differenziale di rischio
Valore delle opportunità incrementali				Valore delle opportunità incrementali

Fonte: nostro adattamento da Massari M., Zanetti L., *Valutazione finanziaria: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, 2008

Il valore di acquisizione può essere calcolato indifferentemente in uno dei seguenti modi:

a) procedimento diretto:

$$W_{Acquisizione} = W_{LPC} + W_{Sinergie} + W_{\Delta rischio} + W_{Opportunità}$$

b) procedimento indiretto:

$$W_{Acquisizione} = W_{Sofidel+LPC} - W_{Sofidel}$$

#### a) Il procedimento diretto

Per quanto concerne il calcolo del valore complessivo delle sinergie, bisogna riprendere i flussi sinergici calcolati al paragrafo 9.9 e attualizzarli al WACC di Sofidel ex-post integrazione (7,06%). Ma non basta. Al termine dell'ultimo esercizio previsionale (2014) è opportuno definire anche un *terminal value* per il semplice motivo che non è logico attendersi che le sinergie all'improvviso cessino di esistere dopo il quinquennio, ma di fatto esse si protrarranno nel tempo. Però, è altrettanto logico ritenere che esse non siano difendibili in eterno e che pian piano si affievoliranno fino a tendere a zero, in virtù del fatto che il vantaggio competitivo realizzato da Sofidel con l'acquisizione di LPC potrà verosimilmente essere ostacolato dai *competitors*, i quali si organizzeranno per ridurre il *gap* e uniformarsi con investimenti o similari operazioni di M&A. Se si trattasse ad esempio di un brevetto, infatti, si potrebbe anche supporre che i benefici si manifesteranno all'infinito, vista l'unicità dell'*asset* e l'impossibilità di replicarlo; ma trattandosi in fondo di un investimento, è prudente aspettarsi che nel tempo le sinergie cessino di prodursi. Di conseguenza, nel calcolo del valore finale (TV) bisognerebbe prudentemente inserire un "tasso di decrescita" annuo ( $g < 0$ ), in linea con quanto detto sopra.

Nella tabella 64, in cui si è stimato il valore attuale complessivo delle sinergie, il *terminal value* (rendita perpetua) è ottenuto dividendo il flusso delle sinergie a pieno regime dell'anno 2014, pari a 19,3 milioni, per la differenza tra il WACC riferito al 2014 di Sofidel ex-post (7,96%) e il tasso di crescita dei flussi sinergici nel tempo ( $g$ ), ipotizzato al -10%. Il valore del *terminal value* e quello delle sinergie annue sono stati poi attualizzati al WACC del 2009 (7,06%) e in seguito sommati fra loro, pervenendo in tal modo al valore attuale delle sinergie complessive, pari a circa 121,6 milioni di Euro.

È evidente come tale valore risulti fortemente influenzato dalle ipotesi fatte in merito al tasso di decrescita inserito nel calcolo del valore terminale; infatti, se avessimo assunto un

tasso “g” superiore o inferiore rispetto a quello applicato (-10%), avremmo ottenuto un valore complessivo delle sinergie rispettivamente minore o maggiore.

**Tabella 64: Valore attuale delle sinergie**

Procedimento di calcolo del valore attuale complessivo delle sinergie							
Anni consuntivi	2009	2010 F	2011 F	2012 F	2013 F	2014 F	T V
(valori espressi in migliaia di Euro)	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000
<b>Sinergie per anno</b>		3.066	6.265	12.274	17.283	19.303	
WACC combined entity (Sofidel ex-post)	7,06%					7,96%	
tasso di decrescita dei flussi sinergici (g)							-10,00%
<b>Terminal Value</b>							107.464
<b>Attualizzazione sinergie annue e TV</b>		2.864	5.466	10.002	13.155	13.723	76.399
<b>Valore attuale complessivo delle sinergie</b>	<b>121.608</b>						

Fonte: nostra elaborazione

Le componenti relative al differenziale di rischio e alle opportunità incrementalì sono complesse da stimare e nella maggioranza dei casi vengono trascurate.

Il differenziale di rischio si riferisce al fatto che un’operazione di acquisizione può incidere sulle caratteristiche operative e/o finanziarie della società acquirente, facendole a posteriori sopportare un rischio superiore o inferiore. Nel caso in questione, il WACC di Sofidel si modifica in seguito all’operazione; in particolare, aumenta al 31/12/2009 (data di valutazione) ma diminuisce alla fine dell’intervallo di previsione esplicita (2014), in sede di calcolo del *terminal value* secondo la formula della rendita perpetua.

L’utilizzo del costo medio ponderato ex-ante o ex-post come tasso di attualizzazione, implica perciò una differenza nel valore dell’impresa (EV) calcolato secondo il metodo DCF; tale scostamento rappresenta il *delta rischio*. Applicando il WACC di Sofidel *stand alone*, anziché quello risultante dal processo di integrazione con LPC, si ottiene un EV inferiore e ciò significa che la rischiosità dell’acquirente è diminuita in seguito al *deal*, per un valore di circa 116,6 milioni di Euro (tabella 65).

Tale differenziale di rischio rappresenta di fatto una sinergia finanziaria.

**Tabella 65: Stima del differenziale di rischio**

Procedimento di calcolo del differenziale di rischio							
<b>Gruppo Sofidel ex-post</b> <i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	<b>2009</b>	<b>2010 F</b>	<b>2011 F</b>	<b>2012 F</b>	<b>2013 F</b>	<b>2014 F</b>	<b>T V</b>
	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000
WACC Sofidel ex-post	7,06%					7,96%	
FCFO e Terminal Value		67.876	112.669	119.859	127.165	131.868	2.316.740
<b>FCFO e TV attualizzati</b>		63.399	98.295	97.671	96.790	93.749	1.647.036
<b>EV con WACC ex-post</b>	<b>2.096.940</b>						
WACC Sofidel ex-ante	6,99%					8,42%	
FCFO e Terminal Value		67.876	112.669	119.859	127.165	131.868	2.144.349
<b>FCFO e TV attualizzati</b>		63.441	98.425	97.864	97.045	94.058	1.529.511
<b>EV con WACC ex-ante</b>	<b>1.980.345</b>						
<b>Δ rischio</b>	<b>116.595</b>						

Fonte: nostra elaborazione

Le opportunità incrementali vengono stimate ricorrendo in genere alla teoria delle opzioni reali (*real option*), la quale consente appunto di attribuire un valore al concetto di opportunità. Spesso un'operazione di acquisizione può essere motivata anche da obiettivi difficilmente traducibili in flussi monetari incrementali. L'acquirente tramite l'acquisizione può, ad esempio, porsi l'obiettivo di creare migliori condizioni per lo sviluppo delle strategie aziendali future. In tal caso l'acquisizione costituisce un passaggio preliminare indispensabile rispetto all'implementazione di successive strategie o iniziative in grado di incrementare ulteriormente il valore del progetto.

Nel caso oggetto di analisi, si può considerare un'opzione strategica l'opportunità per Sofidel di intensificare il presidio nei mercati penetrati grazie all'acquisizione di LPC. A tal proposito, è oggi in costruzione un nuovo stabilimento produttivo in Svezia che va di fatto ad incrementare la presenza del Gruppo sul mercato in questione.

Come detto, però, tali opzioni sono molto difficili da valutare nel momento in cui si configurano come mere ipotesi prive di concretezza, ragion per cui non sono state quantificate.

## b) Il procedimento indiretto

Il valore della *combined entity* (Gruppo Sofidel ex-post), calcolato sulla base del *business plan* di quest'ultima, implicitamente risulta già comprensivo di tutti gli elementi che compongono la stratificazione del valore: valore *stand alone* di Sofidel, valore *stand alone* di LPC, valore delle sinergie, valore del differenziale di rischio e valore delle opportunità incrementali. All'interno di tale valore, cioè, rientrano tutti i benefici economici conseguibili dalla *bidder* in seguito all'acquisizione, inclusi il *delta rischio* e le *real option*.

Perciò, vista la difficoltà nell'individuare e quantificare questi due ultimi fattori, e data la sensibilità del valore delle sinergie al tasso di decrescita inserito, si è preferito utilizzare la formulazione indiretta del valore di acquisizione, il quale è di seguito calcolato.

$$W_{Acquisizione} = W_{Sofidel+LPC} - W_{Sofidel}$$
$$1.472.807.000 - 1.074.086.000 = 398.721.000 \text{ Euro}$$

## 9.17 I costi di transazione

Ai fini del calcolo del valore attuale netto dell'investimento (si veda il paragrafo 3.8), oltre al valore di acquisizione e al prezzo corrisposto dall'acquirente nel *deal*, è necessario stimare due ulteriori componenti: i costi sostenuti nella transazione e i costi che si rendono necessari per l'integrazione ex-post delle due realtà societarie.

I costi di transazione fanno capo essenzialmente alle prestazioni riconosciute ai professionisti incaricati per l'espletamento delle diverse attività di *due diligence*, ai costi concernenti i servizi di *advisory* usufruiti durante tutto l'arco dell'operazione di M&A, e alle spese legali.

Sofidel ha dovuto sostenere spese inerenti lo svolgimento di una *due diligence*:

- tecnica: verifica dei cespiti esistenti (macchinari, fabbricati, impianti, attrezzature, brevetti, *know-how*...), fattibilità dei progetti, efficienza produttiva, gestione portafoglio fornitori, gestione risorse umane,...
- contabile: attività rivolta all'analisi degli aspetti economici, patrimoniali e finanziari della società *target*. Implica la revisione dei bilanci, l'analisi dei *budget* o dei *business plan*, le analisi per indici...
- fiscale (*tax due diligence*): verifica di tutti gli aspetti attinenti la conformità alla

normativa tributaria e identificazione di eventuali passività potenziali o contenziosi in essere;

- legale: verifica di conformità normativa a tutti gli adempimenti contrattuali, amministrativi e societari;
- ambientale: conformità alla normativa ambientale, che richiede certificazioni di sistema (es ISO 9001, 14001), autorizzazioni amministrative, Certificato di Prevenzione Incendi...;
- informatica: adeguatezza dei sistemi informatici, dell'ambiente di controllo IT, adeguatezza dell'hardware e del software rispetto alle necessità presenti e future, qualità e affidabilità dei sistemi di *reporting* direzionale, ...;
- strategica o di mercato (*business due diligence*): analisi dei dati sul settore di appartenenza, sui concorrenti della *target*, sui prodotti offerti, sui canali di vendita,.... Questa attività però è stata prevalentemente condotta in autonomia da Sofidel attraverso le proprie risorse interne.

I costi stimati della *due diligence* sono pari a 700.000 Euro. Quando l'attività in questione interessa realtà societarie di rilevanti dimensioni, a maggior ragione gruppi societari, e qualora essi si trovino per giunta in Paesi differenti, le spese da sostenere per l'acquirente possono infatti essere molto elevate. L'appartenenza della società interessata (nel nostro caso LPC Group) a nazioni diverse (Regno Unito, Belgio, Svezia e Francia) ha richiesto numerose trasferte da parte dei professionisti incaricati da Sofidel e ha reso non semplice l'operato anche per ragioni pratiche inerenti le diverse normative di riferimento, le diverse lingue, le diverse realtà locali, ecc. Tutto ciò comporta un incremento degli sforzi e dei tempi, che si ripercuote ovviamente sui maggiori compensi riconosciuti al *team*.

I servizi di *advisory* fanno generalmente riferimento al sostegno ricevuto nella trattativa e a tutte le consulenze di cui si necessita nello svolgimento dell'operazione, da quella finanziaria a quella ambientale. Si può richiedere il supporto di un *advisor* per le attività di:

- *scouting* di mercato;
- analisi strategica;
- *fairness opinion*;
- valutazione dell'azienda *target*;
- studio di fattibilità tecnica ed economico-finanziaria del progetto;

- definizione della struttura e delle modalità di esecuzione dell'operazione;
- gestione di tutte le fasi del processo e dei contatti fra le controparti;
- coordinamento del *team* dedicato al progetto, tra cui avvocati, revisori, commercialisti, consulenti legali, fiscali, di business e altri professionisti;
- negoziazione dei contratti fino al passaggio di proprietà dell'azienda.

Gli *advisor*, quali ad esempio banche di investimento o società di consulenza, addebitano importanti commissioni per fornire il proprio supporto in un *deal*. La struttura delle commissioni è in genere personalizzata per ogni affare, non esistono costi standard. Sono generalmente incluse le *retainer fees*, commissioni *flat* pagate a prescindere dall'esito dell'operazione, e le *success fees*, riconosciute invece solo nel caso in cui l'acquisizione vada a buon fine, più altri eventuali indennizzi o rimborsi spese pattuiti.

Basandoci sulle tabelle 66 e 67 (ricavate da *crossbordermanagement.com*)<sup>67</sup> e sulle informazioni desunte dalla *Guida M&A: come valutare, acquistare e cedere un'azienda* dell'AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital)<sup>68</sup>, i costi stimati per l'attività di *advisory* cui si è avvalsa Sofidel si quantificano in 1.500.000 Euro. L'*advisor* finanziario di riferimento, con cui si è interfacciata costantemente l'azienda durante tutto il processo, è stato Credit Suisse.

**Tabella 66: Investment bank fees**

Size of fees to be earned	Optimal deal size	Type of firm
\$1,000,000 or more	\$100 million or more	Large national and international firms (dozens or hundreds of professionals in the firm)
\$500,000 to \$1,000,000	\$20 million to \$75 million	Regional, mid-market and boutique firms (three to 25 professionals in the firm)
\$500,000 or less	\$10 million or less	Individual practitioners and business brokers (one or two professionals in the firm)

Fonte: [crossbordermanagement.com](http://crossbordermanagement.com)

<sup>67</sup> <http://www.crossbordermanagement.com/en/guides/mergers-a-acquisitions-in-the-us/investment-bankers/investment-bankers-fees>

<sup>68</sup> <http://www.aifi.it/?wpdmact=process&did=MzUyLmhvdGxpbms=>

**Tabella 67: Success fees**

Transaction value	Fees as % of transaction value	Fees as dollar amount
\$10 million or less	8% to 12%	<b>\$150,000 to \$750,000</b>
\$10 million to \$25 million	4% to 6%	<b>\$600,000 to \$1,000,000</b>
\$25 million to \$100 million	2% to 3%	<b>\$750,000 to \$2,000,000</b>
\$100 million to \$1 billion	0.5% to 2%	<b>\$2,000,000 to \$5,000,000</b>
\$1 billion or more	0.5% or less	<b>\$5,000,000 or more</b>

Fonte: [crossbordermanagement.com](http://crossbordermanagement.com)

Infine, l'ultima componente individuata fra i costi di transazione attiene alle spese legali, che si riferiscono alle attività svolte dagli studi legali quali:

- definizione della struttura;
- predisposizione della documentazione;
- cura degli adempimenti societari, regolamentari e antitrust;
- fase di perfezionamento e attuativa.

Come è già stato riportato, lo studio legale cui si è rivolta Sofidel è stato Olswang. Considerando le parcelle generalmente richieste dagli avvocati d'affari per questo tipo di operazioni<sup>69</sup> e la complessità di stampo multi-giurisdizionale nell'acquisizione in questione del gruppo LPC, le spese legali stimate ammontano a 600.000 Euro.

La tabella 68 riassume le stime effettuate in ordine ai costi di transazione sopra citati.

<sup>69</sup> Si veda a titolo esemplificativo questo articolo riguardante i compensi percepiti dagli avvocati d'affari inglesi nel 2012: <http://www.economiaweb.it/law-firm-genesi-di-una-super-parcella/>

**Tabella 68: Stima dei costi di transazione sostenuti da Sofidel**

Costi di transazione	
Anno attuale <i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	2009 €.000
Due Diligence	700
Servizi di advisory	1.500
Spese legali	600
<b>Totale costi di transazione</b>	<b>2.800</b>

Fonte: nostra elaborazione

### **9.18 I costi di integrazione**

I costi di integrazione sono tutte quelle spese sostenute una volta conclusasi l'operazione per porre in essere attività finalizzate all'integrazione delle due realtà coinvolte nel *deal*, in particolare per uniformare la società acquisita (LPC) agli standard qualitativi dell'acquirente (Sofidel). Come già detto nella prima parte di questo lavoro, la fase integrativa post acquisizione è di importanza cruciale e va gestita con molta attenzione, perché è in essa che si manifestano concretamente le opportunità di sfruttare gli effetti sinergici prospettati e stimati in via valutativa.

I costi di integrazione si sono riferiti all'adeguamento di LPC agli standard Sofidel, all'attività del *team* di integrazione interno (*post merger team*) operativo in ogni Paese del gruppo acquisito, alla formazione (*training*) del personale di LPC, alla consulenza e all'assistenza ricevute dopo l'acquisizione (ad esempio sullo sviluppo dei piani operativi o sulla valutazione degli effetti finanziari e fiscali).

L'adeguamento agli standard di Sofidel ha riguardato:

- le certificazioni di sistema e di prodotto: ISO 14001, per i Sistemi di Gestione Ambientale; Ecolabel, certificazione di prodotto; FSC e PEFC, garantiscono la gestione responsabile e sostenibile delle foreste da cui derivano i prodotti di origine legnosa, come la cellulosa vergine; OHSAS 18001, per i Sistemi di Gestione della Sicurezza e della Salute nei luoghi di lavoro; BRC Consumer Products, per i Sistemi di Autocontrollo Igienico Sanitario; ISO 9001, per i Sistemi di Gestione della Qualità; ISO 50001, per il sistema di gestione dell'energia;

- la sostenibilità economica, sociale e ambientale (obiettivo di fondo per Sofidel);
- la qualità degli *asset* (sostituzione macchinari, impianti, ristrutturazione edifici,...);
- il sistema informatico (hardware e software);
- il sistema di controllo interno per la prevenzione e gestione dei rischi;
- l'incremento delle manutenzioni ordinarie;
- l'apporto di *know-how*;
- la divulgazione e il monitoraggio delle *best practices*.

La tabella 69 riporta i costi di integrazione stimati per il quinquennio successivo alla chiusura del *deal* e attualizzati alla data di valutazione (fine esercizio 2009) sulla base del WACC calcolato per il Gruppo Sofidel ex-post integrazione.

**Tabella 69: Stima dei costi di integrazione sostenuti da Sofidel**

Costi di integrazione post-acquisizione						
Anni consuntivi	2009	2010 F	2011 F	2012 F	2013 F	2014 F
<i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000	€.000
Adeguamento a Standard Sofidel		2.500	5.000	4.000	3.000	1.500
Training al Personale		200	600	500	300	100
Consulenza e assistenza ex-post		400	500	300	100	50
Post merger team		500	800	600	400	200
<b>Costi di integrazione per anno</b>		<b>3.600</b>	<b>6.900</b>	<b>5.400</b>	<b>3.800</b>	<b>1.850</b>
WACC Sofidel ex-post	7,06%					
<b>Costi di integrazione attualizzati</b>		<b>3.363</b>	<b>6.020</b>	<b>4.400</b>	<b>2.892</b>	<b>1.315</b>
<b>Valore attuale dei costi di integrazione complessivi</b>		<b>17.990</b>				

Fonte: nostra elaborazione

### **9.19 Il VAN dell'operazione**

A questo punto, una volta calcolato il valore di acquisizione (paragrafo 9.16), ipotizzato il prezzo sulla base dei dati di mercato (paragrafo 9.10) e stimati i costi di transazione (9.17) e di integrazione (9.18), abbiamo potuto determinare il valore attuale netto (VAN), o *net present value* (NPV), dell'operazione.

$$VAN = W_{Acq} - P - C_T - C_I$$

*Dove :*

*VAN = valore attuale netto generato dall'operazione di acquisizione;*

*W<sub>Acq</sub> = valore di acquisizione dell'impresa target;*

*P = prezzo pagato dall'acquirente per il capitale dell'impresa target;*

*C<sub>T</sub> = costi di transazione sopportati nell'operazione;*

*C<sub>I</sub> = costi di integrazione sostenuti a seguito dell'operazione.*

Utilizzando la formulazione sopra ricordata, si è pervenuti ad un VAN di circa 211,3 milioni di Euro (tabella 70). Tale dato rappresenta in definitiva la creazione di valore che, secondo le assunzioni premesse e le valutazioni condotte da parte di chi scrive, Sofidel è riuscita a conseguire attraverso l'acquisizione del Gruppo LPC.

**Tabella 70: Il VAN dell'operazione**

<b>Procedimento di stima del Valore Attuale Netto</b>	
<b>Anno di riferimento</b>	<b>2009</b>
<i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	€.000
Valore di acquisizione	398.721
Prezzo di acquisizione (valori di mercato)	166.609
Costi di transazione	2.800
Costi di integrazione	17.990
<b>VAN dell'acquisizione</b>	<b>211.322</b>

Fonte: nostra elaborazione

Una precisazione si rende opportuna prima di terminare il lavoro. Dal momento che nel calcolo non si è utilizzato il prezzo di acquisizione effettivamente pagato dall'acquirente, essendoci "fidati" dei valori espressi dal mercato, possiamo integrare le conclusioni del processo valutativo con il seguente ragionamento inverso. Affinché dal *deal* si generasse una creazione di valore per Sofidel, e quindi risultasse un VAN positivo, era necessario che il prezzo corrisposto da quest'ultimo per il capitale della *target* LPC fosse inferiore alla differenza tra il valore di acquisizione e i costi di transazione e integrazione sostenuti. In caso contrario, si sarebbe creato uno spostamento di ricchezza in capo al venditore.

Quanto detto è riassunto dalla disuguaglianza sottostante, applicata al nostro *case study*.

$VAN > 0$  se e solo se:

$$P < W_{acq} - C_t - C_i$$

$VAN > 0$  se e solo se:

$$P < 398.721.000 - 2.800.000 - 17.990.000$$

$VAN > 0$  se e solo se:

$$P < 377.931.000 \text{ Euro}$$

Quindi, secondo il processo valutativo fin qui condotto, affinché Sofidel conseguisse un'operazione profittevole in grado di generare valore aggiunto per i suoi azionisti, essa avrebbe dovuto pagare al massimo una cifra di circa 378 milioni di Euro per l'acquisto del Gruppo LPC.



## 10 CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

---

Nella prima parte di questo lavoro, una volta aver delineato le differenti strade a disposizione delle imprese per lo sviluppo e la creazione di valore aggiunto, ci siamo concentrati sulla fattispecie relativa alla crescita per linee esterne. Si è definito dapprima il concetto di *Mergers & Acquisitions*, contestualizzandolo fra le operazioni di finanza straordinaria, si sono ricostruite da un punto di vista storico le *merger waves* che ne hanno contraddistinto l'andamento e l'evoluzione nel tempo, per poi fornire una fotografia sullo stato attuale del mercato M&A a livello globale, nazionale e settoriale.

Dopo essersi conclusa la sesta grande ondata di fusioni e acquisizioni in seguito alla crisi del 2008, c'è chi ritiene che la settima *wave* sia già iniziata, anche se per il momento volumi e controvalori dei *deals* non supportano appieno questa ipotesi. Di fatto, il mercato vive ancora una fase di stallo, una fase in cui imprese sane e lungimiranti non dovrebbero lasciarsi sfuggire l'opportunità di concludere ottimi affari e conseguire rendimenti elevati attraverso le operazioni di espansione esterna. Come insegna il passato, il segreto è proprio quello di anticipare la prossima *merger wave* e farsi trovare pronti non appena si presenta l'occasione giusta; è in periodi come questi che molte aziende *target* risultano essere sottovalutate e si manifesta la possibilità concreta di strappare prezzi vantaggiosi.

Nel corso degli anni le fusioni e le acquisizioni hanno progressivamente perso un po' il loro carattere di straordinarietà, configurandosi oggi come una vera e propria leva strategica su cui agire per generare valore. Molte imprese vi fanno ricorso in modo sistematico e questo ad esempio è il caso del Gruppo Sofidel, multinazionale italiana che grazie alla sua strategia improntata all'internazionalizzazione è riuscita in un ventennio a diventare il secondo maggior produttore di *tissue* in Europa e il sesto a livello mondiale. Una crescita ininterrotta volta a raggiungere il consumatore direttamente sui mercati di sbocco, in quanto le peculiarità del settore non consentono di commercializzare adeguatamente "a distanza". Inoltre, il *tissue* è uno di quei comparti maturi e saturi caratterizzati da stabilità nella domanda e da ristretti margini di sviluppo, all'interno del quale l'espansione per vie esterne rappresenta talvolta l'unica vera alternativa per crescere in modo competitivo ed acquisire quote di mercato. Il caso oggetto di studio ha riguardato proprio l'operazione che ha permesso a Sofidel nel 2010 di divenire il secondo *big player* europeo, ovvero la acquisizione effettuata nei confronti

della *target* britannica LPC Group.

La potenzialità delle operazioni di M&A condotte da operatori strategici (o industriali) risiede indubbiamente nelle sinergie e nei benefici che il soggetto economico acquirente è in grado di conseguire attraverso l'integrazione con l'azienda obiettivo, la quale rappresenta quindi lo strumento attraverso il quale generare plusvalore. L'operazione può talvolta essere promossa anche dal venditore, qualora esso manifesti esigenze dettate dalla necessità di dismettere rami ritenuti non più strategici, dal bisogno di liquidità, da problemi personali o legati al ricambio generazionale. A seconda delle motivazioni sottostanti il *deal*, la forza contrattuale può traslare sensibilmente da una controparte all'altra, influenzando così la negoziazione e il prezzo concordato.

Per esprimere giudizi in merito alla convenienza economica legata all'acquisizione e alla concreta possibilità di creare valore aggiunto per gli azionisti, è fondamentale il processo valutativo alla base dello stesso. Nel caso concreto Sofidel-LPC si è affrontato in modo dettagliato e in prima persona ogni *step* di tale processo, calandosi nel ruolo di *advisor* e collocandosi da un punto di vista temporale al primo gennaio 2010, data di valutazione dell'operazione in questione conclusasi poi nel giugno dello stesso anno. Nel lavoro è stato utilizzato il metodo finanziario del *Discounted Cash Flow* come criterio principale, e il metodo dei moltiplicatori di mercato come criterio di supporto, così come avviene in genere fra gli operatori professionali della *financial community*.

Le valutazioni *stand alone* delle due aziende hanno fornito i seguenti risultati: secondo le stime condotte, il valore del capitale economico (*equity value*) di Sofidel al primo gennaio 2010 era di 1.074.086.000 Euro, mentre quello di LPC era pari a 158.588.000 Euro. L'approccio relativo dei multipli di Borsa, utilizzato come supporto sintetico, ha confermato l'attendibilità e la bontà dei dati.

Dopodiché, si sono stimati gli effetti sinergici netti conseguibili anno per anno da Sofidel attraverso l'acquisizione di LPC, in conseguenza dei quali è emerso un valore della *combined entity* (le due società considerate in modo congiunto) di 1.472.807.000 Euro. Tale ammontare risulta superiore alla somma dei due valori *stand alone* e ciò significa che la differenza è proprio dovuta all'effetto sinergico e quindi alla creazione di valore.

Il valore di acquisizione è di 398.721.000 Euro. Esso, secondo la teoria della stratificazione del valore (Massari), risulta al suo interno composto dal valore della *target stand alone* (LPC), dal valore delle sinergie, dal valore del differenziale di rischio conseguente l'operazione e da quello riferito alle opportunità incrementali (*real option*) generate dalla stessa.

A tal punto sono stati stimati i costi di transazione (€ 2.800.000) e i costi di integrazione (€ 17.990.000), sulla base dei quali si è sviluppato il seguente ragionamento: affinché Sofidel potesse conseguire un valore attuale netto (VAN) positivo dall'operazione, e quindi concludere un affare profittevole, essa avrebbe dovuto pagare un prezzo inferiore a 377.931.000 Euro per il patrimonio netto di LPC.

Attraverso l'utilizzo dei *deal multiple* (multipli delle transazioni comparabili) si è ipotizzato quanto il mercato avrebbe mediamente riconosciuto a LPC per l'acquisto del suo capitale economico, ottenendo un probabile prezzo di € 166.609.000. In virtù di quest'ultimo dato, si è infine calcolato il VAN che, stando ai valori di mercato, il Gruppo Sofidel avrebbe conseguito dall'acquisizione di LPC Group: 211.322.000 Euro. Tale cifra rappresenta in ultima istanza il valore creato dall'operazione. Per cui, in qualità di *advisor*, avremmo senz'altro consigliato a Sofidel di condurre in porto l'affare.

**Tabella 71: Sintesi del processo valutativo (valori in €)**

Valore Sofidel stand alone	1.074.086.000
Valore LPC stand alone	158.588.000
Valore Sofidel + LPC	1.472.807.000
Valore sinergie	121.608.000
Valore delta rischio	116.595.000
Valore di acquisizione	398.721.000
Costi di transazione	2.800.000
Costi di integrazione	17.990.000
Prezzo affinché VAN=0	377.931.000
Prezzo di mercato	166.609.000
<b>Valore Attuale Netto (VAN)</b>	<b>211.322.000</b>

Fonte: nostra elaborazione

Ad oltre quattro anni dalla chiusura del *deal*, i giudizi sulla bontà dell'operazione sono molto positivi, in azienda c'è soddisfazione in quanto gli stabilimenti di LPC che sono stati integrati nel sistema Sofidel stanno producendo ottimi risultati e le sinergie create sono di indubbia rilevanza.

Fonti interne confermano che il Gruppo giudica positivamente il risultato dell'acquisizione in virtù del fatto che è potuto rientrare dell'investimento in un lasso di tempo inferiore a quanto preventivato inizialmente.

Alla luce di questo, si ritiene che il valore attuale netto ottenuto dai processi di stima condotti nello svolgimento del presente lavoro abbia una sua fondatezza e sia significativo della creazione di valore realizzata dall'acquirente per mezzo dell'operazione di M&A.

## BIBLIOGRAFIA

---

- Accenture, *Inside Corporate M&A: The Formula of the Fittest*, 2011.
- Addisons, *M&A Purchase Price Calculations: the Locked Box Mechanism*, 13 November 2012.
- Alexandridis G., Mavrovitis C. F., Travlos N.G., *How Have M&As Changed? Evidence from the Sixth Merger Wave*, June 2011.
- Arcangeli A., Bianchi F., Rizzi L., *Come gestire le operazioni di M&A: specifici rischi operativi, due diligence, contrattualistica*. Ipsoa, 2012.
- Annual report and consolidated financial statements LPC Group, 2009.
- Annual report and consolidated financial statements LPC Group, 2008.
- Associazione Italiana degli Analisti Finanziari (AIAF), “Best practices nei metodi di valutazione di impresa e di stima del costo del capitale”, supplemento a *Rivista dell’AIAF*, n. 41, dicembre 2001/gennaio 2002.
- Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI), *Guida M&A. Come valutare, acquistare e cedere un’azienda*.
- Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI), *Directory M&A. L’analisi del mercato e i trend principali*, 2014.
- Balducci D., *La valutazione dell’azienda*. FAG, 2012.
- Bilancio integrato Gruppo Sofidel, Anno 2013.
- Bilancio integrato Gruppo Sofidel, Anno 2012.
- Bilancio integrato Gruppo Sofidel, Anno 2011.
- Bilancio consolidato Gruppo Sofidel, Anno 2010.
- Bilancio consolidato Gruppo Sofidel, Anno 2009.
- Bilancio consolidato Gruppo Sofidel, Anno 2008.

- Boffelli G., *Valutare l'impresa. Come creare e misurare il valore. Dalla pianificazione dei flussi economici e finanziari alla stima del valore economico* (con cd rom). Maggioli editore, 2008.
- Borsa Italiana, *Guida alla valutazione*, 2004.
- Brealey Richard A., Myers Stewart C., *Principi di finanza aziendale*. McGraw-Hill, 2011.
- Bright Market Inside, *Tough Tissue Market*, n. 2, Summer 2013.
- Brugger G., *Strategia e finanza delle acquisizioni, delle fusioni e delle ristrutturazioni aziendali*. Milano, Egea, 2012.
- Bruner Robert F., *Applied mergers and acquisition*. Hoboken, NJ, John Wiley & Sons, 2004.
- Buongiorno M., Gori L., *La valutazione dell'azienda nella pratica professionale*. Verona, Euroconference, 2007.
- Capasso A., Meglio O., *Fusioni e acquisizioni: teorie, metodi, esperienze*. Milano, Franco Angeli, 2009.
- Cascades Inc., *Institutional Investors Roadshow*, May 2013.
- Catalist Corporate Finance, *Paper and Packaging Sector M&A update*, Autumn 2011.
- Cherubini U., Della Lunga G., *Il rischio finanziario*. McGraw-Hill (Milano), 2001.
- Conca V., *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*. Milano, Egea, 2010.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Wiley (New York), 2000.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Il valore dell'impresa. Strategie di valutazione e gestione*, Milano, Il Sole 24 Ore, 2002.
- Copeland T., *Opzioni reali: tecniche di analisi e valutazione*. Il Sole 24 Ore (Milano), 2003.
- Cortesi A., *Le acquisizioni di imprese: strutture e processi per la creazione di valore*. Milano, Egea, 2000.
- Cremona G., Tarantino N., Monarca P., *Manuale delle operazioni straordinarie* (edizione 4). Ipsoa, 2009.
- Dalocchio M., "Valore di mercato, del capitale economico e delle acquisizioni". *Economia e management*, n. 21, luglio 1991.

- Dalocchio M., *Finanza d'azienda*. Milano, Egea, 2004.
- Damodaran A., *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporation finance*. John Wiley & Sons (Hoboken), 2000.
- Damodaran A., *Finanza aziendale* (edizione 3). Apogeo Editore, 2013.
- Damodaran A., *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons (New York), 2012.
- Damodaran A., *Manuale di valutazione finanziaria*. Milano, McGraw-Hill, 1996.
- Damodaran A., *Option pricing theory and applications*. New York University, 2005.
- Damodaran A., *The promise and peril of real options*. 2011.
- Damodaran A., *Valutazione delle aziende*. Maggioli Editore, 2010.
- Dell'Acqua A., Etro L. (SDA Bocconi), *M&A e piccole medie imprese: quali aspetti critici per un'operazione di successo?*. Verona, 6 Settembre 2011.
- DePamphilis D., *Mergers and Acquisitions Basics: All You Need To Know*. Academic Press, 2010.
- DePamphilis D., *Mergers and Acquisitions Basics: Negotiation and Deal Structuring*. Academic Press, 2010.
- DePamphilis D., *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*. Academic Press, 2013.
- Devalle A., Pisoni P., *Analisi finanziaria*. Giuffrè, 2013.
- Draetta U., *La fase negoziale nei contratti internazionali di M&A: rassegna della prassi internazionale*. Milano, Egea, 1990.
- Etro L. (SDA Bocconi), *M&A 2013: stato dell'arte e prospettive future*. Milano, 22 gennaio 2014.
- Fazzini M., *Analisi di bilancio. Metodi e strumenti per l'interpretazione delle dinamiche aziendali*. Ipsoa, 2011.
- Ferrucci L., *Strategie competitive e processi di crescita dell'impresa*, Franco Angeli Editore, 2000.
- Fontana F., Caroli M., *Economia e gestione delle imprese*, McGraw Hill, 2009.

- Frykman D., Tolleryd J., *Valutare l'impresa*.
- Gagliardi G., Martinazzoli D., *Manuale di due diligence*, Il sole 24 ore, 2004.
- Gaughan P. A., *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons, 2010.
- Guatri L., Bini M., *La valutazione delle aziende*. Egea, 2007.
- Guatri L., Bini M., “L'uso dei multipli ai fini della formulazione dei giudizi di valore”. *La valutazione delle aziende*, n. 18, settembre 2000.
- Guatri L., Bini M., *I moltiplicatori nella valutazione delle aziende* (voll. 1 e 2). Milano, Egea, 2002.
- Guatri L., Bini M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*. Egea, 2009.
- Guatri L., *Il giudizio integrato di valutazione: dalle formule al processo valutativo*. Milano, Egea, 2000.
- Guatri L., “La creazione di valore per vie esterne”, *Strategie e organizzazione delle aziende. Scritti in onore di C. Masini*, tomo II, Milano, Egea, 1993.
- Guatri L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*. Milano, Egea, 1998.
- Herd T. J., McManus R., “Who says M&A doesn't create value?”. *Accenture Outlook Journal*, n.1, March 2012.
- Il decalogo Sofidel della sostenibilità.
- Kaplan S. N., “The market pricing of the cash flows forecasts: discounted cash flows vs. the method of “comparables””. *Journal of applied corporate finance*, n. 4, winter 1996.
- KPMG, *M&A Predictor*, August 2014.
- KPMG, *Rapporto Mergers & Acquisitions*, Anno 2014.
- KPMG, SDA Area finanza, *Venti anni di M&A. Fusioni e acquisizioni in Italia dal 1988 al 2010*. Egea, 2010.
- Lantino S., Casucci P., Limido G., *Acquisizioni di aziende e partecipazioni: aspetti legali e tributari* (con cd rom). Ipsoa, 2010.
- Leonardi M., “Il mondo sostenibile di Sofidel”. *Perini Journal, The World of Tissue*, n. 42, March 2014.

Manzana G., Iori M., *Guida alla valutazione d'azienda* (con cd rom). Gruppo 24 ore, 2012.

Mariani G., *Conoscenza e creazione di valore. Il ruolo del business plan*. Franco Angeli, 2012.

Massari M., *Finanza aziendale: valutazione*. Milano, McGraw-Hill, 1998.

Massari M., Zanetti L., *Valutazione finanziaria*. Milano, McGraw Italia Libri, 2003.

Massari M., Zanetti L., *Valutazione finanziaria: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*. Milano, McGraw Italia Libri, 2008.

Mazzetti, Annibaletti, “Approfondimenti in tema di IFRS: il valore delle sinergie nell’ambito della determinazione dei goodwill”. *La valutazione delle aziende*, n. 39, 2005.

Mesirow Financial Investment Banking, *Packaging Perspectives*, January 2014.

Motta A., *Manuale delle acquisizioni di imprese*. Il sole 24 ore, 2003.

Napolitano M. R., *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*. F. Angeli (Milano), 2003.

Nova M., “Criterio finanziario e operazioni di acquisizione”. *La valutazione delle aziende*, n. 16, 2000.

O’Sullivan R., McNaughton R. (Paul Hastings), Doe J. (PricewaterhouseCoopers), “Pricing mechanisms: locked box vs completion accounts”. *PLC Magazine*, January/February 2012.

Orsi F., *Strategie di copertura del rischio finanziario*. Edizioni Plus, Pisa, 2006.

People & Paper, Spring 2014.

People & Paper, Winter 2012/2013.

People & Paper, Summer 2012.

People & Paper, Winter 2011/2012.

People & Paper, Fall 2011.

People & Paper, Summer 2011.

People & Paper, Spring 2011.

People & Paper, Spring/Summer 2010.

Perrini F. (SDA Bocconi), *M&A: crescita internazionale e premi per il controllo. Lo scenario globale dell’M&A*. Milano, 22 gennaio 2014.

- Pieraccini S., “I giganti della carta temono solo l’energia”. *Il Sole 24 Ore*, 23 novembre 2012.
- Pozzoli S., *Valutazione d’azienda (+ software)*. Ipsoa, 2013.
- Report Vendor Due Diligence LPC, Roland Berger, 2009
- Report Vendor Due Diligence LPC, PricewaterhouseCoopers, 2010.
- Riva A., *Le acquisizioni e le operazioni di finanza straordinaria. Aspetti giuridici, economico-strategici, valutativi, tributari*. Aracne, 2009.
- Rock M. L., *Fusioni e acquisizioni: aspetti strategici, finanziari, organizzativi*. Milano, McGraw-Hill, 1990.
- Rossi E., *La finanza della crescita esterna: creazione e distruzione di valore nelle acquisizioni aziendali*. Milano, Egea, 1999.
- Stern I., “Mergers and acquisition: a guide to creating value for stakeholders”. *Accademy of management executive*, may 2002, vol. 16 issue 2.
- Stesuri A., *Due diligence e investigation*, Ipsoa, 2011.
- Stesuri A., Giacomina G., Sartori A., *Due diligence, analisi contabile, fiscale e legale*, III edizione, Ipsoa, 2007.
- Taliento M., *La stima del valore delle sinergie nelle aziende in esercizio: note metodologiche e rilievi economici-contabili*. RIREA (Milano), 2005.
- Tedeschi G., Salvadeo S., *Le operazioni straordinarie e la gestione dei processi di acquisizione*. Ipsoa, 2012.
- Unione Giovani Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili (UGDCEC), *Valutazione d’azienda: un focus su assets strategici e gruppi di imprese*. Roma, 2010.
- Workshop Fibria-ABTCP, *Global Tissue Market*, 30 April 2013.
- Zanda G., Lacchini M., Onesti T., *La valutazione delle aziende*. Giappichelli editore, 2013.
- Zanetti L., “La valutazione delle sinergie nelle acquisizioni”. *Contabilità, finanza e controllo*, n. 2/2001 – 24.
- Zanetti L., “Premi di controllo e di acquisizione: alcuni approfondimenti”. *La valutazione delle aziende*, n. 34/2004.
- Zanetti L., *La valutazione delle acquisizioni: sinergie, rischi e prezzi*. Milano, Egea, 2000.

## SITOGRAFIA

---

[www.accenture.com](http://www.accenture.com)

[www.accenture.com/outlook](http://www.accenture.com/outlook)

[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

<http://www.briest.com/>

[www.brightmarketinsight.com](http://www.brightmarketinsight.com)

[www.dt.tesoro.it](http://www.dt.tesoro.it)

<http://www.economiaweb.it/law-firm-genesi-di-una-super-parcella/>

[www.evaluation.it](http://www.evaluation.it)

[http://www.fabioperini.com/fileadmin/content/fabio\\_perini/Trade\\_shows\\_\\_\\_News/Publications/Sofidel.pdf](http://www.fabioperini.com/fileadmin/content/fabio_perini/Trade_shows___News/Publications/Sofidel.pdf)

<http://www.ft.com/cms/s/0/f8cba032-13de-11e3-9289-00144feabdc0.html#axzz3HgTj07fV>

<http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2012-11-23/giganti-carta-temono-solo-064312.shtml?uuid=AbtTpZ5G>

[www.imaa-institute.org](http://www.imaa-institute.org)

[http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html#TopMergersAcquisitions\\_Worldwide](http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html#TopMergersAcquisitions_Worldwide)

[www.inflation.eu](http://www.inflation.eu)

[www.investing.com](http://www.investing.com)

[www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)

<http://www.investopedia.com/university/ratios/liquidity-measurement/ratio4.asp>

[www.investorvillage.com/uploads/57776/files/z029d0f0az14d16ecddde2403e9ca8af1e96aa2c74.pdf](http://www.investorvillage.com/uploads/57776/files/z029d0f0az14d16ecddde2403e9ca8af1e96aa2c74.pdf)

[www.kpmg.com/it](http://www.kpmg.com/it)

<http://www.kpmg.com/za/en/issuesandinsights/articlespublications/transactions-restructuring/pages/seventh-wave-of-ma.aspx>

<http://www.kpmg.com/it/it/issuesandinsights/articlespublications/press-releases/pagine/ma,mercatovivacesuivolumi,mamancano.aspx>

<http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Press-releases/Pages/global-appetite-for-m-and-a-deals.aspx>

<http://www.lu.camcom.it/economia/welcome.php?sett=3&cambialingua=it>

[http://www.mastercartalucca.it/?page\\_id=80](http://www.mastercartalucca.it/?page_id=80)

[www.mesirowfinancial.com](http://www.mesirowfinancial.com)

<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

<http://www.perinijournal.com/Items/it-IT/Articoli/PJL-42/IL-MONDO-SOSTENIBILE-DI-SOFIDEL>

[www.risiinfo.com](http://www.risiinfo.com)

[www.sofidel.com](http://www.sofidel.com)

[http://www.sofidel.it/uploadPdf/people\\_and\\_paper\\_spring2014\\_it\(1\).pdf](http://www.sofidel.it/uploadPdf/people_and_paper_spring2014_it(1).pdf)

[www.stock-analysis-on.net](http://www.stock-analysis-on.net)

<http://www.verticalresearchpartners.com>

<http://www.verticalresearchpartners.com/research-note.cfm/tissue-market-pulp-kimberly-clark-soon-to-be-the-odd-man-out>

[www.wikinvest.com](http://www.wikinvest.com)

<http://www.wtamu.edu/~jowens/FIN6320/MERGER%20WAVES.htm>

[www.zephyr.bvdinfo.com](http://www.zephyr.bvdinfo.com)

## APPENDICE 1: Bilanci consolidati di Sofidel e LPC

### Bilanci consuntivi GRUPPO SOFIDEL

#### Stato Patrimoniale

voci	<b>Stato Patrimoniale Attivo</b> <i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	<b>2007</b> €.000	<b>2008</b> €.000	<b>2009</b> €.000
<b>A</b>	<b>CREDITI V/SOCI PER VERSAMENTI ANCORA DOVUTI</b>	0	0	0
<b>B</b>	<b>IMMOBILIZZAZIONI</b>			
<b>B.I</b>	<b>Immobilizzazioni immateriali:</b>			
B.I.1	Costi di impianto e di ampliamento	4.112	3.150	2.261
B.I.2	Costo di ricerca, sviluppo e pubblicità	5	4	9
B.I.3	Diritti di brev. ind. e utilizzo opere dell'ingegno	33	1.046	546
B.I.4	Concessioni, licenze, marchi e diritti simili	50.587	52.218	46.969
B.I.5	Avviamento	131	70	10.107
B.I.6	Immobilizzazioni immateriali in corso e acconti	2	35	2.145
B.I.7	Altre immobilizzazioni immateriali	1.633	1.515	1.368
	<b>Totale B.I</b>	<b>56.503</b>	<b>58.038</b>	<b>63.405</b>
<b>B.II</b>	<b>Immobilizzazioni materiali:</b>			
B.II.1	Terreni e fabbricati	269.362	243.865	239.721
B.II.2	Impianti e macchinario	458.004	420.305	426.158
B.II.3	Attrezzature industriali e commerciali	2.500	2.416	1.340
B.II.4	Altri beni materiali	11.900	10.778	12.853
B.II.5	Immobilizzazioni materiali in corso e acconti	4.133	7.533	30.128
	<b>Totale B.II</b>	<b>745.899</b>	<b>684.897</b>	<b>710.200</b>
<b>B.III</b>	<b>Immobilizzazioni finanziarie:</b>			
B.III.1	Partecipazioni in:			
B.III.1.a	Imprese controllate			
B.III.1.b	Imprese collegate			
B.III.1.c	Imprese controllanti			
B.III.1.d	Altre imprese	285	384	508
B.III.2	Crediti:			
B.III.2.a1	Verso imprese controllate esigibili entro es. succ.			
B.III.2.a2	Verso imprese controllate esigibili oltre es. succ.			
B.III.2.b1	Verso imprese collegate esigibili entro es. succ.			
B.III.2.b2	Verso imprese collegate esigibili oltre es. succ.			
B.III.2.c1	Verso controllanti esigibili entro es. succ.			
B.III.2.c2	Verso controllanti esigibili oltre es. succ.			
B.III.2.d1	Verso altri esigibili entro es. succ.	10	9	8
B.III.2.d2	Verso altri esigibili oltre es. succ.	582	109	109
B.III.3	Altri titoli			140
B.III.4	Azioni proprie			
	<b>Totale B.III</b>	<b>877</b>	<b>502</b>	<b>765</b>
	<b>Totale immobilizzazioni (B)</b>	<b>803.279</b>	<b>743.437</b>	<b>774.370</b>

<b>C</b>	<b>ATTIVO CIRCOLANTE</b>			
<b>C.I</b>	<b>Rimanenze:</b>			
C.I.1	Materie prime, sussidiarie e di consumo	106.807	101.113	93.851
C.I.2	Prodotti in lavorazione e s.l.			
C.I.3	Lavori in corso e su ordinazione			
C.I.4	Prodotti finiti e merci	64.214	76.395	79.894
C.I.5	Acconti		321	291
	<b>Totale C.I</b>	<b>171.021</b>	<b>177.829</b>	<b>174.036</b>
<b>C.II</b>	<b>Crediti:</b>			
C.II.1	Verso clienti:			
C.II.1.a	esigibili entro esercizio successivo	198.041	218.783	212.482
C.II.1.b	esigibili oltre esercizio successivo			
C.II.2	Verso imprese controllate:			
C.II.2.a	esigibili entro esercizio successivo			
C.II.2.b	esigibili oltre esercizio successivo			
C.II.3	Verso imprese collegate:			
C.II.3.a	esigibili entro esercizio successivo			
C.II.3.b	esigibili oltre esercizio successivo			
C.II.4	Verso controllanti:			
C.II.4.a	esigibili entro esercizio successivo			
C.II.4.b	esigibili oltre esercizio successivo			
C.II.4-bis	Crediti tributari			
C.II.4-bis.a	esigibili entro esercizio successivo	4.679	4.817	6.417
C.II.4-bis.b	esigibili oltre esercizio successivo			
C.II.4-ter	Imposte anticipate			
C.II.4-ter.a	esigibili entro esercizio successivo	27.984	25.789	18.285
C.II.4-ter.b	esigibili oltre esercizio successivo			
C.II.5	Verso altri:			
C.II.5.a	esigibili entro esercizio successivo	7.337	4.463	11.871
C.II.5.b	esigibili oltre esercizio successivo			
	<b>Totale C.II</b>	<b>238.041</b>	<b>253.852</b>	<b>249.055</b>
<b>C.III</b>	<b>Attività fin. che non costituiscono immobilizzazioni:</b>			
C.III.1	partecipazioni in imprese controllate			
C.III.2	partecipazioni in imprese collegate			
C.III.3	partecipazioni in imprese controllanti			
C.III.4	altre partecipazioni			
C.III.5	azioni proprie			
C.III.6	altri titoli	1.902		
	<b>Totale C.III</b>	<b>1.902</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>C.IV</b>	<b>Disponibilità liquide:</b>			
C.IV.1	depositi bancari e postali	30.078	71.339	32.682
C.IV.2	assegni		1.747	
C.IV.3	denaro e valori in cassa	40	59	87
	<b>Totale C.IV</b>	<b>30.118</b>	<b>73.145</b>	<b>32.769</b>
	<b>Totale attivo circolante (C)</b>	<b>441.082</b>	<b>504.826</b>	<b>455.860</b>
<b>D</b>	<b>RATEI E RISCONTI</b>	<b>2.727</b>	<b>1.357</b>	<b>2.333</b>
	<b>TOTALE ATTIVO (A+B+C+D)</b>	<b>1.247.088</b>	<b>1.249.620</b>	<b>1.232.563</b>

<b>Stato Patrimoniale Passivo</b>		<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>		€.000	€.000	€.000
<i>voci</i>				
<b>A</b>	<b>PATRIMONIO NETTO</b>			
<i>A.I</i>	Capitale sociale	33.000	33.000	33.000
<i>A.II</i>	Riserva da sovrapprezzo delle azioni			
<i>A.III</i>	Riserve da rivalutazione	1.610	1.610	43.604
<i>A.IV</i>	Riserva legale	6.600	6.600	6.600
<i>A.V</i>	Riserve statutarie			
<i>A.VI</i>	Riserva per azioni proprie in portafoglio			
<i>A.VII</i>	Altre riserve	252.468	251.350	151.403
<i>A.VIII</i>	Utili (perdite) portati a nuovo	-108.096	-89.580	
<i>A.IX</i>	Utile (perdita) dell'esercizio	30.410	30.189	90.535
	Capitale di terzi	1.063	2.229	2.648
	<b>Totale patrimonio netto di gruppo (A)</b>	<b>217.055</b>	<b>235.398</b>	<b>327.790</b>
<b>B</b>	<b>FONDI PER RISCHI E ONERI</b>			
<i>B.1</i>	per tratt. quiescenza e obblighi simili	1.999	2.039	2.387
<i>B.2</i>	per imposte	15.150	16.186	17.853
<i>B.3</i>	altri	6.200	8.693	11.494
	<b>Totale fondi per rischi e oneri (B)</b>	<b>23.349</b>	<b>26.918</b>	<b>31.734</b>
<b>C</b>	<b>T.F.R. DI LAVORO SUBORDINATO</b>	14.728	14.399	14.057
<b>D</b>	<b>DEBITI</b>			
<i>D.1</i>	Obbligazioni:			
<i>D.1.a</i>	esigibili entro esercizio successivo	1.000	1.500	1.500
<i>D.1.b</i>	esigibili oltre esercizio successivo	5.800	5.300	3.800
<i>D.2</i>	Obbligazioni convertibili:			
<i>D.2.a</i>	esigibili entro esercizio successivo			
<i>D.2.b</i>	esigibili oltre esercizio successivo			
<i>D.3</i>	Debiti verso soci per finanziamenti:			
<i>D.3.a</i>	esigibili entro esercizio successivo			
<i>D.3.b</i>	esigibili oltre esercizio successivo			
<i>D.4</i>	Debiti verso banche:			
<i>D.4.a</i>	esigibili entro esercizio successivo	255.754	291.000	216.837
<i>D.4.b</i>	esigibili oltre esercizio successivo	414.728	379.055	345.144
<i>D.5</i>	Debiti verso altri finanziatori:			
<i>D.5.a</i>	esigibili entro esercizio successivo			
<i>D.5.b</i>	esigibili oltre esercizio successivo	3	3	0
<i>D.6</i>	Acconti:			
<i>D.6.a</i>	esigibili entro esercizio successivo	126	35	119
<i>D.6.b</i>	esigibili oltre esercizio successivo			
<i>D.7</i>	Debiti verso fornitori:			
<i>D.7.a</i>	esigibili entro esercizio successivo	176.981	164.387	160.093
<i>D.7.b</i>	esigibili oltre esercizio successivo	35.779	25.957	14.866
<i>D.8</i>	Debiti rappresentati da titoli di credito:			
<i>D.8.a</i>	esigibili entro esercizio successivo			
<i>D.8.b</i>	esigibili oltre esercizio successivo			
<i>D.9</i>	Debiti verso imprese controllate:			
<i>D.9.a</i>	esigibili entro esercizio successivo			
<i>D.9.b</i>	esigibili oltre esercizio successivo			
<i>D.10</i>	Debiti verso imprese collegate:			

D.10.a	esigibili entro esercizio successivo			
D.10.b	esigibili oltre esercizio successivo			
D.11	Debiti verso controllanti:			
D.11.a	esigibili entro esercizio successivo			
D.11.b	esigibili oltre esercizio successivo			
D.12	Debiti tributari:			
D.12.a	esigibili entro esercizio successivo	16.395	22.897	24.528
D.12.b	esigibili oltre esercizio successivo			
D.13	Debiti v/istituti di previdenza e sicurezza sociale:			
D.13.a	esigibili entro esercizio successivo	4.679	4.244	5.121
D.13.b	esigibili oltre esercizio successivo			
D.14	Altri debiti:			
D.14.a	esigibili entro esercizio successivo	14.774	16.427	22.827
D.14.b	esigibili oltre esercizio successivo	62	40	1.540
	<b>Totale debiti esigibili entro l'esercizio successivo</b>	469.709	500.490	431.025
	<b>Totale debiti esigibili oltre l'esercizio successivo</b>	456.372	410.355	365.350
	<b>Totale debiti (D)</b>	<b>926.081</b>	<b>910.845</b>	<b>796.375</b>
E	<b>RATEI E RISCONTI</b>	65.875	62.060	62.607
	<b>TOTALE PASSIVO (A+B+C+D+E)</b>	<b>1.247.088</b>	<b>1.249.620</b>	<b>1.232.563</b>

### Conto Economico

voci	Anni consuntivi (valori espressi in migliaia di Euro)	2007	2008	2009
		€.000	€.000	€.000
<b>A</b>	<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>			
A.1	Ricavi delle vendite e delle prestazioni	915.342	1.052.079	1.020.344
A.2	Variazioni rimanenze di prod. in lav., s.l. e p.f.	6.628	10.143	-5.187
A.3	Variazioni dei lavori in corso su ordinazione			
A.4	Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni		129	2
A.5	Altri ricavi e proventi:			
A.5.a	Contributi in conto esercizio			
A.5.b	Altri ricavi e proventi	16.118	17.662	16.673
	<b>Totale valore della produzione (A)</b>	<b>938.088</b>	<b>1.080.013</b>	<b>1.031.832</b>
<b>B</b>	<b>COSTI DELLA PRODUZIONE</b>			
B.6	per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	392.079	437.820	334.472
B.7	per servizi	307.562	346.183	317.695
B.8	per godimento di beni di terzi	6.523	8.997	9.827
B.9	Per il personale:			
B.9.a	salari e stipendi	82.028	87.093	92.662
B.9.b	oneri sociali	23.593	25.079	27.051
B.9.c	trattamento di fine rapporto	2.571	2.615	2.664
B.9.d	trattamento di quiescenza e simili	640	1.030	1.601
B.9.e	altri costi	4.122	6.275	6.790
B.10	Ammortamenti e svalutazioni:			
B.10.a	Ammortamento immobilizzazioni immateriali	7.137	7.673	9.984
B.10.b	Ammortamento immobilizzazioni materiali	62.099	61.474	63.103
B.10.c	Altre svalutazioni delle immobilizzazioni			

B.10.d	Svalutazioni dei crediti att. circol. e disponibilità	450	1.192	540
B.11	Variazioni rim. m.p., sussidiarie, di consumo e merci	-3.820	-2.374	2.222
B.12	Accantonamenti per rischi	314	526	1.936
B.13	Altri accantonamenti	148	148	171
B.14	Oneri diversi di gestione	10.114	10.208	11.381
	<b>Totale costi della produzione (B)</b>	<b>895.560</b>	<b>993.939</b>	<b>882.099</b>
	<b>Differenza tra valore e costi della produzione (A-B)</b>	<b>42.528</b>	<b>86.074</b>	<b>149.733</b>
<b>C</b>	<b>PROVENTI E ONERI FINANZIARI</b>			
C.15	Proventi da partecipazioni		16	
C.16	Altri proventi finanziari	5.886	6.656	2.743
C.17	Interessi e altri oneri finanziari	43.769	44.220	23.267
C.17-bis	Utili e perdite su cambi	-790	33	483
	<b>Totale proventi e oneri finanziari (C) (15+16-17+17-bis)</b>	<b>-38.673</b>	<b>-37.515</b>	<b>-20.041</b>
<b>D</b>	<b>RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITÀ FINANZIARIE</b>			
D.18	Rivalutazioni			
D.19	Svalutazioni			
	<b>Totale delle rettifiche (D) (18-19)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>E</b>	<b>PROVENTI E ONERI STRAORDINARI</b>			
E.20	Proventi straordinari:			
	Plusvalenze da realizzo			
	Altri proventi straordinari	37.678	4.255	3.145
E.21	Oneri straordinari:			
	Minusvalenze da realizzo			
	Altri oneri straordinari	3.395	3.996	1.690
	<b>Totale delle partite straordinarie (E) (20-21)</b>	<b>34.283</b>	<b>259</b>	<b>1.455</b>
	<b>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (A-B+C+D+E)</b>	<b>38.138</b>	<b>48.818</b>	<b>131.147</b>
22)	Imposte sul reddito di esercizio:			
22) a	Imposte correnti	11.847	18.322	31.112
22) b	Imposte differite (anticipate)	-4.119	307	9.500
	<b>Totale imposte di esercizio versate (voce 22)</b>	<b>7.728</b>	<b>18.629</b>	<b>40.612</b>
<b>A.IX</b>	<b>UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO</b>	<b>30.410</b>	<b>30.189</b>	<b>90.535</b>

## Bilanci consuntivi LPC GROUP

### Consolidated Balance Sheet

<b>Anni consuntivi</b> <i>(valori espressi in migliaia di Sterline)</i>	<b>2007</b> £.000	<b>2008</b> £.000	<b>2009</b> £.000
<b>Fixed assets</b>			
Goodwill	3.860	3822	3948
Negative goodwill	-9.408	-10.248	-10.725
<i>Total</i>	-5.548	-6.426	-6.777
Tangible fixed assets	143.079	164.458	188.979
Investments	1.067	1.613	1.830
<b>Total fixed assets</b>	<b>138.598</b>	<b>159.645</b>	<b>184.032</b>
<b>Current assets</b>			
Stocks	18.803	23.577	22.247
Debtors	39.298	47.800	45.803
Cash at bank in hand	6.168	5.222	22.320
<b>Total current assets</b>	<b>64.269</b>	<b>76.599</b>	<b>90.370</b>
<b>Creditors: amounts falling due within one year</b>	<b>-79.664</b>	<b>-89.851</b>	<b>-91.686</b>
<b>Net current liabilities</b>	<b>-15.395</b>	<b>13.252</b>	<b>-1.316</b>
<b>Total assets less current liabilities</b>	<b>123.203</b>	<b>146.393</b>	<b>182.716</b>
<b>Creditors: amounts falling due after more than one year</b>	<b>-36.108</b>	<b>-63.038</b>	<b>63.716</b>
<b>Provisions for liabilities and charges</b>	<b>-10.434</b>	<b>-9.461</b>	<b>-14.227</b>
<b>NET ASSETS</b>	<b>76.661</b>	<b>73.894</b>	<b>104.773</b>
<b>Capital and reserves</b>			
Called up share capital	250	250	250
Share premium account	70	70	70
Revaluation reserve	30.113	29.548	51.154
Investment revaluation reserve	1.004	1.004	929
Capital redemption reserve	3	3	3
Profit and loss account	45.221	43.019	52.367
<b>Total shareholders' fund</b>	<b>76.661</b>	<b>73.894</b>	<b>104.773</b>
<b>Minority interests</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>CAPITAL EMPLOYED</b>	<b>76.661</b>	<b>73.894</b>	<b>104.894</b>

## Consolidated Profit and Loss Account

<b>Anni consuntivi</b> <i>(valori espressi in migliaia di Sterline)</i>	<b>2007</b> £.000	<b>2008</b> £.000	<b>2009</b> £.000
<b>Turnover</b>			
Continuing operations		196.920	231.968
Discontinued operations		10.272	4.189
<b>Group turnover</b>	153.528	207.192	236.157
Cost of sales	-116.791	-167.831	-178.424
<b>Gross profit</b>	36.737	39.361	57.733
Distribution costs	-13.036	-17.500	-22.298
Administrative expenses	-14.753	-19.940	-15.998
Other operating income	570	1.507	1.547
<b>Operating profit</b>	9.518	3.428	20.984
Loss on sale of tangible fixed assets and termination of business	-604	0	0
Interest receivable and similar income	196	318	117
Interest payable and similar charges	-3.240	-7.963	-5.924
<b>Profit/(loss) on ordinary activities before taxation</b>	5.870	-4.217	15.177
Tax charge on profit/(loss) on ordinary activities	-1.440	30	-3.817
<b>Profit/(loss) on ordinary activities after taxation</b>	4.430	-4.187	11.360
Minority interests	0	0	0
<b>Profit/(loss) for the financial year</b>	4.430	-4.187	11.360



## APPENDICE 2: Riclassificazioni di bilancio di Sofidel e LPC

### Riclassificazione di bilancio GRUPPO SOFIDEL

#### Conto Economico riclassificato a valore della produzione e valore aggiunto

voci	Anni consuntivi (valori espressi in migliaia di Euro)	2007	2008	2009
		€.000	€.000	€.000
A1	Ricavi delle vendite e delle prestazioni	915.342	1.052.079	1.020.344
A2	Variazioni rimanenze di prod. in lav., s.l. e p.f.	6.628	10.143	-5.187
A3	Variazione dei lavori in corso su ordinazione	0	0	0
A4	Incrementi immobilizzazioni per lavori interni	0	129	2
(a)	<b>Valore della produzione tipica</b>	<b>921.970</b>	<b>1.062.351</b>	<b>1.015.159</b>
B6	Costi per materie prime, suss., di consumo e di merci	392.079	437.820	334.472
B7	Costi per servizi	307.562	346.183	317.695
B8	Costi per godimento di beni di terzi	6.523	8.997	9.827
B11	Variazioni rim. m.p., sussidiarie, di consumo e merci	-3.820	-2.374	2.222
(b)	<b>Costi esterni</b>	<b>702.344</b>	<b>790.626</b>	<b>664.216</b>
(c)	<b>Valore aggiunto</b>	<b>219.626</b>	<b>271.725</b>	<b>350.943</b>
B9	Costo per il personale	112.954	122.092	130.768
(d)	<b>EBITDA</b>	<b>106.672</b>	<b>149.633</b>	<b>220.175</b>
B10	Ammortamenti e svalutazioni	69.686	70.339	73.627
B12	Accantonamenti per rischi	314	526	1.936
B13	Altri accantonamenti	148	148	171
(e)	<b>Ammortamenti, Svalutazioni, Accantonamenti</b>	<b>70.148</b>	<b>71.013</b>	<b>75.734</b>
(f)	<b>EBIT</b>	<b>36.524</b>	<b>78.620</b>	<b>144.441</b>
A5	Altri ricavi e proventi	16.118	17.662	16.673
B14	Oneri diversi di gestione	10.114	10.208	11.381
(g)	<b>Risultato della gestione accessoria</b>	<b>6.004</b>	<b>7.454</b>	<b>5.292</b>
C	Proventi e oneri finanziari	-38.673	-37.515	-20.041
D	Rettifiche di valore di attività finanziarie	0	0	0
(h)	<b>Risultato della gestione finanziaria</b>	<b>-38.673</b>	<b>-37.515</b>	<b>-20.041</b>
(i)	<b>Risultato della gestione ordinaria</b>	<b>3.855</b>	<b>48.559</b>	<b>129.692</b>
E	Proventi e oneri straordinari	34.283	259	1.455
(j)	<b>Risultato ante imposte (EBT)</b>	<b>38.138</b>	<b>48.818</b>	<b>131.147</b>
voce 22	Imposte sul reddito di esercizio (tax rate)	7.728 20,26%	18.629 38,16%	40.612 30,97%
(k)	<b>Risultato netto</b>	<b>30.410</b>	<b>30.189</b>	<b>90.535</b>

## Stato Patrimoniale riclassificato secondo il criterio funzionale

	<b>Stato Patrimoniale Attivo</b> <i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	<b>2007</b> €.000	<b>2008</b> €.000	<b>2009</b> €.000
	Crediti verso clienti (a breve)	198.041	218.783	212.482
	Acconti da clienti	-126	-35	-119
	Rimanenze	171.021	177.508	173.745
	Crediti tributari (a breve)	4.679	4.817	6.417
	Imposte anticipate (a breve)	27.984	25.789	18.285
<i>C.II.5.a</i>	Crediti (operativi) verso altri (a breve)	7.337	4.463	11.871
<i>B.III.2.d1</i>	Crediti (operativi) verso altri (a breve)	10	9	8
	Ratei e risconti attivi	909	452	778
<b>(a)</b>	<b>Attivo corrente operativo</b>	<b>409.855</b>	<b>431.786</b>	<b>423.467</b>
	Debiti verso fornitori (a breve)	176.981	164.387	160.093
	Acconti verso fornitori	0	-321	-291
	Debiti tributari (a breve)	16.395	22.897	24.528
	Debiti verso istituti di previdenza sociale (a breve)	4.679	4.244	5.121
<i>D.14.a</i>	Altri debiti (a breve)	14.774	16.427	22.827
	Ratei e risconti passivi	21.959	20.687	20.869
<b>(b)</b>	<b>Passivo corrente operativo</b>	<b>234.788</b>	<b>228.321</b>	<b>233.147</b>
<b>(c)</b>	<b>Capitale Circolante Netto Commerciale</b>	<b>175.067</b>	<b>203.465</b>	<b>190.320</b>
	Immobilizzazioni materiali	745.899	684.897	710.200
	Immobilizzazioni immateriali	56.503	58.038	63.405
<i>B.III.2.d2</i>	Crediti (operativi) verso altri (a lungo)	582	109	109
	Ratei e risconti attivi	1.818	905	1.555
<b>(d)</b>	<b>Attivo immobilizzato operativo</b>	<b>804.802</b>	<b>743.949</b>	<b>775.269</b>
<i>D.14.b</i>	Altri debiti (a lungo)	62	40	1.540
	T.F.R.	14.728	14.399	14.057
	Fondi rischi e oneri	23.349	26.918	31.734
	Ratei e risconti passivi	43.916	41.373	41.738
<b>(e)</b>	<b>Passivo immobilizzato operativo</b>	<b>82.055</b>	<b>82.730</b>	<b>89.069</b>
<b>(f)</b>	<b>Investimenti strutturali netti</b>	<b>722.747</b>	<b>661.219</b>	<b>686.200</b>
<b>(g)</b>	<b>Capitale Investito Netto Operativo</b>	<b>897.814</b>	<b>864.684</b>	<b>876.520</b>
<i>B.III.1</i>	Partecipazioni finanziarie	285	384	508
<i>B.III.3</i>	Altri titoli	0	0	140
	Ratei e risconti attivi	0	0	0
<b>(h)</b>	<b>Attività non operative</b>	<b>285</b>	<b>384</b>	<b>648</b>
<b>(i)</b>	<b>Capitale Investito Netto</b>	<b>898.099</b>	<b>865.068</b>	<b>877.168</b>

<b>Stato Patrimoniale Passivo</b>		<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>		€.000	€.000	€.000
	Debiti verso banche (a breve)	255.754	291.000	216.837
	Debiti verso banche (a lungo)	414.728	379.055	345.144
	Obbligazioni (a breve)	1.000	1.500	1.500
	Obbligazioni (a lungo)	5.800	5.300	3.800
	Debiti verso altri finanziatori (a breve)	0	0	0
	Debiti verso altri finanziatori (a lungo)	3	3	0
	Debiti finanziari per leasing (a lungo)	35.779	25.957	14.866
	<b>Debiti finanziari a breve</b>	256.754	292.500	218.337
	<b>Debiti finanziari a lungo</b>	456.310	410.315	363.810
<b>(i)</b>	<b>Totale debiti finanziari</b>	713.064	702.815	582.147
	Disponibilità liquide (cash & equivalents)	30.118	73.145	32.769
	Attività finanziarie che non costituiscono immobilizz.	1.902	0	0
<b>(j)</b>	<b>Attività liquide</b>	32.020	73.145	32.769
<b>(k)</b>	<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	681.044	629.670	549.378
	Capitale	33.000	33.000	33.000
	Riserve	153.645	172.209	204.255
	Utile (perdita) dell'esercizio	30.410	30.189	90.535
<b>(l)</b>	<b>Patrimonio Netto</b>	217.055	235.398	327.790
<b>(m)</b>	<b>Capitale raccolto netto</b>	898.099	865.068	877.168

## Riclassificazione di bilancio LPC GROUP

Cambio EUR/GBP ottobre 2009: €/\$ = 1,09889988

### Conto Economico riclassificato a valore della produzione e valore aggiunto

Anni consuntivi <i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>	2007 €.000	2008 €.000	2009 €.000
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	174.190	227.683	256.157
Variazioni rimanenze di prod. in lav., s.l. e p.f.	-1.082	3.091	3.356
Variazione dei lavori in corso su ordinazione	0	0	0
Incrementi immobilizzazioni per lavori interni	0	0	0
<b>(a) Valore della produzione tipica</b>	<b>173.108</b>	<b>230.774</b>	<b>259.513</b>
Costi per materie prime, suss., di consumo e di merci	66.213	88.276	94.040
Costi per servizi	59.342	90.352	90.493
Costi per godimento di beni di terzi	2.090	2.002	2.700
Variazioni rim. m.p., sussidiarie, di consumo e merci	1.057	-1.585	1.002
<b>(b) Costi esterni</b>	<b>128.702</b>	<b>179.045</b>	<b>188.235</b>
<b>(c) Valore Aggiunto</b>	<b>44.405</b>	<b>51.730</b>	<b>71.278</b>
Costo per il personale	25.757	38.618	38.902
<b>(d) EBITDA</b>	<b>18.648</b>	<b>13.112</b>	<b>32.376</b>
Ammortamenti e svalutazioni	7.957	8.959	9.215
Accantonamenti per rischi	142	386	173
Altri accantonamenti	0	0	0
<b>(e) Ammortamenti, Svalutazioni, Accantonamenti</b>	<b>10.550</b>	<b>9.345</b>	<b>9.388</b>
<b>(f) EBIT</b>	<b>8.713</b>	<b>3.767</b>	<b>22.988</b>
Altri ricavi e proventi	2.810	2.705	3.583
Oneri diversi di gestione	2.231	2.304	2.516
<b>(g) Risultato della gestione accessoria</b>	<b>579</b>	<b>401</b>	<b>1.067</b>
Proventi e oneri finanziari	-4.744	-8.815	-7.411
Rettifiche di valore di attività finanziarie	0	0	0
<b>(h) Risultato della gestione finanziaria</b>	<b>-4.744</b>	<b>-8.815</b>	<b>-7.411</b>
<b>(i) Risultato della gestione ordinaria</b>	<b>6.385</b>	<b>-4.647</b>	<b>16.644</b>
Proventi e oneri straordinari	65	13	34
<b>(j) Risultato ante imposte (EBT)</b>	<b>6.450</b>	<b>-4.634</b>	<b>16.678</b>
Imposte sul reddito di esercizio <i>(tax rate)</i>	1.582 24,54%	-33 0,71%	4.195 25,15%
<b>(k) Risultato netto</b>	<b>4.868</b>	<b>-4.601</b>	<b>12.484</b>

**Stato Patrimoniale riclassificato secondo il criterio funzionale**

<b>Stato Patrimoniale Attivo</b>		<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>		€.000	€.000	€.000
	Crediti verso clienti (a breve)	38.926	45.497	40.909
	Rimanenze	20.663	25.909	24.447
	Crediti tributari (a breve)	1.112	2.648	1.559
	Crediti (operativi) verso altri (a breve)	2.441	2.733	2.169
	Ratei e risconti attivi	1.181	2.219	1899
<b>(a)</b>	<b>Attivo corrente operativo</b>	<b>64.323</b>	<b>79.005</b>	<b>70.984</b>
	Debiti verso fornitori (a breve)	33.124	39.188	36.032
	Altri debiti (a breve)	12.711	17.715	18.125
	Ratei e risconti passivi	3.295	3.612	3.523
<b>(b)</b>	<b>Passivo corrente operativo</b>	<b>49.130</b>	<b>60.515</b>	<b>57.680</b>
<b>(c)</b>	<b>Capitale Circolante Netto Commerciale</b>	<b>15.193</b>	<b>18.490</b>	<b>13.303</b>
	Immobilizzazioni materiali	157.229	180.723	207.669
	Immobilizzazioni immateriali	-6.097	-7.062	-7.447
	Ratei e risconti attivi	3.748	3.958	3.797
<b>(d)</b>	<b>Attivo immobilizzato operativo</b>	<b>154.881</b>	<b>177.620</b>	<b>204.019</b>
	Altri debiti (a lungo)	2.573	3.749	4.102
	Fondi rischi e oneri	11.466	10.397	15.634
	Ratei e risconti passivi	4.823	5.607	7.047
<b>(e)</b>	<b>Passivo immobilizzato operativo</b>	<b>18.862</b>	<b>19.753</b>	<b>26.783</b>
<b>(f)</b>	<b>Investimenti strutturali netti</b>	<b>136.020</b>	<b>157.867</b>	<b>177.236</b>
<b>(g)</b>	<b>Capitale Investito Netto Operativo</b>	<b>151.213</b>	<b>176.357</b>	<b>190.539</b>
	Partecipazioni finanziarie	1.172	1.773	2.011
<b>(h)</b>	<b>Attività non operative</b>	<b>1.172</b>	<b>1.773</b>	<b>2.011</b>
<b>(i)</b>	<b>Capitale Investito Netto</b>	<b>152.385</b>	<b>178.130</b>	<b>192.550</b>
<b>Stato Patrimoniale Passivo</b>		<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>		€.000	€.000	€.000
	Debiti verso banche (a breve)	6.013	7.510	7.985
	Debiti verso banche (a lungo)	65.137	95.183	93.957
	<b>Debiti finanziari a breve</b>	<b>6.013</b>	<b>7.510</b>	<b>7.985</b>
	<b>Debiti finanziari a lungo</b>	<b>65.137</b>	<b>95.183</b>	<b>93.957</b>
<b>(i)</b>	<b>Totale debiti finanziari</b>	<b>71.150</b>	<b>102.693</b>	<b>101.942</b>
	Disponibilità liquide (cash & equivalents)	6.778	5.738	24.527
<b>(j)</b>	<b>Attività liquide</b>	<b>6.778</b>	<b>5.738</b>	<b>24.527</b>
<b>(k)</b>	<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	<b>64.372</b>	<b>96.955</b>	<b>77.414</b>
	Capitale	275	275	275
	Riserve	82.869	85.501	102.377
	utile (perdita) dell'esercizio	4.868	-4.601	12.484
<b>(l)</b>	<b>Patrimonio Netto</b>	<b>88.012</b>	<b>81.175</b>	<b>115.136</b>
<b>(m)</b>	<b>Capitale raccolto netto</b>	<b>152.385</b>	<b>178.130</b>	<b>192.550</b>



### PERCHÉ ESSERE SOSTENIBILI CONVIENE

#### 1 **Ridurre i costi**

L'utilizzo di fonti rinnovabili, l'incremento dell'efficienza degli impianti, la riduzione dei consumi di risorse energetiche e ambientali, la limitazione delle emissioni inquinanti sono fattori che si traducono anche in risparmi; in un incremento dell'efficienza economica.

#### 2 **Motivare il personale e attrarre lavoratori qualificati**

A parità di retribuzione lavorare per un'azienda attenta alla dimensione sociale e ambientale è più appagante. Un ambiente di lavoro migliore e più sicuro aumenta inoltre la fiducia e lo spirito di squadra creando le condizioni per conseguire performance migliori.

#### 3 **Accedere a vantaggi fiscali**

Governi e istituzioni pubbliche offrono trattamenti fiscali premianti a favore di chi investe per limitare i propri impatti ambientali e garantire uno sviluppo sostenibile.

#### 4 **Innalzare gli standard per l'ingresso sul mercato**

Gli investimenti in sostenibilità contribuiscono ad innalzare gli standard di mercato rendendo più difficile l'ingresso di nuovi concorrenti. Sono anche un utile strumento contro il cosiddetto dumping sociale e ambientale, pratiche attraverso le quali alcune imprese tentano di immettere sul mercato prodotti a prezzi più bassi offrendo garanzie inferiori ai lavoratori o non ottemperando alle normative di tutela ambientale.

#### 5 **Soddisfare le esigenze dei consumatori**

Le persone sono sempre più attente alle risorse ambientali e alla coerenza dei comportamenti delle imprese. L'impegno in sostenibilità permette di dare risposte appropriate a queste nuove esigenze e a questi nuovi bisogni.

## 6 Dare risposte alle esigenze dei clienti

Essere un'impresa sostenibile significa anche avere la capacità di rispondere positivamente ai criteri di qualificazione ambientale e sociale che pubbliche amministrazioni e clienti inseriscono nelle loro procedure di acquisto. Ovvero avere maggiori possibilità di aggiudicarsi le forniture e di sviluppare collaborazioni solide e durature.

## 7 Anticipare normative più rigorose

La sostenibilità è un potente lievito culturale di innovazione tecnica e organizzativa che consente di precorrere le richieste di legge. Ciò consente di ridurre i rischi operativi, migliorare il dialogo con i poteri pubblici, accumulare vantaggio sui concorrenti.

## 8 Incrementare credibilità e fiducia

Un'impresa che opera in modo sostenibile è un'impresa che lavora per essere pienamente trasparente. Responsabilità e trasparenza sono due dimensioni complementari delle sostenibilità, che contribuiscono a costruire credibilità e rapporti basati sulla fiducia.

## 9 Rendere più agevole l'accesso ai capitali

Gli indicatori e i parametri di sostenibilità contribuiscono a facilitare l'accesso ai mercati finanziari. Un'impresa sostenibile è un'impresa che nell'interlocuzione con banche e istituzioni finanziarie vanta un vantaggio competitivo.

## 10 Rafforzare la reputazione

Gli stakeholder valutano in modo crescente le aziende per i valori che incarnano. In questo senso l'impegno per la sostenibilità si traduce anche in un miglioramento della reputazione, la percezione che gli stakeholder hanno dell'impresa. Una buona reputazione costituisce una risorsa intangibile fondamentale che contribuisce in modo significativo a creare valore aggiunto per la marca e per l'azienda.

## **APPENDICE 4: Articoli 81 e 82 del Trattato di Roma (1957)**

---

### **Trattato che istituisce la Comunità europea**

*(firmato a Roma il 25 marzo 1957 e ratificato dall'Italia con legge 14 ottobre 1957, n. 1203)*

#### **Parte terza:**

#### **Politiche della Comunità**

#### **Titolo VI:**

#### **Norme comuni sulla concorrenza, sulla fiscalità e sul ravvicinamento delle legislazioni**

#### **Capo I:**

#### **Regole di concorrenza**

#### **Sezione prima:**

#### **Regole applicabili alle imprese**

### **Articolo 81**

1. Sono incompatibili con il mercato comune e vietati tutti gli accordi tra imprese, tutte le decisioni di associazioni di imprese e tutte le pratiche concordate che possano pregiudicare il commercio tra Stati membri e che abbiano per oggetto o per effetto di impedire, restringere o falsare il gioco della concorrenza all'interno del mercato comune ed in particolare quelli consistenti nel:

- a) fissare direttamente o indirettamente i prezzi d'acquisto o di vendita ovvero altre condizioni di transazione;
- b) limitare o controllare la produzione, gli sbocchi, lo sviluppo tecnico o gli investimenti,
- c) ripartire i mercati o le fonti di approvvigionamento;
- d) applicare, nei rapporti commerciali con gli altri contraenti, condizioni dissimili per prestazioni equivalenti, così da determinare per questi ultimi uno svantaggio nella concorrenza;
- e) subordinare la conclusione di contratti all'accettazione da parte degli altri contraenti di prestazioni supplementari, che, per loro natura o secondo gli usi commerciali, non abbiano alcun nesso con l'oggetto dei contratti stessi.

2. Gli accordi o decisioni, vietati in virtù del presente articolo, sono nulli di pieno diritto.

3. Tuttavia, le disposizioni del paragrafo 1 possono essere dichiarate inapplicabili:

- a qualsiasi accordo o categoria di accordi fra imprese,
- a qualsiasi decisione o categoria di decisioni di associazioni di imprese e
- a qualsiasi pratica concordata o categoria di pratiche concordate

che contribuiscano a migliorare la produzione o la distribuzione dei prodotti o a promuovere il progresso tecnico o economico, pur riservando agli utilizzatori una congrua parte dell'utile che ne deriva, ed evitando di:

- a) imporre alle imprese interessate restrizioni che non siano indispensabili per raggiungere tali obiettivi;
- b) dare a tali imprese la possibilità di eliminare la concorrenza per una parte sostanziale dei prodotti di cui trattasi.

## **Articolo 82**

1. È incompatibile con il mercato comune e vietato, nella misura in cui possa essere pregiudizievole al commercio tra Stati membri, lo sfruttamento abusivo da parte di una o più imprese di una posizione dominante sul mercato comune o su una parte sostanziale di questo.

Tali pratiche abusive possono consistere in particolare:

- a) nell'imporre direttamente od indirettamente prezzi d'acquisto, di vendita od altre condizioni di transazione non eque;
- b) nel limitare la produzione, gli sbocchi o lo sviluppo tecnico, a danno dei consumatori;
- c) nell'applicare nei rapporti commerciali con gli altri contraenti condizioni dissimili per prestazioni equivalenti, determinando così per questi ultimi uno svantaggio per la concorrenza;
- d) nel subordinare la conclusione di contratti all'accettazione da parte degli altri contraenti di prestazioni supplementari, che, per loro natura o secondo gli usi commerciali, non abbiano alcun nesso con l'oggetto dei contratti stessi.

## **APPENDICE 5: Il saluto inviato da Luigi Lazzareschi ai colleghi di LPC**

---

Da oggi il Gruppo Sofidel e LPC Group sono diventati una cosa sola. Questa mattina, infatti, è stato siglato il contratto con il quale Sofidel ha acquisito il 100% del capitale LPC. È un passaggio importante: tutti insieme stiamo dando vita ad una grande integrazione industriale e commerciale che fa della nostra azienda la seconda realtà in Europa nel settore del *tissue*.

In questo momento voglio prima di tutto salutare e dare il più caldo benvenuto nella famiglia Sofidel a tutti i nuovi compagni di viaggio e dire loro che Sofidel ha lungamente ponderato e analizzato questo passo e che ha scelto LPC perché crede nelle sue risorse umane, tecniche e professionali. L'acquisizione di LPC Group nasce all'interno di una scelta strategica di rafforzamento e internazionalizzazione e rappresenta un investimento industriale coerente con il percorso di sviluppo e di crescita intrapreso da più di un decennio. Crediamo nel lavoro, nella ricerca costante della qualità, nella capacità di innovazione; crediamo nelle persone, nell'impegno per tutelare l'ambiente e garantire positive ricadute sociali: sono questi i valori che ci hanno fatto crescere. Sono questi i valori e i principi che hanno portato i nostri prodotti ad essere scelti ogni giorno dai clienti in tutta Europa; sono questi i valori e i principi che vogliamo condividere con voi.

L'augurio è di poter raggiungere insieme, in spirito di squadra, sempre maggiori traguardi.

Buon lavoro a tutti.

21 giugno 2010



## APPENDICE 6: Intervista a Luigi Lazzareschi (2014)

---

Di seguito alleghiamo l'intervista che il direttore del *Perini Journal*, Maura Leonardi, ha effettuato nel 2014 all'Amministratore Delegato di Sofidel, Luigi Lazzareschi.

L'articolo "Il mondo sostenibile di Sofidel" è stato pubblicato sulla rivista *Perini Journal, The World of Tissue*, n. 42, March 2014,<sup>70</sup> ed è altresì reperibile sul sito [perinijournal.com](http://perinijournal.com)<sup>71</sup> e sulla rivista *People & Paper*, Spring 2014.<sup>72</sup>



Abbiamo incontrato Luigi Lazzareschi, AD del Gruppo Sofidel. Ci ha raccontato la storia di quella che è una sigla di riferimento a livello globale per il tissue, della sua visione del business e del futuro del settore. Sofidel nasce nel 1966 grazie alla spinta imprenditoriale di Emi Stefani, attuale Presidente del Gruppo, e di Giuseppe Lazzareschi, padre di Luigi.

---

<sup>70</sup> [http://www.fabioperini.com/fileadmin/content/fabio\\_perini/Trade\\_shows\\_News/Publications/Sofidel.pdf](http://www.fabioperini.com/fileadmin/content/fabio_perini/Trade_shows_News/Publications/Sofidel.pdf)

<sup>71</sup> <http://www.perinijournal.com/Items/it-IT/Articoli/PJL-42/IL-MONDO-SOSTENIBILE-DI-SOFIDEL>

<sup>72</sup> [http://www.sofidel.it/uploadPdf/people\\_and\\_paper\\_spring2014\\_it\(1\).pdf](http://www.sofidel.it/uploadPdf/people_and_paper_spring2014_it(1).pdf)

## **Quali sono i punti di forza che hanno fatto di Sofidel un colosso mondiale nel settore del tissue?**

Credo che siano tre i punti di forza su cui abbiamo costruito la nostra crescita: l'appartenenza ad un distretto cartario forte, la qualità dei nostri impianti e l'internazionalizzazione. Andiamo fieri della nostra appartenenza al distretto cartario di Lucca e consideriamo un valore aggiunto essere nati in quest'area dove produzione e trasformazione della carta, grazie all'impegno e al talento di molti imprenditori e tanti lavoratori, hanno raggiunto livelli altissimi. Disporre di impianti moderni e performanti è un altro punto fermo del Gruppo, per i vantaggi garantiti sia in termini produttivi che di limitazione degli impatti ambientali. Il terzo fondamentale fattore di sviluppo è l'internazionalizzazione, un processo avviato alla fine degli anni '90 e ancora in corso. La possibilità di produrre vicino ai nostri clienti – penso in primo luogo alle grandi catene di distribuzione europee – ci permette di innalzare la qualità del servizio che offriamo, di contenere i costi logistici, di difenderci meglio dai cicli economici dei singoli mercati, di realizzare economie di scala. Oggi, siamo presenti in 13 Paesi con 32 stabilimenti posti strategicamente vicino ai nostri clienti, soprattutto in Europa. Essere vicini ai nostri clienti è stata la scelta che ci ha consentito di conquistare mercati altrimenti inaccessibili.

## **Lo sbarco negli States. Sofidel è la prima azienda italiana del tissue che cerca fortuna in America.**

Circa un anno e mezzo fa, abbiamo acquisito il 100% della Cellynne e dei suoi tre impianti produttivi in Florida, Wisconsin e Nevada. Cellynne, oggi Sofidel America, ha un fatturato di 165 milioni di dollari e rappresenta il 7% della nostra dimensione totale. Per noi si è trattato di un passo "storico". Come è noto, infatti, il mercato statunitense in termini di consumo pro capite è il più importante mercato tissue del mondo e costituisce quindi un grande stimolo di crescita e una sfida industriale appassionante che intendiamo affrontare con umiltà e determinazione. Forti dell'esperienza maturata in Europa che, con i dovuti adattamenti alle specifiche peculiarità del nuovo mercato vorremmo in parte replicare, in America ci siamo dati obiettivi importanti. Oggi il 90% della nostra capacità produttiva è dedicata al settore AFH. Tra gli obiettivi di sviluppo a breve abbiamo l'aumento dei volumi e l'attenzione al mercato consumer dove riteniamo avverrà principalmente la nostra crescita. Intanto, però, non trascuriamo l'Europa, dove continuiamo ad investire. Lo testimoniano due recenti acquisizioni. Quella delle attività ex Georgia Pacific relative ai marchi Thirst Pockets, Nouvelle Soft, KittenSoft e Inversoft in Gran Bretagna (compreso lo stabilimento di trasformazione di Horwich) e alle licenze di utilizzo di due marchi leader in Benelux, come

Lotus Moltonel e Lotus. E quella riguardante l'ex NTG, la nota cartiera inglese, che ci ha permesso di incrementare la nostra capacità produttiva in un mercato importante come quello britannico. Altri investimenti rilevanti sono in corso in Francia (centrale a biomasse presso lo stabilimento di Nancy ndr) e in Svezia (nuovo stabilimento di trasformazione a Kisa ndr).

### **Che cosa significa oggi essere innovativi nel mercato tissue?**

Dal punto di vista dell'innovazione di prodotto, negli ultimi anni l'industria non è stata particolarmente capace di proporre novità di rilievo. Nel futuro, a breve, non prevediamo di realizzare innovazioni tecnologiche significative, ma di concentrarci sulla mappatura e segmentazione dei consumatori in base ai loro bisogni, per identificare prodotti specifici in grado di soddisfare una gamma più estesa di esigenze. In tal senso, la nostra Ricerca & Sviluppo lavora a pieno ritmo e nel 2014 abbiamo in previsione il lancio di alcuni nuovi prodotti a livello europeo. C'è poi un altro fronte centrale su cui siamo attivi, ed è la sostenibilità. Abbiamo scelto il concetto "Less is More" quale fonte di ispirazione per l'impegno del Gruppo su questo versante. Con "Less is More" intendiamo esprimere la nostra attenzione alla riduzione dei consumi e degli sprechi, che si traduce nell'offerta di prodotti più performanti, ottimali anche sotto l'aspetto della sostenibilità. Gli stili di consumo americani sono profondamente diversi dai nostri. Per esempio, la carta usata negli States ha caratteristiche che ne determinano un uso più elevato rispetto al necessario. Noi vorremo andare controcorrente. Impegnarci al massimo per dare "di più" ai nostri stakeholder in termini di prodotti, valori e servizi, "con meno" in termini, ad esempio, di consumi energetici o idrici, di utilizzo di materia prima, di produzione di gas climalteranti, di prezzo, di sprechi, di impatti negativi di qualunque genere.

### **Quali sono le dimensioni attraverso cui valutate la crescita?**

Il Gruppo è cresciuto monitorando costantemente le proprie performance sulle tre variabili che decretano il successo di un'attività. La prima è la crescita, che nel nostro caso per quote di mercato, volumi, dipendenti e copertura geografica è stata costante negli ultimi 20 anni. Il secondo fattore riguarda i risultati economici e Sofidel sta producendo buoni risultati, ha un discreto EBITDA e i suoi numeri sono al di sopra della media di mercato. Il terzo è il ritorno sociale, i benefici in termini di benessere che la nostra attività produce. Sofidel è attenta a questa dimensione.

### **Che cos'è per voi la responsabilità sociale d'impresa?**

Per quanto riguarda gli impatti che l'azienda produce, la domanda di fondo che ci poniamo è:

la nostra presenza ha un effetto positivo sul tessuto sociale di riferimento? In questo senso, operando in un settore con un'alta incidenza ambientale, che per funzionare ha bisogno di molta energia e molta acqua, è centrale in particolare il tema della sostenibilità ambientale.

### **Come operate in questo ambito?**

Impegnandoci per limitare la produzione di gas climalteranti, adottando politiche di approvvigionamento responsabile della materia prima e ottimizzando l'utilizzo della risorsa idrica. Sul primo fronte nel 2008, prima azienda italiana e prima al mondo nel settore del tissue, abbiamo aderito al programma internazionale WWF Climate Savers. Si tratta di un programma a cui partecipano volontariamente 30 aziende, che definiscono con l'associazione obiettivi di riduzione delle emissioni dirette e indirette di CO<sub>2</sub>. Le aziende che aderiscono devono mettere in campo soluzioni tecnologiche e produttive migliorative e innovative, capaci di ridurre in modo rilevante le loro emissioni. Nel 2012, dopo oltre 25 milioni di euro di investimenti, Sofidel ha mantenuto l'impegno preso, abbattendo dell'11,1% le proprie emissioni rispetto al 2007. Per avere un'idea più precisa questa percentuale significa circa 186.000 tonnellate di CO<sub>2</sub> in meno in atmosfera, più o meno l'equivalente di quanto emesso in Italia da 150.000 famiglie di 4 persone in un anno per i consumi elettrici. Un traguardo importante e ambizioso, nettamente superiore, fra l'altro, a quanto richiesto dalle normative in vigore. Per ottenere questi risultati siamo stati avvantaggiati dal poter contare su produttori di macchinari per la cartiera e per la trasformazione, che hanno colto il nostro invito a sviluppare soluzioni di ottimizzazione dei processi produttivi dei nostri stabilimenti. Al tempo stesso, abbiamo realizzato investimenti in impianti di cogenerazione e nel settore delle energie rinnovabili, con due centrali idroelettriche e tre impianti fotovoltaici, e potuto contare su un impianto a biomasse in Svezia. Un altro, lo accennavo prima, lo stiamo realizzando in Francia. Attualmente stiamo definendo con il WWF gli obiettivi per i prossimi anni, che devono tener conto delle accresciute dimensioni del Gruppo e delle sue attività. Per quanto riguarda le politiche di approvvigionamento della materia prima nel 2012, il 99,8% della cellulosa che abbiamo acquistato proveniva da foreste certificate o controllate secondo i principali schemi di catena di custodia forestale quali FSC, PEFC e FSC-CW (FSC Controlled Wood). Per il contenimento dell'uso dell'acqua, il nostro consumo medio è attualmente di 7,6 litri per kg di carta prodotta. Un consumo piuttosto ridotto rispetto agli standard del settore che vorremmo però ulteriormente comprimere. Per questo stiamo facendo investimenti consistenti come, ad esempio, nello stabilimento Delicarta cartiera a Porcari

(Lucca).

**Lucca è la patria del tissue, che racchiude know-how, storia e tecnologia. Come vede il settore, le sue potenzialità per il prossimo futuro?**

Il distretto nasce dalla lungimiranza di grandi imprenditori che, negli anni '60-'70, con il loro talento, il loro coraggio e la loro capacità di lavoro lo hanno sviluppato raggiungendo posizioni di avanguardia. È nostro compito e responsabilità far sì che le straordinarie caratteristiche di questo distretto, il suo know-how e la capacità di innovazione, non vadano dispersi e non diventino terreno di conquista estera. Sarà la cultura di impresa a giocare un ruolo cruciale nel mantenimento della leadership di questo network unico al mondo. Lucca si sta sforzando di sostenere la cultura di impresa con iniziative come, per esempio, il Master Cartario Celsius supportato dalle aziende locali. Il corso si sta internazionalizzando, aprendo anche ad altre realtà come la Francia e la Svezia.

**Quali sono i driver che guidano il settore del tissue oggi?**

Per molti anni la carta è stata considerata una commodity e l'attenzione era concentrata principalmente sulla produzione e la quantità. Una fase nella quale il driver fondamentale sono state le innovazioni tecnologiche. Oggi credo che stia assumendo maggiore importanza il consumatore. Il ruolo di traino del mercato è suo. È lui a indurre i produttori a soddisfare bisogni più mirati, a richiedere performance particolari, a manifestare nuove sensibilità, ad esempio, rispetto all'ambiente.

**Quello del tissue è un mercato molto competitivo. Quali sono i vostri punti di forza?**

Se un tempo il mercato era prodotto-centrico, oggi è caratterizzato dalla centralità del consumatore. È indispensabile allora dialogare con il consumatore e conoscerlo a fondo per offrirgli ciò che realmente desidera e ciò di cui ha bisogno. Lo stesso vale per l'altro nostro interlocutore, la grande distribuzione. Dialogo, ascolto, trasparenza, cultura del servizio sono per noi un impegno prioritario e costante. Così come l'impegno per la sostenibilità, che consideriamo una straordinaria leva di crescita e di sviluppo competitivo. Qualcosa che utilizziamo però più nella comunicazione verso il segmento retailer, o in ambito istituzionale, alla ricerca di collaborazioni e obiettivi comuni, che nella comunicazione di prodotto. A questo proposito ci siamo dotati anche di una specifica Carta della sostenibilità, che definisce i nostri principi, obiettivi e interlocutori, e di un Decalogo, che con trasparenza e chiarezza rende pubblici i dieci principali vantaggi che ci attendiamo.

### **Siete presenti in diversi Paesi con culture molto diverse fra loro, come siete riusciti a integrarli nell'ecosistema Sofidel?**

Abbiamo cercato di diventare più internazionali rispetto a 10 anni fa adottando, per esempio, l'inglese come lingua comune. Abbiamo anche fatto in modo di non imporre troppo la nostra cultura, lasciando a dirigere i nostri stabilimenti all'estero persone del luogo dopo un breve periodo di affiancamento del personale Sofidel. Ancora oggi non è semplicissimo riuscire a comunicare con tutti. Negli Stati Uniti, per esempio, tra le 330 persone che impieghiamo, ci sono 27 nazionalità diverse. La multietnicità è però anche un'opportunità, perché genera stimoli, confronto e innovazione.

### **Il contesto economico è cambiato. Come riescono oggi le aziende a essere competitive e come affrontano le sfide del mercato?**

Sintetizzerei dicendo che oggi la vera sfida si gioca sulla qualità e non più sulla quantità. Ieri bisognava produrre, ora bisogna vendere e, in un mercato altamente competitivo, in cui il prezzo rischia di diventare l'unico fattore di scelta, la preferenza del consumatore non può che essere determinata dalla qualità e dalla capacità delle aziende di proporre prodotti che ne soddisfino bisogni ed esigenze.

### **Il ruolo delle private label, come competono con i brand?**

Oggi, in Europa, le private label rappresentano oltre il 60% della produzione totale, una fetta di mercato importante e in crescita. Hanno un'identità propria e i loro competitor non sono più solo i prodotti di marca, ma anche le altre private label. Prima la private label competeva con il brand leader di mercato, ora se la deve vedere anche con le altre private label di altri distributori. Questo innesca guerre di prezzo, che portano a un marketing più spinto e, in futuro, a una maggior segmentazione dell'offerta in base al target. Negli Stati Uniti la marca privata ha un peso inferiore rispetto all'Europa, vale intorno al 25% del mercato, ma sta crescendo a ritmi importanti. Nei prossimi dieci anni crescerà molto e questo implicherà cambiamenti strutturali nella produzione. Sofidel seguirà da vicino gli sviluppi di questa realtà.

### **In conclusione, proviamo a tracciare un'ipotesi del futuro del settore.**

La globalizzazione ha trasformato molto la struttura produttiva del settore. Il mercato del tissue si sta sempre più aprendo. Oggi ci sono molti più attori rispetto a dieci anni fa. Il quadro generale vede così un numero crescente di produttori attivi contemporaneamente sui diversi mercati. Penso, per esempio, ai produttori asiatici, medio orientali e sud americani che

stanno uscendo dai propri confini per affrontare altri mercati. In questo contesto credo che per il mercato, il consumatore e le comunità dove sono attivi gli stabilimenti dobbiamo augurarci che la competizione sia equa e basata su standard accettabili dal punto di vista economico, sociale e ambientale. Che vi sia sì concorrenza, ma basata su una sana competizione, non sul dumping sociale o ambientale, né favorita da pratiche non etiche.