

Facoltà di Economia
Corso di Laurea in Economia e direzione delle imprese

La valutazione di M&A nel settore Internet

Tesi di Laurea in Finanza aziendale e di progetto

Relatore:
Prof. Raffaele Oriani
Correlatore:
Prof. Enrico Laghi

Candidato:
Giovanni Tufo
Matr. 606701

Anno Accademico 2008/2009

Indice

Elenco delle figure	ii
Elenco delle tabelle	iii
Ringraziamenti	v
Introduzione	vi
1 Le caratteristiche del settore	1
1.1 Aspetti generali del settore	1
1.2 I modelli di business	7
1.2.1 La creazione del valore	15
1.3 Problematiche valutative	17
2 Motivazioni strategiche	20
2.1 Teorie delle motivazioni strategiche	22
2.1.1 Teoria dell'efficienza	22
2.1.2 Teoria del monopolio	24
2.2 La correlazione come spinta per le acquisizioni	25
2.2.1 Vantaggi potenziali	26
2.2.2 Integrazione verticale	27
2.2.3 Strategie di diversificazione e sinergie	28
3 Metodi di valutazione	29
3.1 I metodi tradizionali	29
3.1.1 La valutazione basata sui flussi	30
Il metodo finanziario	31
3.1.2 La valutazione basata sui multipli	38
Il multiplo Price/Earning (P/E)	40
I multipli EV/EBIT e EV/EBITDA	41
Il multiplo EV/Sales	44
Il multiplo Price/Book Value (P/BV)	44
I multipli empirici	45
3.2 Le <i>Opzioni Reali</i>	46

3.3	La valutazione attraverso l'EVA	49
4	Rassegna della letteratura	52
4.1	Letteratura sugli event study	53
4.1.1	Event study e M&A	54
4.1.2	Letteratura su M&A e Internet	55
4.2	La crisi finanziaria	55
4.3	Opportunità di M&A durante i periodi di crisi	56
4.4	L'importanza delle acquisizioni strategiche	60
4.5	Disinvestimenti	62
4.6	Il test t di Student	63
5	Analisi dei risultati	65
5.1	Dati	65
5.2	Metodologia utilizzata	67
5.3	Analisi delle acquisizioni	70
5.3.1	Analisi di alcune operazioni	73
	Novell - SUSE Linux	73
	Websense - Defensio	77
	United Online - Classmates Online	80
	JupiterMedia - The Golden Group	83
5.4	Confronto tra i due periodi	86
5.4.1	Confronto tra le acquisizioni correlate	88
5.4.2	Confronto tra le acquisizioni non correlate	89
6	Conclusioni	91
6.1	Risultati per gli acquirenti	91
6.2	Opportunità durante le crisi	92
6.3	Influenza della forma di pagamento	93
	Indice Analitico	95
	Bibliografia	98

Elenco delle figure

4.1	Tasso di crescita del PIL	57
4.2	Le operazioni in periodi di crisi generano più valore rispetto alle altre. Fonte: BCG	58
4.3	Matrice Predatore-Preda BCG	58
4.4	Valore delle operazioni per PE e Imprese. Fonte: BCG	61
4.5	Valore delle operazioni per PE 2008-2009. Fonte: BCG	62
5.1	Costruzione del modello di Event Study	69
5.2	Valore delle operazioni (mln di \$)	72
5.3	Metodo di pagamento	73
5.4	Analisi del CAR per l'operazione Novell-SuSE	75
5.5	Analisi del CAR per l'operazione Websense - Defensio	79
5.6	Analisi del CAR per l'operazione United Online - Classmates Online	82
5.7	Analisi del CAR per l'operazione JupiterMedia - The Golden Group	85
5.8	Modalità di pagamento nei due periodi	87
5.9	CAR medio per i due periodi	89

Elenco delle tabelle

3.1	Determinazione del FCFO	31
3.2	Determinazione del FCFE	31
3.3	I multipli di mercato più utilizzati (Fonte: MASSARI e ZANETTI, 2007)	39
3.4	Categorie di Opzioni Reali (fonte: Monti, 2005)	47
5.1	Insiemi di analisi	67
5.2	Insiemi di analisi nei due periodi	67
5.3	Acquisizioni (73)	70
5.4	Confronto tra acquisizioni correlate (49) e non correlate (24) . .	71
5.5	Dati operazione Novell SUSE	76
5.6	Dati operazione Websense - Defensio	78
5.7	Dati operazione United Online - Classmates Online	82
5.8	Dati operazione JupiterMedia - The Golden Group	85
5.9	Confronto tra le operazioni nei due periodi.	86
5.10	Confronto tra acquisizioni correlate nei due periodi	88
5.11	Confronto tra acquisizioni non correlate nei due periodi	88
6.1	Private target vs Public target	92

Ringraziamenti

Al termine di questo corso di studi, che si è prolungato per un po' oltre la sua durata *fisiologica*, mi sembra opportuno e doveroso ringraziare alcune persone che mi hanno aiutato, specialmente in questo ultimo periodo di stesura della tesi.

Vorrei ringraziare per primo il mio relatore¹, il prof. *Raffaele Oriani*, che mi ha seguito costantemente e con impegno in questo lavoro, dandomi sempre ottime indicazioni su come proseguire. Un ringraziamento particolare va al dott. *Enzo Peruffo* per l'aiuto fornito nell'impostazione metodologica degli event study. Mi sento di dover ringraziare tutta la *biblioteca LUISS*. Nomino solo la dott.ssa *Chiara Annulli* e la dott.ssa *Barbara Scipioni*, ma è come se nominassi tutti quelli che ci lavorano e che ogni giorno aiutano con entusiasmo e competenza gli studenti che passano da quelle parti. Il loro aiuto è stato fondamentale per la stesura del lavoro.

Tantissime sono le persone che, pur non avendo contribuito alla realizzazione della tesi, mi sento di ringraziare per il loro supporto. Parto dai *miei colleghi di lavoro*, in particolare il dott. *Paolo Sordi*, sempre disposti a capire le mie esigenze e ad "alleviarmi" un po' il carico di lavoro.

Un grazie va a *tutti gli amici* che ho conosciuto in questi anni di università, sempre a fare il tifo per me e a sostenermi nei passaggi più impervi.

Un grazie e una preghiera va agli *amici dell'AC*, che mi accompagnano nella vita e nella fede da tanti anni e mi hanno aiutato a sorridere e ad andare avanti.

Infine, il ringraziamento più grande va alla *mia famiglia* e in particolare ai miei *genitori* e a mio fratello *Giuseppe*, che sempre, da quando sono nato, mi sostengono e mi aiutano nelle mie scelte. Dove sono oggi lo devo a loro, e quello che sarò domani sarà grazie ai loro insegnamenti.

Giovanni

¹Alcuni, tra cui Umberto Eco, sostengono che non vada ringraziato il relatore di una tesi, perché ha semplicemente fatto il suo dovere. Io sono dell'opinione che nulla è dovuto e che non dovremmo smettere mai di ringraziare chiunque faccia qualcosa per noi, anche se ha fatto *semplicemente* il proprio "dovere".

Introduzione

Il recente passato ha visto protagoniste del mercato delle M&A le imprese internet, con molteplici operazioni di dimensioni importanti. Lo scopo di questo studio è quello di analizzare attraverso la metodologia degli event study le operazioni effettuate nel settore negli ultimi anni, per determinare quali sono le caratteristiche che determinano il successo o il fallimento di queste operazioni. Inoltre, si vuole analizzare se la crisi finanziaria ha avuto delle ripercussioni sull'attività di M&A del settore, in che modo sono state sfruttate le eventuali opportunità offerte dal momento e come sono state affrontate le difficoltà generate dalla crisi.

Nel Capitolo 1 si evidenzieranno quali sono le particolarità delle imprese che operano nel settore Internet. Si può notare che i modelli validi per le imprese tradizionali sono superati da nuovi modelli. Ad esempio, per le imprese Internet vale la legge dei *rendimenti crescenti*, caratteristica dovuta alla peculiare struttura dei costi delle imprese che operano nel settore.

Nel Capitolo 2 si analizzeranno brevemente quali sono le motivazioni strategiche che possono spingere le imprese a ricercare la crescita non internamente ma attraverso le operazioni di acquisizione e fusione. Un'analisi particolare sarà dedicata alla correlazione come spinta per le acquisizioni.

Nel Capitolo 3 si esporranno i principali metodi utilizzati per la valutazione delle imprese. Si vedranno quindi i metodi tradizionali e quelli più avanzati,

come le *Opzioni Reali* o l'*EVA*. Si cercherà di individuare quali sono i metodi che meglio possono evidenziare il valore delle imprese del settore.

Nel Capitolo 4 si illustrerà una breve rassegna della letteratura sugli event study, introducendo le prime ipotesi con cui si confronteranno i risultati. Inoltre, dopo una breve introduzione alla crisi finanziaria, si esporrà come è strutturata la metodologia degli event study e quali sono state le assunzioni effettuate per il lavoro.

Nel Capitolo 5 si analizzeranno i risultati ottenuti, dapprima confrontando le operazioni correlate con le operazioni non correlate; successivamente analizzando le differenze tra le operazioni avvenute prima della crisi finanziaria e quelle avvenute successivamente.

Nel Capitolo 6 si confronteranno i risultati del Capitolo 5 con le ipotesi avanzate nel Capitolo 4, cercando le ipotesi verificate e le cause che invece hanno smentito altre ipotesi.

Capitolo 1

Le caratteristiche del settore

In questo capitolo si analizzeranno gli aspetti caratteristici delle settore internet e delle imprese che vi operano, evidenziando le particolarità che lo rendono diverso dai business tradizionali¹.

1.1 Aspetti generali del settore

Lo sviluppo di Internet². La storia di Internet comincia nel 1969, con *ARPANET*, un progetto finanziato dal Dipartimento della difesa degli Stati Uniti, mentre la posta elettronica nacque nel 1971, essenzialmente per scopi militari. Nel 1980, con lo sviluppo dei protocolli TCP/IP³ diventa possibile connettere più reti differenti tra loro, mentre nel 1991 viene creato il protocollo HTTP⁴, dal quale origina il *World Wide Web*. È interessante notare che lo sviluppo di internet è avvenuto per fasi successive, simile a quello avvenuto

¹Cfr. F. PERRINI. *e-valuation. Valutare le imprese internet*. Milano: McGraw-Hill, 2000.

²Cfr. M. LIVIAN. *Valutazioni.com. Strategie e investimenti nella Net Economy*. Milano: Egea Bloomberg, 2000.

³Transmission Control Protocol (*TCP*) e Internet Protocol (*IP*).

⁴HyperText Transfer Protocol (*HTTP*).

per lo sviluppo dei *Personal Computer*. Possiamo quindi evidenziare cinque fasi differenti.

Lo sviluppo delle infrastrutture. In questa fase nasce *fisicamente* la rete che supporterà il traffico di Internet. Le aziende interessate in questa fase sono principalmente produttrici di hardware o di cavi e fibre ottiche.

Lo sviluppo dei sistemi operativi e dei servizi. Dopo l'infrastruttura fisica, è la volta del software. In questa fase vengono sviluppati i Sistemi Operativi che permettono ai computer di funzionare e i primi software di navigazione (browser⁵). È sempre durante questa fase che nascono i servizi per la connessione ad Internet e le aziende che li forniscono, gli *Internet Service Providers* (ISP), che consentono agli utenti finali di connettersi alla rete.

Lo sviluppo dei motori di ricerca e degli aggregatori. È solo a questo punto che nascono i primi soggetti *Internet based*⁶. Sono i motori di ricerca ed i portali. I primi permettono di ricercare delle parole chiave all'interno della rete e a restituire i risultati all'utente; i secondi convogliano al proprio interno i vari contenuti. In una prima fase sono questi ultimi (portali) ad essere più sviluppati, a causa dei limiti tecnologici delle infrastrutture. In tempi più recenti, i portali sono stati quasi interamente soppiantati dai motori di ricerca, che con lo sviluppo tecnologico sono stati capaci di indicizzare in maniera sempre più veloce e completa i contenuti su internet⁷.

⁵Il primo browser, Mosaic, nasce nel 1993. Da questo browser discendono tutti i browser la maggior parte dei browser moderni (Internet Explorer e Mozilla Firefox).

⁶per una definizione delle imprese *Internet based*, si veda la sezione 1.2 a pagina 7.

⁷Allo stato attuale, la maggior parte del traffico dei siti internet è generato dai motori di ricerca. Per questo motivo è nata una nuova professionalità, l'esperto di SEO (*Search Engine Optimization*), che si occupa di strutturare le pagine in modo di *scalare* velocemente le classifiche dei motori di ricerca e farle quindi comparire tra i primi risultati.

L'e-commerce. Il passo successivo è lo sviluppo del commercio elettronico. Per sua natura, infatti, Internet facilita lo scambio di informazioni. Per un'analisi più approfondita si rimanda alla sezione 1.2 a pagina 10.

I nuovi modelli di business. Se nelle fasi precedenti si applicavano modelli "classici" allo strumento di Internet, in questa fase inizia la ricerca di nuovi modelli di business. Cominciano a nascere le prime imprese che forniscono servizi strettamente legati ad Internet e che traggono dalla rete (e non dall'uso di modelli di business classici attraverso la rete) la loro principale fonte di profitto.

Mentre per la maggior parte delle imprese vale la legge dei *rendimenti decrescenti*, per cui, se si vogliono produrre più unità di output, è necessario fornire sempre più unità di input, fino al limite in cui il costo di una unità aggiuntiva di input è superiore al reddito addizionale generato dall'incremento di output prodotto⁸, per le imprese della Net Economy spesso vale la legge contraria, ossia la legge dei *rendimenti crescenti*⁹. Secondo questa legge economica, l'output cresce in maniera più che proporzionale rispetto all'input, per cui non si raggiunge mai un punto di equilibrio tra input e output nel quale si ottiene la massima produzione, ma questo punto coincide con quello in cui viene soddisfatta l'intera domanda di mercato. I motivi per cui per la maggior parte delle imprese della Net Economy (ma vale anche per le imprese produttrici di software) vale la legge dei rendimenti crescenti, è che in questo tipo di imprese l'incidenza dei costi fissi è molto elevata, mentre sono molto bassi quelli variabili. È sufficiente pensare al costo della produzione del software (estremamente elevato, ma fisso), e a quello della sua successiva distribuzione

⁸Cfr. H. R. VARIAN. *Microeconomia*. Venezia: Cafoscarina, 2002.

⁹Questa legge era già stata teorizzata in passato, ma era considerata come un'anomalia.

(estremamente ridotto, quasi azzerato se questa avviene attraverso la rete). È ovvio che l'enorme costo sostenuto per la progettazione e la realizzazione, può essere "ripartito" su un numero elevatissimo di prodotti finiti, riducendo il costo marginale per la produzione di una unità di output aggiuntiva.

Si può facilmente notare che le imprese che operano in questo ambito sono soggette alla legge empirica dell'effetto rete formulata da Metcalfe. Questa legge afferma che l'utilità e il valore di una rete sono pari ad $n^2 - n$ dove n è il numero degli utenti:

$$n^2 - n \text{ oppure } n * (n - 1)$$

Questo vuol dire che se ogni utente valuta 1 \$ ogni altro utente, una rete composta da 100 utenti vale 9.900 \$, una con 100.000 utenti invece 9.999.900.000 \$. Un recente studio¹⁰, tuttavia, sostiene che questa legge sia eccessivamente ottimista, in quanto considera tutti gli utenti di una rete di uguale importanza, mentre in realtà esistono utenti che hanno un peso maggiore¹¹. Un'altra obiezione sollevata è quella che la legge di Metcalfe è poco plausibile. Si considerino due reti distinte con n utenti. Ognuna vale poco meno di n^2 (si tralascia n per semplificare), quindi il valore totale di entrambe è circa $2n^2$. Se le due reti entrano in comunicazione tra loro (perché si fondono, una acquisisce l'altra o semplicemente decidono di interconnettersi), si otterrebbe una rete con $2n$ utenti, per un valore di poco inferiore a $4n^2$, circa due volte di più delle due reti prese separatamente. Questo significherebbe che i manager e i mercati finanziari dovrebbero cogliere le enormi opportunità dell'interconnessione (che

¹⁰A. ODLYZKO e B. TILLY. *A refutation of Metcalfe's Law and a better estimate for the value of networks and network interconnections*. Digital Technology Center, University of Minnesota 2005.

¹¹Questa obiezione è stata sollevata da Metcalfe stesso e da vari autori.

sarebbe in grado di *raddoppiare* il valore della rete), mentre storicamente, queste fusioni sono state spesso avversate dai manager delle imprese¹². Un'altra applicazione interessante dell'effetto rete è che spesso l'impresa leader del settore detiene quasi tutto, se non tutto, il mercato. È il caso di Google nel settore dei motori di ricerca, che ha saputo imporsi sugli altri concorrenti, con una quota di mercato negli Stati Uniti ad Ottobre 2008 del 61,2%, con una crescita dell'8,1% rispetto all'anno precedente, mentre il primo competitor, Yahoo!, è al 16,9%, con una perdita di quota del 12% rispetto all'anno precedente¹³. Un'altro esempio è quello di Microsoft per i sistemi operativi, che ha una quota di mercato dell'89,62%¹⁴. L'effetto rete, e quindi la quota di mercato, viene amplificata se si dà la possibilità a terzi di usufruire delle proprie tecnologie. Ad esempio, rilasciando API¹⁵ pubbliche e documentate, Google e Facebook hanno consentito lo sviluppo di svariate applicazioni di terze parti sulle loro piattaforme, attirando quindi un maggior numero di utenti. Allo stesso modo, la documentazione delle librerie di un sistema operativo, permette agli sviluppatori esterni di realizzare software che funzioni su questo sistema e facilitarne l'adozione da un numero maggiore di utenti.

Le imprese più giovani, che si sono affacciate da poco sul mercato, hanno la possibilità di cogliere occasioni che le grandi imprese impegnate nei business tradizionali non possono cogliere. Le grandi imprese, infatti, sono legate alle loro strutture organizzative ed ai loro modelli di business, che le limitano nell'individuare le opportunità offerte dalla rete. Le imprese più recenti, al

¹²È evidente che comunque esiste un vantaggio nell'interconnessione, generato dalle sinergie prodotte, ma è ben più basso di quello teorizzato dalla legge di Metcalfe.

¹³Dati: "Nielsen Online Announces October U.S. Search Share Rankings". Press Release. 25 nov. 2008. URL: http://www.nielsen-online.com/pr/pr_081125.pdf.

¹⁴Dati: Net Applications, 3 dicembre 2008.

¹⁵*Application Programming Interface*: interfaccia di programmazione di un'applicazione, ovvero un'insieme di procedure disponibili per i programmatori, che ne facilitano il compito.

contrario,

“non essendo appesantite da una lunga storia nel settore, possono spesso percepire più facilmente il potenziale insito in un nuovo modo di competere. Diversamente da chi è già sul mercato, i *newcomer* possono essere più flessibili perché non devono compiere scelte alternative rispetto ad attività già esistenti”¹⁶.

Le tecnologie della rete permettono di ridurre notevolmente i costi di transazione. Questo può portare a dei cambiamenti nella struttura del settore. Infatti, mentre nelle imprese tradizionali l'*internalizzazione* è di solito preferita, a causa dei costi di transazione più elevati del costo di produzione interno, nella Net Economy, la riduzione dei costi di transazione si spinge in moltissimi casi al di sotto del costo di produzione, permettendo così di esternalizzare le fasi del processo di produzione non strategiche, concentrandosi su quelle a più alto valore aggiunto per l'impresa. Viene inoltre facilitata la creazione di network di imprese finalizzati alla realizzazione di un prodotto finale.

I bassi costi di transazione, potrebbero far pensare ad un ruolo sempre meno importante degli intermediari, in quanto gli utenti finali possono reperire le informazioni in modo più veloce e direttamente dai produttori. Tuttavia questo non è accaduto, in quanto gli intermediari si sono concentrati su attività a più alto valore aggiunto che però l'azienda produttrice o il consumatore non sono in grado di svolgere efficientemente da soli. Un caso molto interessante di *deintermediazione* è quello di Dell, che usa esclusivamente il canale Internet per la vendita di hardware agli utenti finali, usando gli intermediari solo per l'assistenza tecnica post-vendita¹⁷. Inoltre, sempre più gli intermediari si specializzano in nuovi ruoli, creando piattaforme che consentono di indivi-

¹⁶Cfr. M. E. PORTER. “What is strategy”. in: *Harvard Business Review* (gen. 2000).

¹⁷Recentemente Dell ha stretto accordi con grandi catene di distribuzione (Carrefour, Best Buy ed altri) per vendere i propri prodotti anche attraverso i loro punti vendita, effettuando un processo inverso rispetto a quello messo in atto da altri competitors (HP, Lenovo, Acer).

duare i prezzi migliori per determinati prodotti o piattaforme di aste on-line facilitando l'incontro tra i produttori e i consumatori.

Una figura che si sviluppa sempre più all'interno dell'intermediazione è quella dell'*infomediario*¹⁸. Questo si occupa di raccogliere le informazioni presenti sul mercato e di gestirle per conto dei suoi clienti, organizzando una piattaforma che facilita le transazioni¹⁹. Queste figure consentono di aumentare l'efficienza dei processi di scambio, avvicinando il commercio elettronico ai modelli di mercato di concorrenza perfetta.

1.2 I modelli di business

Una prima classificazione possibile per le imprese che operano nel settore Internet è tra imprese *Internet-based* e imprese *Internet-related*. Nella prima categoria si fanno rientrare le imprese nate sfruttando la Rete e il cui fatturato deriva quasi esclusivamente da attività basate sulla rete. Nella seconda categoria rientrano la maggior parte delle imprese già esistenti prima dell'avvento della rete, che hanno sfruttato il Web per ampliare la loro attività, ma il loro fatturato deriva ancora in gran parte da attività tradizionali.

A causa dei rendimenti crescenti presenti nel settore e dell'effetto rete, nelle strategie delle imprese che operano nel settore Internet, è fondamentale il raggiungere la più ampia quota di mercato, in quanto, come abbiamo già visto, non è pensabile la convivenza di più competitors con quote simili. Ogni impresa, quindi, metterà in atto strategie volte a diventare *leader* del settore.²⁰

¹⁸Cfr. J. HAGEL III e A. G. ARMSTRONG. *Net Gain. Creare nuovi mercati con Internet*. Milano: Etas Libri, 1997.

¹⁹Un esempio è Kelkoo, che raccoglie informazioni su beni di largo consumo disponibili sui negozi online e li presenta al consumatore finale, che così può orientare le proprie scelte velocemente verso l'offerta che ritiene più conveniente.

²⁰Cfr. J. HAGEL III e A. G. ARMSTRONG. *Net Gain. Creare nuovi mercati con Internet*. Milano: Etas Libri, 1997.

Il modo principale per essere *leader* del settore è quello di entrare per primi e conquistare in breve tempo la quota di mercato più ampia possibile.

All'interno del settore sono presenti diversi operatori. Innanzitutto troviamo gli *Internet Service Providers* che sono gli operatori che forniscono l'accesso ad internet. Sono principalmente degli operatori nazionali, che operano quindi su un mercato più ristretto rispetto a quello fornito dalla rete. Di solito, oltre al servizio di accesso ad Internet, forniscono anche servizi di base come una casella di posta elettronica e un portale. Questo ruolo è spesso ricoperto dagli operatori di telecomunicazioni presenti in un paese, in quanto possono sfruttare le infrastrutture già a loro disposizione per raggiungere il maggior numero di clienti. Ad un livello successivo troviamo i motori di ricerca e i portali²¹. Questi ultimi possono specializzarsi in varie direzioni:

Portali generalisti o portali orizzontali che offrono una serie di informazioni generiche ad ampio raggio; spesso sono legati ad un *ISP* che ne cura i contenuti e sono a carattere nazionale²² e di solito sono gratuiti.

Portali specializzati o portali verticali che concentrano i loro contenuti su un unico tema. In questo caso la diffusione locale o internazionale dipende dal tema trattato e gli introiti di questi portali derivano da un'eventuale sottoscrizione necessaria per consultarli o da banner pubblicitari presenti nelle pagine.

Per quanto riguarda i motori di ricerca, la differenza può essere articolata in motori di ricerca in *senso stretto* e *directories*. I primi offrono l'indicizzazione dei contenuti presenti sul Web e restituiscono i risultati più vicini alle parole chiave cercate dall'utente. I secondi invece catalogano i siti Web presenti in

²¹per una differenza tra i due, si veda il paragrafo 1.1 a pagina 2

²²Non mancano esempi di portali generalisti internazionali, come ad esempio Yahoo!

banche dati raggruppandoli per categorie. Spesso i motori di ricerca si servono dei contenuti presenti nelle directories per indicizzare i contenuti.

Un fattore che accomuna i motori di ricerca e i portali è che la maggior parte dei contenuti viene creata da altri soggetti²³. Acquistare i contenuti da altri soggetti, oppure ottenerli gratuitamente, in moltissimi casi, consente di ridurre significativamente i costi da sostenere. Infatti, i portali e i motori di ricerca non devono dotarsi delle attrezzature necessarie per la produzione dei contenuti multimediali né devono sostenere i costi legati alla produzione di questi ultimi²⁴. Per le aziende produttrici di contenuti, d'altro canto, è estremamente conveniente sfruttare i portali e i motori di ricerca per ottenere una diffusione maggiore di quella che le loro competenze potrebbero portare. Un esempio estremo di questa filosofia è Wikipedia²⁵, i cui contenuti sono generati dagli utenti (e sono quindi completamente gratuiti) e gli unici costi sostenuti sono quelli legati all'accesso ad Internet e all'acquisto e manutenzione dei server.

Un'altra caratteristica dei modelli di business legati al settore Internet è la struttura dei costi che vede un'alta percentuale dei costi fissi. Questi sono legati principalmente ai costi di connessione, ai costi legati ai server e in parte ai costi della produzione di software. In realtà, sarebbe più corretto parlare di costi fissi nel breve periodo, con un andamento a *gradoni*, legato al fatto che, al raggiungimento di una soglia critica di utenti o di traffico, i costi legati alla connessione e ai server aumentano per poter sopportare il maggior carico richiesto. Non effettuare l'*upgrade* delle infrastrutture, infatti, porterebbe a

²³In media, circa il 10% dei contenuti è prodotto dai portali.

²⁴Yahoo! si era dotata in passato di studi di registrazione e altre strutture atte alla creazione di contenuti, ma ultimamente sta cercando di dismetterle per tornare a focalizzarsi sulla distribuzione piuttosto che sulla produzione.

²⁵Anche se, in effetti, si tratta di una fondazione e non di una società.

situazioni di *downtime* che avrebbero come conseguenza la perdita di molti utenti.

Un'altra categoria di operatori del settore è quella dei fornitori di servizi per Internet²⁶. Stiamo parlando di quei soggetti che si occupano di consulenza, di progettazione e di gestione di siti web. È una categoria che, con il crescere dell'importanza del settore Internet, diventa sempre più rilevante per le imprese. È in questo ambito che si collocano le *Web Agencies*, studi di professionisti specializzati nelle varie competenze che forniscono alle imprese un'offerta di servizi completa che spazia dal lancio di un nuovo sito, alla gestione, al marketing sul canale Internet.

Uno degli sviluppi più interessanti del settore internet per le imprese tradizionali è certamente l'e-commerce, ovvero la commercializzazione di prodotti e servizi su Internet. All'interno della definizione di e-commerce troviamo vari concetti: il *Business to Business (BTB)*, ovvero le transazioni tra le imprese attraverso internet; il *Business to Consumer (B2C)*, ovvero le transazioni tra imprese e consumatori finali; il *Consumer to Consumer (C2C)*, ovvero le transazioni tra consumatori finali che avvengono su una piattaforma online²⁷. Anche se i segmenti evidenziati per il commercio elettronico sono quelli tradizionali, questo presenta alcune particolarità. Innanzitutto, perdono di importanza vincoli territoriali tipici dei business tradizionali. Attraverso le piattaforme on-line, infatti, le aziende possono raggiungere i clienti in qualsiasi parte del mondo. Rimangono tuttavia presenti dei vincoli legati ai costi di trasporto (che per beni di poco valore potrebbero risultare eccessivi) e problematiche legate a vincoli legali o fiscali. La facilità con cui è possibile reperire

²⁶Abbiamo già visto gli esperti di SEO (si veda pagina 2).

²⁷È il caso di eBay, dove la maggior parte delle transazioni avviene tra singoli privati, anche se sempre più spesso viene usato per il commercio B2C.

le informazioni sulla rete, aumenta il potere contrattuale dei clienti. Questi ultimi, infatti, possono accedere illimitatamente alle informazioni ed effettuare la scelta per loro più conveniente. L'impresa dunque si trova davanti alla *commoditization*²⁸ dei suoi prodotti e deve trovare un modo per renderli più attraenti. Le imprese accettano questa maggiore forza contrattuale del cliente, in quanto, raccogliendo più informazioni sul cliente, riesce a soddisfarne più efficacemente i bisogni. Internet si configura quindi contemporaneamente come un'opportunità (per via dell'abbattimento dei vincoli geografici) e una minaccia (per via del maggior potere contrattuale dei clienti), le imprese devono quindi catturare le opportunità di internet²⁹ attraverso la riduzione dei costi ottimizzando i processi e la creazione di offerte più ricche.

Analizzando i singoli processi interni è possibile individuare le aree nelle quali è possibile ottenere dei miglioramenti e quindi dei risparmi di costo. Un'altro modo per ridurre i costi è quello della riduzione del capitale investito ridefinendo completamente il modello di business e attuando, nella maggior parte dei casi l'*outsourcing*.

Nel campo del B2B il collegamento elettronico favorisce la riduzione di tre problemi fondamentali:

- si elimina la frammentazione geografica, rendendo più efficiente il mercato e avvicinando i fornitori agli acquirenti;
- si facilita lo scambio di informazione, che vengono fornite in maniera più veloce e completa;
- condividendo le informazioni, i fornitori possono ridurre il numero di

²⁸Il prodotto viene percepito come standard dal cliente, con quasi nessun punto di distinzione rispetto alle offerte concorrenti. Cfr. J. C. ANDERSON e J. A. NARUS. *Business Market Management*. Milano: ETAS, 2005.

²⁹Cfr. E. SOMMA e E. PERRINI. "Così il B2B crea valore". in: *Il sole 24 ore* (21 ago. 2000).

scorte presenti nei magazzini e tenere soltanto i prodotti realmente necessari.

Lo sviluppo più importante nell'e-commerce B2B è la nascita dei *marketplace*. Queste sono piattaforme specializzate che facilitano l'incontro tra fornitori e acquirenti, rendendo più veloce il processo di selezione e ricerca, incrementando l'efficienza del mercato.

I vantaggi che porta il B2B dal lato della domanda sono riassumibili in:

- *un maggior numero di informazioni*, che consente di selezionare al meglio i fornitori;
- *la diminuzione dei costi amministrativi*, realizzata grazie alla velocizzazione delle operazioni,
- *l'aggregazione di acquirenti*, più imprese possono, infatti, aggregarsi per fare acquisti verso uno o più fornitori ed ottenere delle condizioni migliori per via dei volumi di acquisto maggiori.

Dal lato dell'offerta, se da una parte si assiste alla riduzione dei margini per le imprese, dovuto proprio alla migliore circolazione delle informazioni e all'abbattimento delle barriere geografiche, si possono comunque individuare alcuni benefici:

- *si può acquisire la clientela con un costo più basso*, i fornitori hanno infatti maggiori possibilità di farsi conoscere;
- *maggior domanda*, le imprese effettueranno sempre più i loro acquisti su Internet, aumentando la domanda collettiva;
- *clientela più soddisfatta*, le maggiori informazioni disponibili, permettono ai fornitori di soddisfare tempestivamente i bisogni della clientela.

Uno dei più grandi vantaggi del segmento B2C rispetto ai negozi tradizionali è la possibilità di offrire prodotti ad un prezzo inferiore. Il motivo principale di questo vantaggio è il minor capitale richiesto per un negozio on-line, dovuto alla centralizzazione delle operazioni. Non è necessario, per un negozio online, essere presente nel territorio con i propri punti vendita, ma un unico sito, con un magazzino centralizzato, può fungere da negozio per il mondo intero. Un'altro grande vantaggio è che viene data ai clienti la possibilità di acquistare i prodotti in ogni momento, in quanto il sito web del negozio è raggiungibile continuamente.

Una teoria interessante applicabile al B2C online è la “teoria della coda lunga”³⁰ (*The Long Tail theory*). Questa espressione è stata usata per la prima volta da Chris Anderson³¹ occupandosi di Amazon.com. Secondo questa teoria, i prodotti a bassa richiesta o con ridotti volumi di vendita possono occupare collettivamente una quota di mercato equivalente o superiore rispetto ai prodotti più venduti. Questo avviene se il canale di distribuzione è abbastanza grande. Una libreria on-line (come Amazon.com), quindi, poiché lo spazio disponibile su Internet è virtualmente illimitato, deriva la maggior parte dei suoi ricavi dalla “coda lunga”, mentre una libreria tradizionale, che invece è limitata dall'estensione superficiale del punto vendita, sceglierà di vendere solo i libri più richiesti. Uno studio recente³² dimostra che la teoria della coda lunga, in realtà, non è verificata dalla realtà. Da questo studio emerge che sono ancora i prodotti più venduti a generare la maggior parte del profitto anche nei negozi on-line, mentre è comunque suggeribile ampliare l'offerta il più possibile per

³⁰Il concetto è comunemente utilizzato nelle scienze statistiche.

³¹C. ANDERSON. “The Long Tail”. in: *Wired* (ott. 2004). URL: <http://www.wired.com/wired/archive/12.10/tail.html>, C. ANDERSON. *The Long Tail: Why the Future of Business is Selling Less of More*. Hyperion, 2006.

³²A. ELBERSE. “Should You Invest in the Long Tail?” In: *Harvard Business Review* 86.7/8 (2008), pp. 88–96. ISSN: 00178012.

consolidare la propria posizione offrendo agli utenti contenuti di *nicchia* che non possono trovare altrove.

Una delle caratteristiche principali di Internet è la gratuità con cui sono disponibili quasi tutti i contenuti. Per questo motivo, assume un ruolo determinante la pubblicità, dalla quale deriva la maggior parte degli introiti di molti operatori. Le nuove tecnologie hanno introdotto ulteriori possibilità di *advertising* che i media tradizionali non offrono. Sempre più diffuse sono, infatti, le *pubblicità contestuali*, ovvero quegli annunci pubblicitari generati partendo dal contenuto della pagina³³. In questo modo, aumentano le possibilità che il visitatore sia interessato ai prodotti pubblicizzati e che quindi clicchi sull'annuncio. Un'altra modalità che si è sviluppata è quella della creazione di *mini siti* pubblicitari dedicati al prodotto, ai quali sono spesso associate delle iniziative (concorsi, giochi, ecc.) volte a coinvolgere gli utenti. Un altro vantaggio della pubblicità on-line è che è possibile monitorare l'efficacia del messaggio pubblicitario in tempo reale, attraverso l'analisi del numero delle impressioni e dei click, cosa che non è possibile con gli altri media tradizionali. Questo consente di avere un'idea più precisa dell'efficacia e di ridurre i costi dell'advertising, legandoli al numero di utenti che effettivamente sono stati attratti.

Un nuovo mercato che si affianca al commercio tradizionale (seppur attraverso il canale elettronico) è la commercializzazione di servizi Internet³⁴. I servizi (e i beni) forniti direttamente attraverso il canale elettronico (come, ad esempio, files musicali, servizi di *photo sharing*) rappresentano una nuo-

³³Così, su un sito che si occupa di calcio, verranno visualizzati annunci riguardanti articoli sportivi.

³⁴Nell'e-commerce, infatti, anche se una parte della transazione avviene online (l'ordine di acquisto), il contratto viene però perfezionato "fisicamente", con la consegna del bene (e il pagamento, se questo non è previsto tramite transazione elettronica).

va opportunità. Mentre per la fornitura di beni (musica, film, software), la transazione si differenzia da quella tradizionale principalmente per il metodo di consegna, più interessante è la fornitura di servizi. In questo caso, di solito l'offerta si differenzia in un profilo gratuito, che offre delle funzionalità di base che permettono al cliente di "saggiare" la bontà del prodotto, e uno o più profili a pagamento, che offrono delle funzionalità aggiuntive. I profili gratuiti, di solito, sono caratterizzati dalla presenza di pubblicità che li rende quindi in parte profittevoli, mentre i profili a pagamento non presentano pubblicità, in quanto le società ottengono i loro profitti dal pagamento del canone.

1.2.1 La creazione del valore

Nella tradizionale catena del valore³⁵, le informazioni sono considerate come un elemento di supporto e di servizio, mentre nelle imprese Internet queste sono, come abbiamo visto, una fonte di valore. È necessario quindi "ripensare" la catena del valore classica per riadattarla alle caratteristiche delle imprese della Net Economy. La strategia quindi non è più concentrata sull'efficacia e sulla competitività, ma sul cliente³⁶, al fine di ottimizzare la *customer experience*.

La catena del valore, evolve in una *rete del valore*³⁷, con al centro il cliente. Il processo di creazione del valore non è più lineare, ma si può realizzare in modi e tempi differenti.

La catena del valore virtuale³⁸ è il processo attraverso i quali i semplici dati

³⁵Cfr. M. E. PORTER. *Competitive strategy, Techniques for analyzing industries and competitors*. New York: The Free Press, 1980.

³⁶Cfr. R. KALAKOTA e M. ROBINSON. *e-Business. Come avviare un'impresa di successo in Internet*. Milano: Apogeo, 1999.

³⁷Cfr. P. BORDOGNA. "La catena del valore nella New Economy". in: *Sapient, SDA Bocconi* (4 apr. 2000).

³⁸Cfr. P. F. CAMUSSONE. *Il Sistema Informativo Aziendale*. Milano: Etas Libri, 1998.

assumono valore nel mondo virtuale. È possibile suddividere ciascuna fase in cinque attività:

- acquisizione delle informazioni;
- organizzazione delle informazioni;
- selezione delle informazioni;
- sintesi delle informazioni;
- distribuzione delle informazioni;

Uno degli effetti principali della catena del valore virtuale è l'estrema velocità e dinamicità con cui avvengono le evoluzioni, che, se da un lato permettono di raggiungere livelli di personalizzazione altissimi, dall'altro, riducono drasticamente la vita utile del prodotto, fino ai casi estremi nei quali il prodotto non viene mai lanciato come "versione finale" ma resta sempre in versione *Beta*, ovvero versione in sviluppo³⁹.

Le tecnologie informatiche possono contribuire alla creazione del valore in vari modi. Una possibile classificazione individua tre tipologie:

Capacità distintive, attraverso le tecnologie informatiche è possibile aumentare la qualità dell'offerta e ottimizzare i processi operativi.

Killer application, queste sono applicazioni che modificano completamente le regole del gioco decretando il successo di nuovi soggetti e l'uscita di tutti quei soggetti che non sono in grado di riconfigurarsi secondo le nuove regole.

Rete, l'effetto rete (si veda pagina 4) è in grado sicuramente di creare valore e di ridefinire le regole del gioco.

³⁹Ne sono un esempio i servizi offerti da Google, perennemente in versione Beta.

1.3 Problematiche valutative

La particolarità dei modelli di business delle imprese Internet pone la domanda se i “classici” metodi di valutazione⁴⁰ sono in grado di determinare correttamente il valore del capitale dell’impresa, in quanto queste sono spesso imprese *senza utili, senza storia e senza comparables*⁴¹.

Le imprese della Net Economy, infatti, non producono utili per parecchio tempo e gli investimenti sono caratterizzati da una forte presenza di *intangibles*. A questo si aggiungono le peculiarità di un settore in continuo cambiamento, che rendono ancora più difficili la comprensione del business, momento fondamentale nel processo di valutazione.

Inoltre, le imprese Internet si configurano spesso come delle iniziative con due soli possibili risultati: il successo o il fallimento, che dipendono da come l’impresa riesce a catturare quote di mercato. I problemi valutativi sono quindi sia quelli di una *start-up* sia problemi specifici del settore.

Pur ammettendo la presenza di fattori che differenziano le imprese internet dalle imprese tradizionali, la convinzione comune è che si debbano comunque preferire gli approcci classici rispetto a quelli più *esotici*, adattandoli alla realtà delle imprese internet⁴². Le principali differenze sono riconducibili a vari fattori:

- gli utili e i flussi di cassa non sono, specialmente nella fase iniziale, buoni indicatori della capacità di generare flussi di cassa futuri;
- gran parte del valore delle imprese Internet dipende dalle opportunità di

⁴⁰Per una rassegna dei vari metodi di valutazione, si veda il Capitolo 3.

⁴¹Cfr. F. PERRINI. “Economia & Management”. in: Milano: Etas Libri, 2000. cap. Innovazione, struttura finanziaria e valore d’impresa, A. DAMODARAN. *The Dark Side of Valuation: Firms with no Earnings, no History and no Comparables. Can Amazon.com be valued?* New York: Stern School of Business, 2000.

⁴²Cfr. G. ATHANASSAKOS. “Valuing Internet Ventures”. in: *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis* 2 (1 2007).

crescita. Il valore delle operazioni correnti rappresenta solo una piccola parte del valore dell'impresa.

- il settore è fortemente caratterizzato da continua evoluzione, elevata contendibilità del business e assenza di soggetti affermati.

Un metodo spesso suggerito per valutare le imprese Internet è quello delle *opzioni reali*. In questo modo è possibile inserire i vari scenari evolutivi all'interno dell'evoluzione e giungere ad una valutazione più precisa, tenendo conto della peculiare struttura *win/lose* delle iniziative del settore.

Sono stati condotti vari studi⁴³ per comprendere l'importanza di indicatori non economici nella determinazione del valore del capitale delle imprese internet. Le conclusioni di questi lavori è che il traffico internet spiega una buona parte delle variazioni nel valore del capitale di un'impresa, ma che perde di significato quando si tenta di usarlo per determinare il valore futuro delle vendite delle imprese, e quindi scarsamente rilevante ai fini della valutazione dell'impresa.

Il principale *value driver* del valore nelle imprese Internet è la crescita, ed è con riferimento alle possibilità di crescita che vanno effettuate le valutazioni degli operatori del settore. Per le imprese Internet, il metodo finanziario si rivela distorsivo. Infatti, l'elevata aleatorietà delle ipotesi di base rende poco indicativo il calcolo del Discounted Cash Flow (*DCF*). Anche l'uso delle opzioni reali, se da un lato può sembrare un metodo che riesce a cogliere le peculiarità del settore, d'altro canto rimane un metodo di difficile applicazione pratica.

La metodologia più applicata è quella dei multipli. I multipli più utilizzati

⁴³Cfr. S. RAJGOPAL, S. KOTHA e M. VENKATACHALAM. *The Relevance of Web Traffic for Stock Prices of Internet Firms*. 2000, F. GUIJARRO MARTINEZ e I. MOYA CLEMENTE. *The Added Value of Non-Financial Information in Internet Firms Pricing*. Working Paper. Valencia, España: Universidad Politécnica de Valencia.

sono stati il Sales Multiple ($EV/Sales$) e il P/E to $Growth$. Tuttavia, poiché specialmente nella fase iniziale della loro vita le imprese Internet non registrano profitti, sono stati spesso utilizzati dei multipli empirici, basati su indicatori non finanziari. Inoltre, risulta piuttosto difficile la creazione di una base di società comparabili.

Capitolo 2

Motivazioni strategiche

Come evidenziato nel Capitolo 1, il principale *driver* del valore delle imprese internet è la *crescita*¹. Questa può avvenire internamente o esternamente. In questo ultimo caso, la crescita è alimentata dalle acquisizioni² di imprese concorrenti o che operano in settori *complementari* a quello di origine sia *verticalmente* che *orizzontalmente*.

Ci sono varie argomentazioni che possono spingere a preferire le acquisizioni alla crescita interna³. Innanzitutto la crescita interna richiede molto tempo e investimenti importanti nel periodo iniziale. Inoltre, se si deve entrare in mercati altamente concentrati, le barriere all'entrata e i grandi profitti degli *incumbents* potrebbero rendere la strategia di espansione più costosa dell'acquisizione. D'altro canto, motivazioni che possono spingere a preferire la crescita interna piuttosto che le acquisizioni, possono essere: la scarsa disponibilità di imprese potenzialmente acquisibili, la dimensione del premio da riconoscere agli azionisti dell'impresa target, i costi di transazione elevati.

¹Ampliare con le informazioni contenute nel materiale didattico del Prof. Pansa

²Nel resto del capitolo si userà il termine acquisizioni, ma si intenderanno in generale tutte le operazioni di acquisizione e fusione.

³Cfr. H. SINGH e C. A. MONTGOMERY. "Corporate Acquisition Strategies and Performance". in: *Strategic Management Journal* 8.4 (lug. 1987).

Essere l'impresa leader all'interno del settore è fondamentale per le imprese internet, in quanto questa detiene quasi tutto il mercato. Se nel settore ci sono concorrenti *scomodi*, un'opzione strategica è quella di acquisirli se si hanno le capacità finanziarie necessarie. È il caso dell'acquisizione di Youtube da parte di Google, avvenuta nel 2006.

Youtube è un servizio di *video sharing*, ovvero un sito che permette agli utenti di caricare online i propri video e consentirne la diffusione su internet. Poiché Youtube è entrato per primo sul mercato, ha potuto ottenere un'ampissima base di utenti in poco tempo. Questo ha fatto sì che i *competitors* che sono entrati nel segmento successivamente a Youtube avessero enormi difficoltà ad affermarsi. Google, che in un primo momento aveva tentato, senza riuscirci, di contrastare Youtube con un proprio servizio, *Google Video*, ha deciso di optare per l'acquisizione del concorrente *scomodo*, in virtù delle sue capacità finanziarie, diventando in questo modo il leader del segmento.

Analizzando i percorsi strategici relativi alle acquisizioni, si nota che si possono dividere le strategie competitive alla base delle operazioni in due livelli⁴. Il primo, il livello *corporate*, riguarda la scelta del mercato di riferimento e le interrelazioni tra le unità di business. Il secondo, il livello *business*, riguarda i vantaggi competitivi perseguibili con una singola unità di business e quelli invece ottenibili attraverso operazioni di coordinamento. La scelta del mercato di riferimento può essere a sua volta scomposta nei problemi di quali mercati servire e in che modo. Con riferimento alle acquisizioni, queste due scelte si traducono in quali aziende acquisire e se entrare nel mercato attraverso l'acquisizione o internamente. Per quanto riguarda le interrelazioni, il problema principale è la scelta di come integrare le unità di business acquisite.

⁴Cfr. F. TRAUTWEIN. "Merger motives and merger prescriptions". in: *Strategic Management Journal* 11.4 (mag. 1990).

2.1 Teorie delle motivazioni strategiche

Si possono individuare sette principali teorie che riguardano le motivazioni strategiche delle acquisizioni e delle fusioni⁵ che possono essere suddivise in due categorie. Nella prima, si inseriscono le teorie che si focalizzano sugli interessi degli *shareholders* e del *management*; nella seconda, troviamo la *teoria del disturbo* e quegli approcci che vedono le acquisizioni come dei *process outcome*. Inoltre, le teorie della prima categoria possono essere ulteriormente suddivise in base alla natura dei vantaggi ottenuti dagli *shareholders*⁶.

2.1.1 Teoria dell'efficienza

In base a questa teoria, le operazioni sono poste in essere con lo scopo di conseguire *sinergie*. In generale, si possono distinguere tre tipi diversi di sinergie⁷:

Sinergie finanziarie, che si esplicano in un minor costo del capitale. Un modo per ottenerle è quello di abbassare il rischio sistematico di un'impresa investendo in business non correlati. Un altro modo è quello di au-

⁵Cfr. F. TRAUTWEIN. "Merger motives and merger prescriptions". in: *Strategic Management Journal* 11.4 (mag. 1990), Il testo individua queste teorie per le fusioni, ma sono valide anche per le acquisizioni.

⁶Nel seguito, verrà riportato parte del lavoro di TRAUTWEIN (1990), escludendo dalla trattazione quelle teorie che non riguardano le motivazioni strategiche. Per completezza, Trautwein individua, oltre a le teorie nel seguito esposte:

1. la teoria della valutazione (*Valuation theory*);
2. la teoria dell'interesse dei manager (*Empire-building theory*);
3. la teoria dei processi decisionali (*Process theory*);
4. la teoria dell' "assaltatore" (*Raider theory*);
5. la teoria dei disturbi (*Disturbance theory*).

⁷Si veda TRAUTWEIN (1990)

mentare la dimensione dell'impresa; un terzo modo prevede la formazione di un mercato dei capitali interno.

Sinergie operative, che si possono ottenere combinando le operazioni di due unità separate o attraverso il trasferimento di conoscenza⁸. Entrambi i metodi possono diminuire i costi che l'impresa sostiene o permetterle di offrire dei prodotti e dei servizi unici. Questi vantaggi devono essere comparati con i costi sostenuti per ottenerli.

Sinergie manageriali, vengono realizzate quando il management della società acquirente ha migliori capacità di pianificazione e di controllo, delle quali può beneficiare anche l'impresa target.

Le sinergie finanziarie sono state oggetto di molte critiche. La principale è che non possono essere conseguite in un mercato efficiente. La ricerca ha inoltre mostrato che non c'è evidenza di un abbassamento del rischio sistematico o della superiorità di un mercato dei capitali interno⁹. Le sinergie finanziarie che derivano dalla dimensione, sembrano invece essere riconosciute dalla teoria¹⁰. Le sinergie manageriali e operative, invece, sono spesso indicate come dei concetti evasivi usati come motivazione per le acquisizioni ma raramente realizzati¹¹. Dimostrazioni indirette della teoria dell'efficienza ci vengono da tre tipi di studi. Gli *event studies* mostrano che il mercato azionario di solito valuta positivamente le operazioni di fusione e acquisizione. Tuttavia, stu-

⁸Cfr. M. E. PORTER. *Competitive Advantage*. New York: Free Press, 1985.

⁹Cfr. R. RUMELT. *Strategy, Structure and Economic Performance*. Boston: Harvard Business School Press, 1986, C. A. MONTGOMERY e H. SINGH. "Diversification strategy and systematic risk". in: *Strategic Management Journal* 5 (1984).

¹⁰Cfr. F. M. SCHERER et al. *The Economics of Multi-Plant Operation*. Cambridge: Harvard University Press, 1975.

¹¹Cfr. J. KITCHING. "Why do mergers miscarry?" In: *Harvard Business Review* 45.6 (1967), M. E. PORTER. "From competitive advantage to corporate strategy". in: *Harvard Business Review* 65.3 (1987).

di sulle performance aziendali ci dicono che più della metà delle acquisizioni falliscono¹².

2.1.2 Teoria del monopolio

Questa teoria afferma che le operazioni sono messe in atto per aumentare il proprio potere di mercato¹³. Le acquisizioni, quindi possono consentire di:

- usare i profitti che derivano da una posizione consolidata per sostenere una lotta per aumentare la propria quota di mercato in un altro mercato;
- puntare a limitare la competizione in più di un mercato;
- sviluppare un deterrente per i potenziali entranti nel suo mercato.

Limitando la concorrenza, gli azionisti ottengono il risultato di trasferire ricchezza dai clienti all'azienda. In un suo studio, Jensen¹⁴ smentisce la teoria del monopolio. Secondo la teoria, infatti, i prezzi delle azioni dovrebbero salire in caso di annunci e scendere se queste operazioni vengono vietate dalla FTC (*Federal Trade Commission*) o cancellate. Poiché i prezzi delle azioni non scendono in questi due casi, Jensen conclude che la teoria del monopolio non è valida.

¹²Cfr. M. E. PORTER. "From competitive advantage to corporate strategy". in: *Harvard Business Review* 65.3 (1987), lo studio evidenzia che le acquisizioni correlate hanno performance migliori di quelle non correlate, infatti queste ultime hanno un tasso di fallimento di tre su quattro.

¹³Si veda TRAUTWEIN (1990)

¹⁴Cfr. M. C. JENSEN. "Takeovers: Folklore and science". in: *Harvard Business Review* 62.6 (1984).

2.2 La correlazione come spinta per le acquisizioni

Uno dei fattori più rilevanti per le acquisizioni è la *correlazione* industriale tra le due società coinvolte¹⁵. In particolare, la correlazione può manifestarsi come:

- possibilità di utilizzare le stesse risorse (sia *tangibili* che *intangibili*);
- possibilità di condividere competenze organizzative;
- possibilità di condividere l'approccio strategico;
- possibilità di condividere attività e procedure operative.

Questo in quanto l'operazione rende possibile lo sviluppo di sinergie, aumentando il peso competitivo della società. Inoltre, molto spesso le acquisizioni consentono di acquisire nuove tecnologie e nuove conoscenze che permettono all'azienda di mantenere o conquistare la leadership. Un esempio è l'acquisizione da parte di Advanced Micro Devices (AMD), azienda statunitense specializzata nella produzione di microprocessori per computer, di ATI Technologies, azienda canadese che invece è specializzata nella produzione di chip grafici, avvenuta nell'ottobre 2006. Con questa acquisizione, AMD può sviluppare e offrire delle piattaforme integrate per computer, esattamente come Intel, leader del settore¹⁶.

¹⁵Cfr. F. FONTANA e M. CAROLI. *Economia e gestione delle imprese*. Milano: McGraw-Hill, 2006.

¹⁶Alcune scelte strategiche successive e il mancato successo dei nuovi processori AMD e delle schede ATI, tuttavia, non hanno consentito ad AMD di aumentare la sua quota di mercato, anzi hanno causato perdite, portando il CEO *Hector Ruiz* alle dimissioni nel luglio 2008.

La correlazione può essere inoltre espressa in base a tre criteri¹⁷: *intensità*, *direzione* e *fattori di correlazione*. L'intensità descrive il rilievo della connessione strategica tra i due settori e tende a variare nel tempo. La direzione può essere orizzontale o verticale. Per quanto riguarda i fattori di correlazione, si possono individuare *fattori di mercato* e *fattori tecnologico-produttivi*.

2.2.1 Vantaggi potenziali

È possibile analizzare i vantaggi ricercati nelle acquisizioni. Questi possono essere analizzati separatamente per le operazioni correlate e per le operazioni non correlate. Per le acquisizioni del primo tipo, la creazione del valore può avvenire in tre modi: economie di *scala*, economie di *scopo*, aumento del potere di mercato.

Si hanno economie di scala quando aumenta l'efficienza all'espandere della produzione di uno specifico prodotto. Si hanno invece economie di scopo quando determinate risorse possono essere utilizzate per la realizzazione di due o più prodotti. Si ha, infine, aumento di potere di mercato quando un soggetto è in grado di influenzare prezzo, quantità e natura del prodotto all'interno di un mercato.

Nelle acquisizioni non correlate, i vantaggi conseguiti sono di solito inferiori rispetto a quelli ottenuti per le acquisizioni correlate. Questi possono derivare da una riduzione dei costi finanziari, dall'aumento di efficienza amministrativa o dall'ottenimento di risorse umane migliori non legate a specifici prodotti o business. Anche il potere di mercato può aumentare in relazione alle accresciute dimensioni dell'impresa.

Le acquisizioni scarsamente correlate, inoltre, sono spesso *punite* dal mer-

¹⁷Cfr. F. FONTANA e M. CAROLI. *Economia e gestione delle imprese*. Milano: McGraw-Hill, 2006.

cato, in quanto non viste di buon occhio. È il caso dell'operazione Ebay-Skype, nella quale il sito di aste on-line vedeva in Skype la possibilità di aumentare le vendite on-line integrando il servizio di chiamate VOIP nel loro sito. L'operazione è costata 2,5 miliardi di dollari nel 2005, ma Ebay è stata costretta ad ammettere nel 2007 di aver pagato Skype circa 1 miliardo di troppo¹⁸.

2.2.2 Integrazione verticale

Con l'integrazione verticale, l'impresa entra in settori che possono essere più o meno correlati con il suo settore d'origine. Strategie di integrazione verticale interessano principalmente le imprese *Internet related*. Le imprese *Internet based*, infatti, per loro natura sono scarsamente integrate verticalmente, in quanto concentrano la loro attività sul *core business*, delegando all'esterno la maggior parte delle attività della *filiere produttiva* non strategiche. Le imprese *Internet related*, invece, essendo imprese "tradizionali" che hanno sfruttato il Web per espandere la loro attività, possono essere interessate a presidiare *strategicamente* le attività a monte o a valle del loro settore di appartenenza.

I vantaggi dell'integrazione verticale sul piano dei costi, si ricollegano principalmente ai vantaggi ottenuti integrando la filiera produttiva e a quelli ottenuti evitando i costi di transazione sul mercato per le fasi integrate. Da un punto di vista strategico, presidiare le fasi produttive maggiormente importanti nella catena del valore permette di controllare le attività più importanti e mantenere un vantaggio competitivo sui concorrenti.

¹⁸Cfr. O. KHARIF. "EBay's Skype Bubble Bursts". in: *BusinessWeek.com* (1 ott. 2007). URL: http://www.businessweek.com/technology/content/oct2007/tc2007101_499889.htm.

2.2.3 Strategie di diversificazione e sinergie

Le spinte che portano un'impresa a diversificare possono essere molteplici. Ad esempio, l'impresa può decidere di sfruttare le proprie capacità e il proprio vantaggio competitivo in settori diversi da quello di origine, ad esempio, attraverso lo sfruttamento di un marchio consolidato. Un'ulteriore spinta può essere dovuta ad una capacità in eccesso, spesso di natura finanziaria, rispetto a quella necessaria per il proprio settore. Infine, lo sfruttamento di economie di scopo e l'aumento del potere di mercato dell'impresa, costituiscono ulteriori spinte possibili per diversificare¹⁹.

¹⁹Nell'ambito del settore, caratterizzato da forte crescita, non vengono considerate come spinte alla diversificazione la mancanza di opportunità di crescita e la riconversione industriale, che sono invece da considerare in settori più *tradizionali*.

Capitolo 3

Metodi di valutazione

In questo capitolo verranno analizzati i principali metodi di valutazione usati per le aziende del settore. Si partirà dai metodi di valutazione tradizionali, quali i metodi basati sui flussi e sui multipli, per poi analizzare metodi più avanzati come le *Opzioni Reali* e la valutazione basata sull'*EVA*¹.

3.1 I metodi tradizionali

Come già visto, le caratteristiche peculiari delle imprese del settore come l'inesistenza di dati storici, la struttura patrimoniale basata su beni intangibili e le caratteristiche operative, rendono piuttosto difficoltosa l'applicazione dei metodi tradizionali per la valutazione delle imprese Internet.

¹Per questo capitolo, si consulti prevalentemente F. PERRINI. *e-valuation. Valutare le imprese internet*. Milano: McGraw-Hill, 2000, M. MASSARI e L. ZANETTI. *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*. 2^a ed. Milano: McGraw-Hill, 2007, E. MONTI. *Manuale di finanza per l'impresa. Teoria e pratica*. Torino: UTET, 2005, nonché A. DAMODARAN. *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*. Financial Times/Prentice Hall, 2001

3.1.1 La valutazione basata sui flussi

Le valutazioni basate sui flussi assumono come condizione principale che un'impresa vale per i risultati economici che riesce a generare e quindi in funzione dei flussi di risultati futuri. Questo tipo di approccio è indicato come quello maggiormente razionale, in quanto stabilisce che il valore è funzione:

1. della dimensione dei flussi di risultato attesi;
2. della distribuzione nel tempo di questi flussi;
3. del valore d'uso dei rendimenti finanziari espresso come il rendimento offerto da impieghi alternativi con profilo di rischio equivalente.

I fattori che contraddistinguono questi metodi sono tre:

- individuazione di un *risultato* che indica l'efficacia della gestione;
- uso di un procedimento di *attualizzazione* per i flussi di risultati futuri;
- determinazione di tassi di sconto idonei.

All'interno della *famiglia* dei metodi basati sui flussi, possiamo individuare due insiemi principali, quello dei metodi *finanziari*, che basano la loro valutazione principalmente sui flussi di cassa e quello dei metodi *reddituali* che individuano nel reddito d'impresa il risultato rilevante per la determinazione del valore.

I metodi più utilizzati per le valutazioni sono quelli basati sui multipli e il metodo finanziario basato sul *Discounted Cash Flow* o *DCF*. I metodi finanziari sono preferiti in una fase più avanzata dello sviluppo dell'impresa, in quanto in una fase iniziale questa non è in grado di generare dei cash flow positivi. È quindi utilizzabile per quelle imprese più mature quali i fornitori di infrastrutture o le software house.

Tabella 3.1: Determinazione del FCFO

+	Margine operativo lordo
±	Variazione del capitale circolante commerciale
±	Variazione del fondo TFR
–	Investimenti operativi
+	Disinvestimenti operativi
–	Imposte specifiche sul risultato operativo
=	FCFO (Free Cash Flow from Operations)

Tabella 3.2: Determinazione del FCFE

+	Margine operativo lordo
±	Variazione del capitale circolante commerciale
±	Variazione del fondo TFR
–	Investimenti operativi
+	Disinvestimenti operativi
=	Flusso monetario operativo al lordo delle imposte
–	Interessi passivi netti
–	Imposte sul reddito d'esercizio
±	Variazione del fondo imposte
±	Variazione programmata dell'indebitamento finanziario netto
=	FCFE (Free Cash Flow to Equity)

Il metodo finanziario

Il metodo finanziario si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa generati dall'impresa. Sono possibili due varianti: la valutazione basata sui criteri *Asset Side*, che usa i flussi di cassa operativi (*Free Cash Flow from Operations* o *FCFO*) e la valutazione basata su criteri *Equity Side*, che usa i flussi di cassa disponibili per gli azionisti (*Free Cash Flow to Equity* o *FCFE*). Se correttamente applicate, le due varianti portano allo stesso risultato.

La differenza nei flussi di cassa comporta l'uso di un diverso tasso di attualizzazione per i due criteri. Nel FCFE viene utilizzato costo del capitale di rischio (K_e), mentre nel caso del FCFO viene usato un tasso che comprenda sia

il costo del capitale di rischio K_e , sia il costo del capitale di debito K_d ; questo tasso è individuato nel WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), ovvero il costo medio ponderato del capitale di debito e di rischio:

$$WACC = K_{el} \times \frac{E}{E + D} + K_d \times \frac{D}{E + D} \quad (3.1)$$

Il simbolo K_{el} indica il rendimento richiesto dagli azionisti per i flussi *levered*, $E/(E + D)$ e $D/(E + D)$ individuano i pesi, mentre K_d indica il costo del capitale di debito².

La formula generale del metodo finanziario è:

$$W = \sum_{t=0}^T \frac{F_t}{(1 + k)^t} \quad (3.2)$$

dove:

W Valore del capitale;

F_t Flusso di cassa del periodo t ;

k tasso di attualizzazione dei flussi di cassa;

T durata dell'impresa.

I metodi finanziari possono essere suddivisi ulteriormente in tre categorie:

- i metodi finanziari *analitici*, che prevedono i flussi di cassa in maniera analitica sino al termine della durata attesa dell'impresa;
- i metodi finanziari *sintetici*, che utilizzano previsioni di flusso variabili secondo alcune costanti;

²Per un approfondimento sulla determinazione di K_{el} e K_d si veda M. MASSARI e L. ZANETTI. *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*. 2^a ed. Milano: McGraw-Hill, 2007.

- i metodi finanziari analitici con *terminal value*, che prevedono i flussi di cassa in maniera analitica per il medio termine, mentre usano una stima sintetica dei flussi per il lungo termine.

Nei metodi analitici, l'equazione 3.2 diventa:

$$W_{asset} = \sum_{t=0}^T \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} \quad (3.3)$$

per le valutazioni *Asset Side*, oppure:

$$W_{equity} = \sum_{t=0}^T \frac{FCFE_t}{(1 + K_e)^t} \quad (3.4)$$

per le valutazioni *Equity Side*.

Per quanto riguarda i metodi sintetici, bisogna distinguere tra l'ipotesi *steady state*, nella quale si assume che l'impresa possa mantenere all'infinito la capacità di produrre flusso di cassa medio-normale, dall'ipotesi *steady growth* o di *crescita perpetua costante*, caratterizzata dalla presenza di un modello di crescita dei flussi di cassa. In questi casi, la 3.2 cambia ancora e diventa:

$$W_{asset} = \frac{FCFO}{WACC} \quad (3.5)$$

$$W_{equity} = \frac{FCFE}{K_e} \quad (3.6)$$

dove:

FCFO flusso di cassa operativo costante perpetuo;

FCFE flusso di netto di cassa per gli azionisti perpetuo;

nel caso di ipotesi *steady state*, oppure:

$$W_{asset} = \frac{FCFO_1}{WACC - g} \quad (3.7)$$

$$W_{equity} = \frac{FCFE_1}{K_e - g} \quad (3.8)$$

dove:

$FCFO_1, FCFE_1$ flusso di cassa atteso per l'esercizio seguente;

g tasso perpetuo di crescita;

nell'ipotesi *steady growth*. Tuttavia, l'ipotesi di una crescita perpetua costante è troppo *forte*, per questo si preferisce usare formule che prevedano un periodo di crescita limitato, esauritosi il quale l'impresa si mantiene in una situazione di equilibrio³. In questo caso si usano le seguenti formule di *crescita temporanea*:

$$W_{asset} = \frac{FCFO_1 \times (1 + g) \times \left[1 - \frac{(1 + g)^t}{(1 + WACC)^t} \right]}{(WACC - g)} + \frac{FCFO_{t+1}}{(1 + WACC)^t} \quad (3.9)$$

$$W_{equity} = \frac{FCFE_1 \times (1 + g) \times \left[1 - \frac{(1 + g)^t}{(1 + K_e)^t} \right]}{(K_e - g)} + \frac{FCFE_{t+1}}{(1 + K_e)^t} \quad (3.10)$$

Nelle due formule, il primo addendo rappresenta il valore durante il periodo di crescita, mentre il secondo rappresenta il valore al termine della crescita, dopo la quale si prevede un periodo di equilibrio. Per le imprese del settore, tuttavia, è difficilmente applicabile il metodo sintetico, in quanto è molto

³Cfr. M. MASSARI e L. ZANETTI. *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*. 2^a ed. Milano: McGraw-Hill, 2007.

difficile definire uno scenario “normale”. È quindi preferibile usare formule di *crescita differenziata*, distinguendo la crescita in due sottoperiodi: un primo, caratterizzato da crescita intensa destinato ad esaurirsi in pochi anni, un secondo, caratterizzato da una crescita più moderata. Le formule 3.9 e 3.10 diventano quindi:

$$W_{asset} = \frac{FCFO_1 \times (1 + g_1) \times \left[1 - \frac{(1 + g_1)^t}{(1 + K_{eu})^t} \right]}{(K_{eu} - g_1)} + \frac{FCFO_t + 1}{(K_{eu} - g_2)(1 + K_{eu})^t} \quad (3.11)$$

$$W_{equity} = \frac{FCFE_1 \times (1 + g_1) \times \left[1 - \frac{(1 + g_1)^t}{(1 + K_e)^t} \right]}{(K_e - g_1)} + \frac{FCFE_t + 1}{(K_e - g_2)(1 + K_e)^t} \quad (3.12)$$

ricordando che $WACC = K_{eu}$.

Queste formule presentano una valutazione a *due stadi*, ma spesso, per le imprese internet, sono state suggerite formule a *tre stadi*. I problemi principali nell'applicazioni dei metodi sintetici derivano dalla determinazione del corretto tasso di crescita g nei vari periodi e della durata degli stessi.

La rassegna dei metodi finanziari termina con i metodi finanziari analitici con terminal value. Questi metodi sono costituiti dalla somma di due valori: il valore del capitale risultante dall'applicazione del metodo analitico e il valore risultante dall'attualizzazione dei flussi a regime. Quest'ultimo può essere determinato attraverso procedimenti sintetici o attraverso l'uso dei multipli come descritto in 3.1.2. I metodi analitici con terminal value sono quelli più comunemente utilizzati nella determinazione del valore con l'approccio finanziario. Tipicamente, i problemi da risolvere sono due: la determinazione dell'orizzonte temporale coperto dalla determinazione analitica dei flussi e i criteri da

adottare per la determinazione del terminal value.

A titolo di esempio, usando la *formula di Gordon*⁴ si stima che l'impresa, una volta raggiunta la capacità di produzione "a regime", cresca indefinitamente al tasso g :

$$W_{asset} = \sum_{t=0}^T \frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFO_{t+1}}{(1+WACC)^t} \quad (3.13)$$

$$W_{equity} = \sum_{t=0}^T \frac{FCFE_t}{(1+K_e)^t} + \frac{FCFE_T + 1}{(1+K_e)^t} \quad (3.14)$$

In un suo famoso lavoro⁵, Damodaran affronta le problematiche che sorgono dall'applicazione dei metodi finanziari alle imprese internet. Tali imprese presentano diverse problematiche:

tasso di crescita degli utili. Poiché spesso gli utili sono negativi, non è possibile stimare e applicare un tasso di crescita e applicarlo agli utili correnti;

calcolo delle imposte. Le perdite potranno essere detratte dagli utili futuri, quando questi si verificheranno. Questo complica la valutazione;

il fallimento. Se gli utili restassero negativi, l'impresa fallirebbe. Non è quindi possibile applicare l'ipotesi di vita infinita.

Inoltre, la mancanza di dati storici e di comparables comporta dei problemi nella stima di vari parametri, quali:

- i parametri che riguardano il rischio, come il β ;

⁴dal nome di Myron J. Gordon, che la rese popolare a metà degli anni Cinquanta. M GORDON e E. SHAPIRO. "Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit". in: *Management Science* (ott. 1956)

⁵Cfr. A. DAMODARAN. *The Dark Side of Valuation: Firms with no Earnings, no History and no Comparables. Can Amazon.com be valued?* New York: Stern School of Business, 2000, In questa parte si presenta una breve sintesi, omettendo la valutazione di *Amazon.com*.

- le variabili che si modificano di anno in anno, come il *CCN*;
- la ragionevolezza del modello.

Damodaran individua tre opzioni differenti per trattare questi problemi:

1. Un primo approccio prevede la *normalizzazione* degli utili, sostituendo gli utili negativi con degli utili normalizzati positivi. Questo approccio presuppone che la situazione di perdita sia temporanea.
2. Il secondo approccio si basa sulla proiezione dei ricavi (che dovrebbero essere positivi) e sulla stima dei margini futuri. Si ipotizza che i margini attuali, negativi, in futuro saranno positivi e si stabilizzeranno. È necessario quindi determinare il margine sostenibile e il periodo di aggiustamento dei margini.
3. Il terzo approccio indica che le perdite sono dovute ad un eccessivo indebitamento dell'impresa. Bisogna quindi stimare quanto debito l'impresa è in grado di sostenere e prevedere le modalità di riduzione del debito.

La scelta sul metodo da adottare si deve basare sul perché i risultati sono negativi. Si può quindi procedere in tre distinte fasi:

1. Raccogliere le informazioni, preferendo le informazioni più aggiornate possibile.
2. Stimare la crescita dei ricavi tramite:
 - l'analisi dei tassi di crescita dei ricavi dell'impresa stessa;
 - l'analisi dei tassi di crescita del mercato in cui l'impresa opera;
 - l'analisi delle barriere all'entrata e dei vantaggi competitivi dell'impresa.

3. Individuare le determinanti del costo del capitale.

3.1.2 La valutazione basata sui multipli

Il metodo dei multipli consente di determinare il valore del capitale dell'impresa sulla base dei prezzi negoziati per i titoli di imprese simili. Si individuano quindi dei rapporti (i multipli) tra il prezzo di mercato del capitale delle imprese comparabili e alcune variabili economiche aziendali. Applicando questi multipli alle variabili economiche aziendali, si giunge al valore ricercato.

Queste valutazioni si basano su due ipotesi:

1. il valore dell'impresa varia in proporzione diretta con le variazioni che intercorrono nella variabile economica scelta come parametro di performance;
2. i saggi di crescita attesi nei flussi di cassa e il grado di rischiosità sono uguali nell'impresa da valutare e nelle imprese comparabili.

Se queste ipotesi sono verificate, la stima ottenuta con il metodo dei multipli è accurata. Tuttavia, raramente queste ipotesi sono soddisfatte.

I multipli si possono riferire a valori che si formano in contesti differenti, abbiamo così i multipli di Borsa (*stock market multiple*) e i multipli del mercato di controllo (*deal multiple*). Ulteriori distinzioni possibili sono tra i multipli economico-finanziari e i *business multiple*. I primi, si riferiscono a grandezze economico-finanziarie, i secondi costituiscono indicatori empirici e si riferiscono a specifici elementi che caratterizzano il modello di business. Nella Tabella 3.3 sono indicati i multipli finanziari di più frequente utilizzo.

I multipli di tipo *Enterprise* permettono di giungere direttamente alla stima del valore del capitale, mentre i multiply *Equity* permettono di giungere alla

Tabella 3.3: I multipli di mercato più utilizzati (Fonte: MASSARI e ZANETTI, 2007)

Enterprise Value	Equity Value
EV/EBIT	P/E
$\frac{\text{valore dell'equity} + \text{valore del debito}}{\text{risultato operativo}}$	$\frac{\text{prezzo di borsa}}{\text{utile netto per azione}}$
EV/EBITDA	P/CE
$\frac{\text{valore dell'equity} + \text{valore del debito}}{\text{margine operativo lordo}}$	$\frac{\text{prezzo di borsa}}{\text{utile netto} + \text{ammortamenti per azione}}$
EV/Sales	P/BV
$\frac{\text{valore dell'equity} + \text{valore del debito}}{\text{fatturato}}$	$\frac{\text{prezzo di borsa}}{\text{patrimonio netto per azione}}$

stima attraverso la differenza tra il valore del capitale operativo e il valore di mercato dei debiti finanziari.

Un problema importante è la scelta del periodo di formazione dei flussi di risultato utilizzati nel calcolo dei multipli. Di solito, si distingue tra:

- multipli *correnti*, ottenuti attraverso i risultati disponibili dall'ultimo bilancio;
- multipli *trailing*, ottenuti attraverso l'uso dei risultati riferibili ai 12 mesi precedenti;
- multipli *leading*, ottenuti attraverso l'uso dei risultati attesi nel prossimo esercizio.

La valutazione di un'impresa attraverso i multipli si divide in tre fasi:

1. la scelta di un gruppo di imprese comparabili (*comparables*);
2. il calcolo dei multipli per le società selezionate;
3. il calcolo dei multipli medi delle società del gruppo selezionato.

Un primo problema è la confrontabilità delle società da ricomprendere nel gruppo dei comparables. L'obiettivo è di selezionare un numero sufficientemente ampio di società caratterizzate da omogenità con quella oggetto di valutazione.

L'analisi che seguirà si fonda sulle equazioni di valutazione presentate precedentemente nel capitolo, più precisamente, sulle formule *sintetiche*. Per l'analisi dei multipli in presenza di crescita, si utilizzerà il modello *steady growth*.

Il multiplo Price/Earning (P/E)

Si può affermare che l'acquisto di un'azione equivalga al diritto ad incassare un flusso illimitato di dividendi, dunque:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+r)^t} \quad (3.15)$$

dove:

P_0 prezzo di mercato dell'azione al tempo zero;

DIV_t dividendo unitario distribuito al tempo t ;

r tasso di attualizzazione appropriato per il flusso dei dividendi.

In assenza di crescita, il dividendo rimarrà costante e quindi corrisponderà al flusso di cassa spettante agli azionisti, da cui:

$$P_0 = \frac{E_1}{K_e} \quad (3.16)$$

e quindi:

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{1}{K_e} \quad (3.17)$$

Il multiplo P/E, quindi, in assenza di crescita coinciderà con il reciproco del costo del capitale di rischio dell'impresa.

In presenza di crescita, non sarà possibile basarsi sugli utili, in quanto una quota di questi sarà impiegata per realizzare gli investimenti necessari a sostenere lo sviluppo dell'impresa. Di conseguenza, l'utile dell'esercizio successivo aumenta al tasso g :

$$g = (1 - \text{payout}) \times ROE \quad (3.18)$$

dove:

g tasso di crescita;

payout rapporto di distribuzione dell'utile di esercizio;

ROE indice di redditività dei nuovi investimenti.

Poiché l'utile distribuito è uguale all'utile di esercizio per il payout , si può scrivere:

$$P_0 = \frac{E_1 \times \text{payout} \times (1 + g)}{K_e - g} \quad (3.19)$$

da cui, dividendo entrambi i membri per E_0 :

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{\text{payout} \times (1 + g)}{K_e - g} \quad (3.20)$$

I multipli EV/EBIT e EV/EBITDA

In caso di assenza di crescita, l'EBIT (*Earning before Interest and Tax*) misura il flusso di cassa della gestione operativa, di conseguenza:

$$EV_0 = \frac{EBIT_1 \times (1 - t_c)}{WACC} \quad (3.21)$$

da cui, dividendo per $EBIT$ entrambi i termini si ottiene:

$$\frac{EV_0}{EBIT_1} = \frac{1 - t_c}{WACC} \quad (3.22)$$

Nell'ipotesi di crescita costante, una parte dell' $EBIT$ verrà utilizzata per realizzare nuovi investimenti e, di regola, si verificherà un aumento del capitale circolante commerciale. Pertanto, la 3.21 diventa:

$$EV_0 = \frac{[EBIT_1 \times (1 - t_c) - I_0 - \Delta CC_0] \times (1 + g)}{wacc^* - g} \quad (3.23)$$

dove:

I esborsi per nuovi investimenti (assumendo che gli investimenti di rinnovo siano pari agli ammortamenti);

ΔCC variazione del capitale circolante commerciale.

L'espressione 3.23 può essere riscritta come:

$$\frac{EV_0}{EBIT_1} = \frac{(1 - t_c) - \left[\frac{(I_0 + \Delta CC_0)}{EBIT_0} \right]}{wacc^* - g} \quad (3.24)$$

Se si osserva che:

$$\frac{(I_0 + \Delta CC_0)}{EBIT_0} = b \times (1 + t_c)$$

dove b è il tasso di reinvestimento dei flussi operativi netti d'imposta, e si sostituisce quanto ricavato nella 3.24, raccogliendo al numeratore il termine $(1 - t_c)$, si ottiene:

$$\frac{EV_0}{EBIT_1} = \frac{(1 - t_c) \times (1 - b)}{wacc^* - g} \quad (3.25)$$

Poiché il complemento algebrico del tasso di reinvestimento $(1 - b)$ coincide

con il *payout*:

$$\frac{EV_0}{EBIT_1} = \frac{(1 - t_c) \times payout}{wacc^* - g} \quad (3.26)$$

Può essere interessante scomporre il multiplo EV/EBIT come segue:

$$\frac{EV_0}{EBIT_1} = \frac{1 - t_c}{wacc^*} + \frac{ROI - wacc^*}{wacc^*} \times \frac{(1 - payout) \times (1 + t_c)}{wacc^* - ROI \times (1 - payout)} \quad (3.27)$$

Questo individua i tre fattori che spiegano i valori assunti dal multiplo:

$\frac{1 - t_c}{wacc^*}$, il multiplo base, cioè il valore assunto in assenza di crescita;

$\frac{ROI - wacc^*}{wacc^*}$, un indice di creazione del valore, rappresentato dall'*excess return* rapportato al costo del capitale;

$\frac{(1 - payout) \times (1 + t_c)}{wacc^* - ROI \times (1 - payout)}$ un indice del valore attuale dei reinvestimenti.

Di regola, si preferisce l'uso del multiplo EV/EBITDA all'EV/EBIT, in quanto gli ammortamenti stanziati in bilancio differiscono in maniera apprezzabile da quelli economico-tecnici. In questo modo, l'analisi si sposta sul flusso di cassa generato dalla gestione corrente. Questo multiplo può essere così scomposto:

$$\frac{EV_0}{EBITDA_1} = \frac{1}{wacc^*} - \frac{T_0}{EBITDA_1 wacc^*} - \frac{I_0}{EBITDA_1 wacc^*} \quad (3.28)$$

dove

T_0 imposte sul risultato operativo, dunque $T_0 = EBIT_0 \times (1 - t_c)$;

I_0 investimenti complessivi atti a conservare la capacità produttiva e il posizionamento competitivo dell'impresa.

Il primo termine, evidenzia che il multiplo è funzione del profilo di rischio operativo e del grado di leva. Il secondo, individua l'incidenza della tassazione sull'EBITDA; il terzo l'incidenza degli investimenti.

Il multiplo EV/Sales

Anche per il multiplo $EV/Sales$ si può procedere attraverso le formule sintetiche di valutazione finanziaria. Infatti, poiché:

$$EV_0 = \frac{EBIT_1 \times (1 - t_c)}{wacc^*} \quad (3.29)$$

si può sostituire all'EBIT il prodotto dei ricavi di vendita per la redditività delle vendite ($Sales \times ROS$):

$$EV_0 = \frac{Sales_1 \times ROS_1 \times (1 - t_c)}{wacc^*} \quad (3.30)$$

e dividendo entrambi i membri per i ricavi di vendita si ottiene infine:

$$\frac{EV_0}{Sales_1} = \frac{ROS_1 \times (1 - t_c)}{wacc^*} \quad (3.31)$$

Il multiplo Price/Book Value (P/BV)

Il *Book Value* è la differenza tra il valore netto contabile delle attività dell'impresa e il valore contabile delle passività.

Assumendo che i principi contabili adottati dalle società siano uniformi, si può esprimere P_0 come segue:

$$P_0 = \frac{E_1}{K_{el}^*} \quad (3.32)$$

Se si esprime E come prodotto tra patrimonio netto e ROE:

$$P_0 = \frac{ROE \times BV_1}{K_{el}^*} \quad (3.33)$$

Dividendo entrambi i membri per BV si ottiene infine:

$$\frac{P_0}{BV_1} = \frac{ROE}{K_{el}^*} \quad (3.34)$$

I multipli empirici

Molto spesso, nella valutazione delle imprese Internet, si fa riferimento a multipli basati su grandezze operative, giudicandole sulla base della capacità a *generare traffico*. Occorre però determinare la reale capacità di trasformare i visitatori in ricavi.

Uno dei value driver più usati è rappresentato dal numero di utenti e dalla loro fedeltà. Bisogna infatti distinguere gli utenti in base alla frequenza con cui visitano il sito. Si possono quindi distinguere vari multipli:

EV/Unique user o EV/Unique Visitors, esprime il valore che il mercato riconosce a ogni singolo utente;

EV/Subscriber, rileva il valore attribuito dal mercato agli utenti registrati;

EV/Customer, è simile al precedente, ma è rivolto alle imprese di *e-commerce*, valutando solo gli utenti registrati che hanno fatto acquisti nel tempo;

EV/Reach, simile a *EV/Unique user*, ma si basa sulla percentuale di visite ottenute rispetto al numero complessivo dei visitatori di tutti gli altri siti durante un determinato periodo.

3.2 Le Opzioni Reali

Con questo approccio, le opportunità strategiche⁶ a disposizione di un'impresa, rappresentano una determinante fondamentale del valore aziendale. Mediante la *Real Options Valuation*(ROV), il valore di un'impresa può essere espresso come⁷:

$$VAN\ esteso = VAN\ base + OP$$

dove:

VAN base Valore attuale netto del progetto in assenza di opportunità future;

OP Valore delle opzioni reali connesse all'alternativa strategica.

La teoria delle opzioni reali si è sviluppata come strumento di valutazione di progetti altamente complessi e incerti, per i quali i tradizionali metodi si dimostravano inefficaci. Il metodo delle opzioni reali riesce, al contrario dei metodi tradizionali, a cogliere e a valorizzare le componenti strategiche che derivano dalla presenza di opportunità future a disposizione del management.

In pratica, si fa riferimento alle *opzioni finanziarie*: il management si configura come il possessore di un'opzione su un asset finanziario: ha quindi il diritto (ma non l'obbligo) di esercitare l'opzione pagando un prezzo d'esercizio e potrà farlo se lo riterrà conveniente.

Si possono individuare diverse categorie di opzioni reali (si veda la Tabella 3.4)⁸. Una prima classe può essere identificata con le *opzioni di espansione*. Queste riguardano la possibilità di aumentare le dimensioni del progetto. La

⁶dette *opzioni di sviluppo*.

⁷Cfr L. TRIGEORGIS e S. P. MASON. "Valuing Managerial Flexibility". in: *Midland Corporate Finance Journal* 1 (1987).

⁸Cfr. E. MONTI. *Manuale di finanza per l'impresa. Teoria e pratica*. Torino: UTET, 2005.

Tabella 3.4: Categorie di Opzioni Reali (fonte: Monti, 2005)

Espansione	Attesa	Contrazione
Crescita Scale up	Attesa Sospensione Apprendimento	Abbandono Scale down Default
Switch Conversione		

loro importanza strategica risiede nell'opportunità di capitalizzare le future situazioni di crescita. In questa categoria rientrano:

- le *opzioni di scale up*, che rappresentano la possibilità di variare la scala operativa in funzione delle attese sull'andamento del mercato;
- le *opzioni di crescita*, che sono la classe più grande, che comprende i progetti che consentono di raggiungere tassi di crescita importanti;
- le *opzioni di switch*, che rappresentano l'opportunità di modificare alcune caratteristiche produttive;
- le *opzioni di conversione*, che rappresentano la possibilità di usare in modo differente i risultati di un progetto.

Possiamo individuare poi le *opzioni di attesa*, che riguardano la possibilità di scegliere il momento in cui intraprendere un investimento:

- le *opzioni di attesa*, offrono la possibilità di differire nel tempo il momento di un investimento;
- le *opzioni di apprendimento*, si associano ad investimenti il cui scopo non è quello di generare ricavi, ma ottenere informazioni (ad esempio, progetti di ricerca);

- le *opzioni di sospensione*, che riguardano la possibilità di sospendere un progetto per riprenderlo in condizioni favorevoli.

Troviamo infine le *opzioni di contrazione*, che offrono al management la possibilità di limitare o eliminare le perdite di un progetto:

- le *opzioni di abbandono*, che consentono di dismettere un progetto se le condizioni non sono favorevoli;
- le *opzioni di default*, che consentono, in caso di un investimento modulare (cioè con uscite frazionate nel tempo), di valutare di volta in volta la convenienza a proseguire il progetto.

La metodologia dell'applicazione delle *Opzioni Reali* non è dissimile da quelle finanziarie. Infatti, si articola principalmente su tre punti: l'*analisi del profilo di rischio*, che serve a descrivere il contesto in cui opera il progetto, l'*analisi del profilo strategico*, che individua le varie possibilità a disposizione; l'*analisi quantitativa*, che si occupa di valorizzare le componenti individuate e quindi quantificare il valore associato al progetto.

Per quanto riguarda le opzioni finanziarie, possiamo individuare due tipi fondamentali: le opzioni *call* e le opzioni *put*⁹. Le prime danno al loro possessore il diritto di acquistare una determinata attività sottostante ad un prezzo prefissato (detto *strike price*) entro una certa data (opzioni *americane*) o esattamente ad una data (opzioni *europee*). L'opzione *put*, invece, consente al suo possessore di vendere una determinata attività a un prezzo prefissato. Il valore teorico dell'opzione dipende dal valore del sottostante a scadenza. Nel caso di *call*, l'opzione si dice *in the money* se il prezzo d'esercizio è inferiore al prezzo del sottostante, *out of the money* nel caso contrario¹⁰. Per le opzioni *put*, vale

⁹J. C. HULL. *Opzioni, Futures e Altri Derivati*. Pearson Education, 2006.

¹⁰In tal caso, il valore dell'opzione è 0.

l'opposto. Si può cogliere l'analogia tra le opzioni finanziarie e quelle reali, attraverso una definizione di queste ultime. Infatti, il detentore di un'opportunità discrezionale di investimento ha il diritto di acquistare il valore attuale di flussi di cassa attesi effettuando una spesa di investimento prima o alla data in cui l'opportunità di investimento cesserà di esistere¹¹. Per le opzioni reali, il sottostante è rappresentato dal valore attuale dei flussi di cassa che l'impresa otterrebbe se esercitasse l'opzione strategica, mentre il valore attuale degli investimenti necessari, rappresentano il prezzo di esercizio e il tempo mancante alla scomparsa dell'opportunità, rappresenta il *time to maturity*¹². È quindi possibile applicare i metodi di valutazione per le opzioni finanziarie. Il metodo più usato per la valutazione delle opzioni reali è quello degli *alberi binomiali*¹³. Questo metodo si caratterizza per l'ipotesi che i movimenti di prezzo seguano un processo moltiplicativo binomiale, per cui il valore dell'opzione può crescere ad ogni stadio di un fattore u con probabilità p oppure decrescere di un fattore d con probabilità $1-p$. È quindi possibile determinare il valore dell'opzione procedendo a ritroso per ogni nodo dell'albero binomiale¹⁴.

3.3 La valutazione attraverso l'EVA¹⁵

L'approccio dell'EVA (*Economic Value Added*) si basa sulla stima del sovrareddito che l'impresa produce dopo aver remunerato il capitale di debito e il

¹¹Cfr. L. TRIGEORGIS e S. P. MASON. "Valuing Managerial Flexibility". in: *Midland Corporate Finance Journal* 1 (1987).

¹²Cfr. F. FONTANA e M. CAROLI. *Economia e gestione delle imprese*. Milano: McGraw-Hill, 2006.

¹³Cfr. J. C. COX, S. A. ROSS e M. RUBINSTEIN. "Option Pricing, A Simplified Approach". in: *Journal of Financial Economics* 7.3 (1979).

¹⁴Per una spiegazione dettagliata dell'applicazione del metodo binomiale alla valutazione delle opzioni si rimanda a J. C. HULL. *Opzioni, Futures e Altri Derivati*. Pearson Education, 2006.

¹⁵EVA® è un marchio registrato da Stern Stewart & Co.

capitale azionario. In simboli:

$$EVA = NOPAT - WACC \times CI \quad (3.35)$$

dove

NOPAT Net Operating Profit After Taxes

WACC Weighted Average Cost of Capital

CI Capitale Investito

Il NOPAT rappresenta il reddito operativo che deriva dall'attività caratteristica al netto della tassazione. Non comprende, quindi, i costi connessi alla remunerazione del capitale. Il WACC, invece, è il costo del capitale investito. Il Capitale Investito, infine, è l'insieme di tutte le risorse investite in un'impresa, indipendentemente dalle fonti di finanziamento.

L'EVA, quindi, evidenzia il reddito che residua dopo aver remunerato tutti i finanziatori dell'impresa.

Seguendo un approccio finanziario, è possibile determinare l'EVA come la differenza tra rendimento e costo del capitale investito:

$$EVA = (ROIC - WACC) \times CI \quad (3.36)$$

dove:

$$ROIC = \frac{NOPAT}{CI}$$

A questo punto, bisogna introdurre il Market Value Added (*MVA*). Questo è una misura della performance esterna basata sulla valutazione del mercato:

$$MVA = \sum_{t=n}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} \quad (3.37)$$

Il valore di mercato dell'impresa si compone, quindi, di due componenti: il capitale investito e il *MVA*. A sua volta, il *MVA* può essere scomposto in:

- valore attuale dei sovraredditi che l'impresa genererà negli esercizi coperti dal piano di sviluppo;
- terminal value (*TV*) che esprime il valore dell'impresa al termine dell'orizzonte temporale.

$$EV = CI + \sum_{t=n}^m \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^{m+1}} \quad (3.38)$$

Capitolo 4

Rassegna della letteratura

La metodologia degli event study mira a misurare in che modo un evento impatta sulla performance finanziaria di una società attraverso l'uso di tecniche econometriche. I tipi di eventi che possono incidere sul corso delle azioni sono di varia natura, ad esempio¹:

- Avvenimenti storico-politici;
- Notizie societarie;
- Studi di analisti;
- Andamento dell'economia e dati macroeconomici.

In un suo studio², Fama individua tre livelli di efficienza di mercato:

- Si ha efficienza in forma *debole*, quando il prezzo delle azioni incorpora le informazioni relative ai rendimenti passati. Non è quindi possibile impostare una strategia di trading con un rendimento atteso superiore a quello di mercato basandosi esclusivamente sulla serie storica dei rendimenti;

¹L'elenco presentato non è esaustivo.

²Cfr. E. F. FAMA. "Efficient Capital Markets: A Review of The Theory and Empirical Work". in: *Journal of Finance* 25.2 (mag. 1970).

- si ha efficienza in forma *semi-forte*, quando il prezzo delle azioni, oltre ad incorporare le informazioni relative ai rendimenti passati, tiene conto di tutte le informazioni pubblicamente disponibili;
- si ha, infine, efficienza in forma *forte*, quando il prezzo delle azioni, riflette anche le informazioni di natura privata. Ovviamente, come già visto per l'efficienza in forma *semi-forte*, l'efficienza in forma *forte* implica sia l'efficienza in forma *debole* che l'efficienza in forma *semi-forte*.

Per definire un mercato *efficiente*, le quotazioni dei titoli devono adeguarsi immediatamente alle nuove informazioni disponibili. Questa ipotesi ci fa concludere che solo un evento imprevisto può modificare il prezzo di un'azione. Quindi, osservando i prezzi dei titoli durante il periodo in cui avviene un evento imprevisto, è possibile misurare la significatività di questo evento.

4.1 Letteratura sugli event study

La letteratura che riguarda gli event study è molto vasta. Il primo studio di questo genere risale a DOLLEY (1933)³, che analizza gli effetti degli split azionari sui prezzi delle azioni. Al termine degli anni Sessanta, si delinea la metodologia degli event study come viene usata tuttora. Estremamente importanti, a tal proposito, sono gli studi di BALL e BROWN (1968)⁴, che analizza gli effetti degli annunci relativi agli utili, e FAMA et al. (1969)⁵, che sottopone a verifica l'ipotesi di efficienza del mercato studiando gli effetti degli split azionari.

³Cfr. J. C. DOLLEY. "Characteristics and procedure of common stock split-ups". in: *Harvard Business Review* 11.3 (1933).

⁴Cfr. R. BALL e P. BROWN. "An empirical evaluation of accounting income numbers". in: *Journal of accounting research* 6.2 (1968).

⁵Cfr. E. F. FAMA et al. "The adjustment of stock prices to new information". in: *International Economic Review* 10.1 (5 feb. 1969).

4.1.1 Event study e M&A

Sono presenti diversi lavori che analizzano le operazioni di M&A attraverso gli event study. Dall'analisi di questi lavori, si può dedurre che per gli azionisti della società target abbiano in media dei rendimenti positivi, mentre non è univoco il risultato per le società acquirenti. Questo perché tali operazioni possono essere indotte da diversi fattori⁶, che possono spingere l'acquirente a pagare un prezzo troppo alto e trasferire così ricchezza agli azionisti della società target. MULHERIN e BOONE (2000)⁷, analizzando le operazioni relative al periodo 1990 - 1999 su un campione di 376 operazioni nell'intervallo (-1,1)⁸, individuano che il CAR medio per le società target è superiore al 20%. Indicazioni contrastanti vengono, invece, dagli studi sui rendimenti per gli acquirenti. GOERGEN e RENNEBOOG (2004)⁹, distinguendo tra acquisizioni *property-based* e acquisizioni *knowledge-based*¹⁰, concludono che le prime generano dei rendimenti superiori alle seconde, in quanto queste ultime sono di più difficile comprensione per gli investitori. Un'altra conclusione interessante è quella a cui giungono ANTONIOU, PETMEZAS e ZHAO (2007)¹¹, analizzando 145 operazioni tra il 1987 e il 2004 nell'intervallo (-2,2). In questo studio si evidenzia come i rendimenti maggiori per gli acquirenti siano quelli delle operazioni che riguardano un private target.

⁶Si veda il Capitolo 2.

⁷Cfr. J. H. MULHERIN e A.L. BOONE. "Comparing acquisitions and divestitures". in: *Journal of Corporate Finance* 73 (2000).

⁸Che va dal giorno precedente all'operazione al giorno successivo.

⁹Cfr. M. GOERGEN e L. RENNEBOOG. "Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids". in: *European Financial Management* 10 (1 2004).

¹⁰Lo studio è condotto su un campione di 129 operazioni tra il 1993 e il 2000, nell'intervallo (-1,0).

¹¹Cfr. A. ANTONIOU, D. PETMEZAS e H. ZHAO. "Bidder Gains and Losses of Firms Involved in Many Acquisitions". in: *Journal of Business Finance & Accounting* 34 (7-8 2007).

4.1.2 Letteratura su M&A e Internet

Meno diffusi sono gli studi che applicano gli event study al settore Internet. Uno studio recente è quello di UHLENBRUCK, HITT e SEMADENI (2006)¹², che analizza 798 operazioni tra il 1995 e il 2001 con lo scopo di dimostrare l'ipotesi che l'acquisizione di imprese *online*, sia da parte di imprese *offline*¹³, che da parte di imprese *online*, comporta una valutazione positiva da parte del mercato. Un altro studio, SUBRAMANI e WALDEN (2001)¹⁴, si pone invece l'obiettivo di valutare il rendimento per gli azionisti delle società che intraprendono l'attività di commercio elettronico, analizzando i rendimenti generati da 251 iniziative di e-commerce annunciate tra ottobre e dicembre 1998.

4.2 La crisi finanziaria

La crisi finanziaria inizia nel luglio del 2007 quando una perdita di fiducia degli investitori nel valore dei mutui cartolarizzati negli Stati Uniti comporta una crisi di liquidità che porta le banche centrali europea e americana ad immettere liquidità nei mercati finanziari¹⁵. Il *TED Spread*¹⁶ si innalzò e rimase volatile per un anno, innalzandosi ulteriormente nel mese di settembre 2008. Sempre nel mese di settembre 2008, la crisi si è aggravata con l'ingresso dei mercati azionari in un periodo di forte volatilità a seguito della crisi di diverse istituzioni

¹²Cfr. K. UHLENBRUCK, M. A. HITT e M. SEMADENI. "Market value effects of acquisitions involving internet firms: a resource-based analysis". in: *Strategic Management Journal* 27.10 (ott. 2006).

¹³Che, cioè, basano prevalentemente la loro attività in settori tradizionali.

¹⁴Cfr. M. SUBRAMANI e E. WALDEN. "The Impact of E-Commerce Announcements on the Market Value of Firms". in: *Information System Research* 12.2 (giu. 2001).

¹⁵Si veda: F. NORRIS. "A New Kind of Bank Run Tests Old Safeguards". in: *The New York Times* (10 ago. 2006). URL: http://www.nytimes.com/2007/08/10/business/10liquidity.html?_r=1, L. ELLIOT. "Credit Crisis - how it all began". in: *guardian.co.uk* (ago. 2008). URL: <http://www.guardian.co.uk/2008/aug/05/northernrock.banking>.

¹⁶Il TED Spread è la differenza tra i tassi di interesse dei prestiti interbancari e i T-bills del governo americano. È un indicatore del rischio di credito percepito.

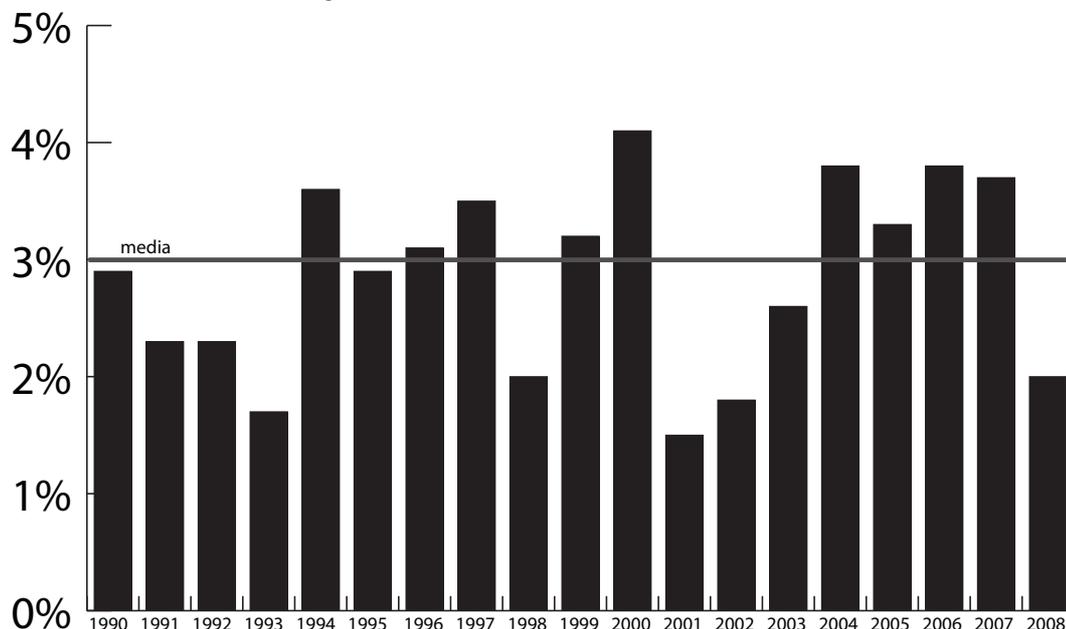
finanziarie. Le radici della crisi finanziaria sono da ritrovarsi nello scoppio della bolla speculativa immobiliare negli Stati Uniti. Il primo a individuare la bolla speculativa del settore immobiliare fu Dean Baker¹⁷ nel 2002, attraverso l'analisi dei prezzi delle abitazioni nel periodo compreso tra il 1953 e il 1995. Nella sua analisi, Baker osserva che tra il 1953 e il 1995 i prezzi delle abitazioni hanno sempre seguito l'inflazione, ma quando, dal 1995 in poi, questi sono stati sistematicamente aggiustati per l'inflazione, si è registrato un incremento dei prezzi decisamente superiore all'inflazione. Le prime a subire l'effetto della bolla speculativa sono state le società coinvolte direttamente nella costruzione delle abitazioni e nella concessione dei mutui. Nel settembre del 2008, con la bancarotta di Lehman Brothers, la crisi entra in una fase acuta e si trasmette ai mercati azionari.

4.3 Opportunità di M&A durante i periodi di crisi

Si può definire *periodo di flessione economica* un periodo nel quale il tasso medio di crescita annuale del PIL è al di sotto del tasso di crescita nel medio-lungo termine (Figura 4.1). I periodi di crisi economica, contrariamente a quanto si potrebbe pensare, possono essere degli ottimi momenti per le operazioni di M&A. Se si analizzano le operazioni durante i diversi cicli economici, si evidenzia che le fusioni realizzate durante i periodi di crisi in media hanno creato valore (8,3%) nei due anni successivi all'operazione, al contrario, le fusioni realizzate in periodi positivi in media hanno distrutto valore (-6,2%) nei due anni

¹⁷Cfr. D. BAKER. *The Run-Up in Home Prices: Is It Real or Is It Another Bubble?* Working Paper. Center for Economic e Policy Research, 2002.

Figura 4.1: Tasso di crescita del PIL



successivi (Figura 4.2)¹⁸.

Questa condizione è spiegabile dal fatto che in periodi di crisi vengono individuati con più accuratezza i probabili obiettivi di un'acquisizione. Per fare ciò, è necessario che le imprese sottopongano ad analisi più stringenti il loro business. I tradizionali indicatori infatti, quali il *Free Cash Flow* o i multipli, non riescono a fornire dei quadri completi. In periodi di crisi è necessario verificare che il business sia solido anche negli scenari peggiori¹⁹. Uno strumento utile per determinare il tipo di strategia di M&A di un'impresa è la matrice *Predatore-Preda*Indice analiticomatrice predatore-preda messa a punto da BCG (Figura 4.3)²⁰. Questa matrice, analizzando la stabilità operativa

¹⁸Cfr. J. KOTZEN et al. *Winning Through Mergers in Lean Times: The Hidden Power of Merger and Acquisitions in Periods of Below-Average Economic Growth*. rapp. tecn. The Boston Consulting Group, 2003, In questo studio vengono confrontate 277 operazioni divise nei due periodi.

¹⁹Cfr. J. GELL, J. KENGELBACH e A. ROOS. *Be Daring When Others Are Fearful*. rapp. tecn. The Boston Consulting Group, 2009.

²⁰Cfr. J. GELL, J. KENGELBACH e A. ROOS. *Be Daring When Others Are Fearful*. rapp. tecn. The Boston Consulting Group, 2009.

Figura 4.2: Le operazioni in periodi di crisi generano più valore rispetto alle altre. Fonte: BCG

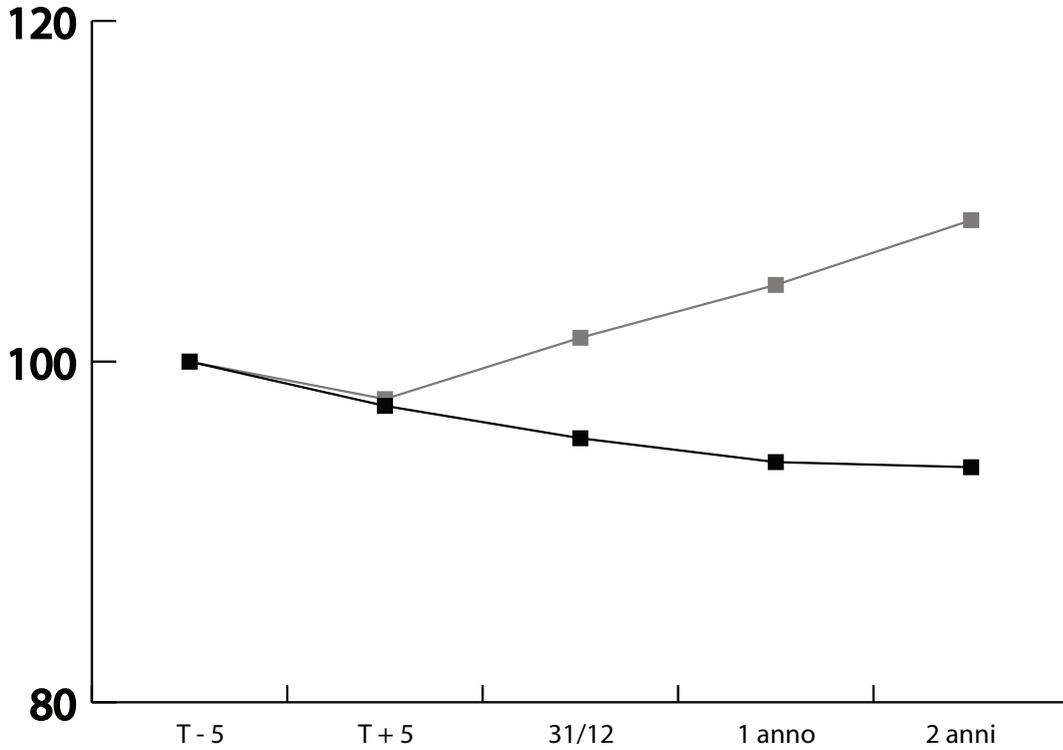


Figura 4.3: Matrice Predatore-Preda BCG

		Preda	Predatore
Stabilità operativa	Alta	<p><i>Preservare il valore intrinseco de business</i></p> <p><i>Ripagare il debito</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Vendere business non strategici Rinegoziare le scadenze del debito per evitare il default 	<p><i>Aumentare il vantaggio competitivo</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Guadagnare quote di mercato Investire dove i rendimenti sono maggiori del costo del capitale Acquisire le prede quando può essere generato valore nel lungo termine Acquisire business interessanti ed evitare parti non sane dei liquidatori
	Bassa	<p><i>Vendere asset per ridurre il debito</i></p> <p><i>Aumentare la profittabilità dei business rimasti</i></p> <p><i>Liquidare i business rimasti se non si è in grado di aumentare la profittabilità al di sopra del costo del capitale</i></p>	<p><i>Aumentare l'EBIT a breve termine il più velocemente possibile; ridurre la volatilità operativa per essere meno vulnerabili durante le crisi successive</i></p> <p><i>Evitare l'indebitamento eccessivo che potrebbe trasformare l'impresa in un "liquidatore"</i></p>
		Bassa	Alta
		Stabilità finanziaria	

e finanziaria di un'impresa, indica le mosse da effettuare per una strategia efficace di difesa o di attacco. Ad esempio, i potenziali predatori non dovrebbero focalizzare la loro attenzione solo nell'acquisire intere aziende, ma anche cercare *business unit* dismesse da altri soggetti che possono consentire loro di guadagnare quote di mercato.

Imprese che invece capiscono di essere vulnerabili devono agire velocemente rendendo le loro strutture flessibili e massimizzando le disponibilità di cassa. Il loro obiettivo deve essere quello di evitare che un crollo dei profitti possa portare ad una crisi di liquidità. Il disinvestimento, infine, deve essere visto non solo come uno strumento per eliminare i business non profittevoli, ma anche come un modo per supportare i business restanti. Le imprese che disinvestono attivamente dimostrano di voler ristrutturare il loro portafogli e sono spesso premiate dagli investitori.

I fattori determinanti per il successo di un'operazione di M&A in un momento di crisi possono essere individuati in:

La solidità finanziaria dell'acquirente. Il primo fattore di successo è che l'impresa acquirente sia un'impresa *sana*. Le probabilità di successo dell'operazione sono più alte se l'acquirente ha profitti maggiori del target. Questo perché l'integrazione post-acquisizione richiede molte risorse e l'operazione crea più facilmente valore se non ci sono debolezze interne che possono distrarre l'acquirente.

Le cause delle difficoltà del target. Un secondo fattore importante è che l'impresa target sia un'impresa in difficoltà finanziaria ma non abbia ancora difficoltà operative. In questi casi la ricapitalizzazione è una mossa sufficiente per far tornare velocemente il business profittevole.

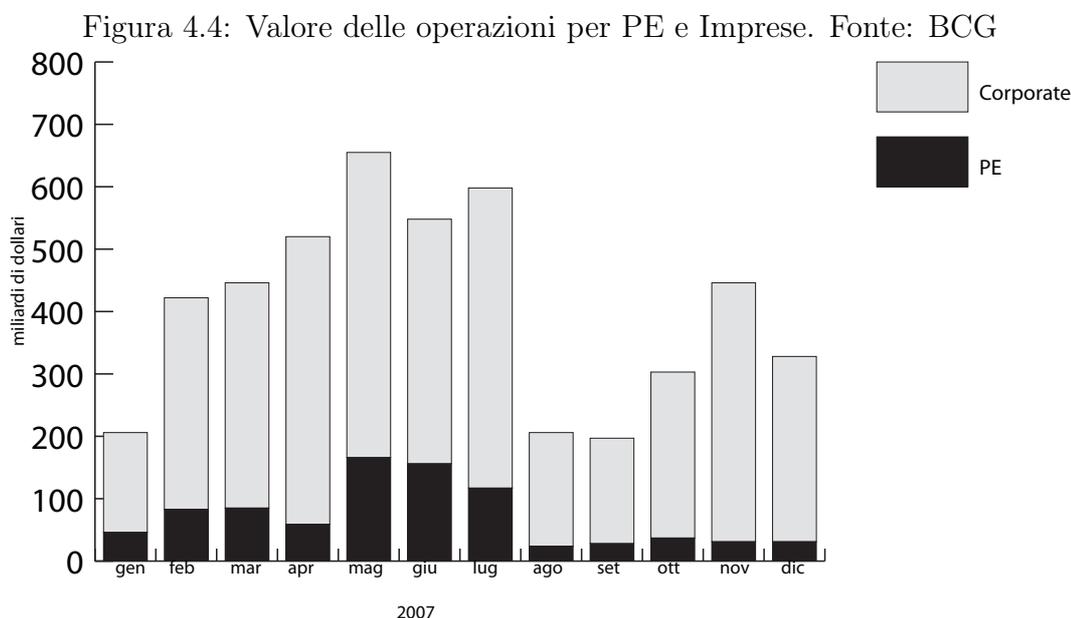
Le dimensioni relative dell'acquirente e del target. Acquisire imprese più piccole porta meno rischi e meno impegni finanziari.

I settori di appartenenza dell'acquirente e del target. Acquisizioni all'interno dello stesso settore possono portare l'acquirente a pagare un prezzo troppo alto, questo perché l'impresa target richiederà premi molto alti in virtù delle finalità strategiche dell'operazione. L'acquisizione di piccole imprese in difficoltà in settori al di fuori del proprio può essere vantaggiosa per le imprese acquirenti.

4.4 L'importanza delle acquisizioni strategiche

La crisi del credito ha portato a un cambiamento importante nello scenario delle operazioni di M&A. I fondi di *Private Equity*, che basavano la loro strategia di acquisizione sul leverage, sono state costrette a diminuire sensibilmente il numero di operazioni in atto. Come si vede in figura 4.4, c'è stata una forte contrazione nel valore delle operazioni proprio durante l'estate del 2007, con lo scoppio della crisi del credito. Inoltre, la bancarotta di Lehman Brothers nel settembre 2008²¹ ha fortemente inciso sul mercato delle M&A riducendo il numero e il valore delle operazioni (Figura 4.5). Le operazioni già intraprese prima di questo evento sono state portate a termine, e questo spiega perché il valore delle operazioni nei mesi immediatamente successivo è in crescita, ma dopo di queste, a partire dal mese di dicembre 2008, il numero e il valore delle operazioni è calato drasticamente. Il numero delle operazioni a giugno 2009 era

²¹“Lehman Brothers Holdings Inc. Announces it Intends to File Chapter 11 Bankruptcy Petition”. Press Release. 15 set. 2008. URL: http://www.lehman.com/press/pdf_2008/091508_1bhi_chapter11_announce.pdf.

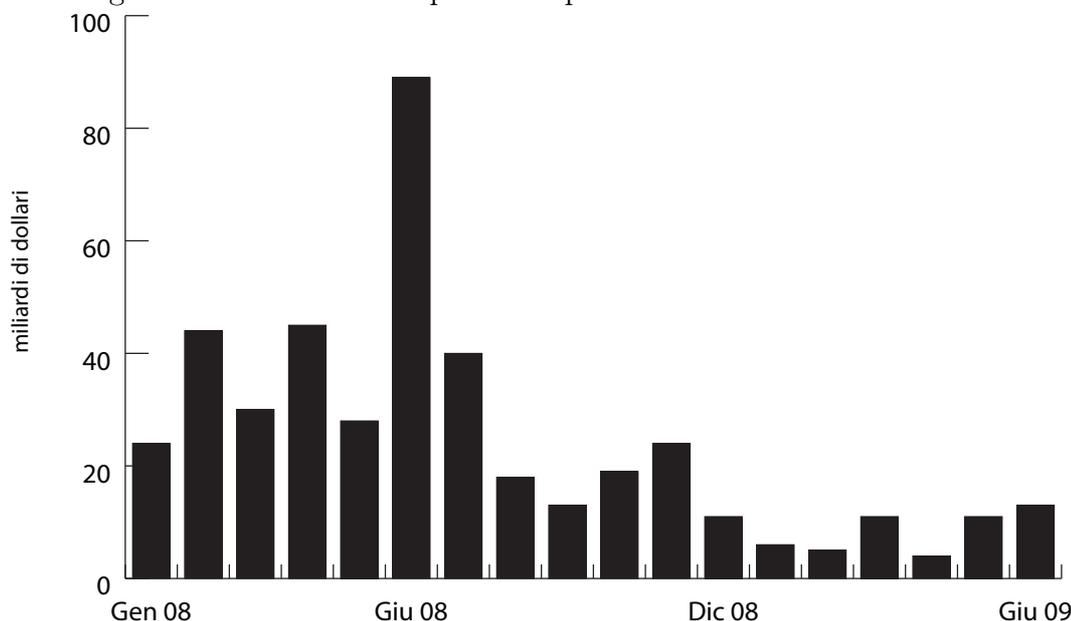


più basso del 25% rispetto a quelle di dicembre 2008 e il valore delle operazioni è sceso a livelli bassissimi a partire dall'inizio dell'anno.

Questo configura un importante vantaggio per le imprese che vogliono realizzare operazioni di M&A, in quanto c'è minore pressione competitiva da parte dei private equity. Inoltre, per quelle imprese che hanno a disposizione la cassa e i profitti, questa situazione rappresenta un'importante opportunità. La crisi ha quindi creato i presupposti per ridefinire le gerarchie all'interno dei vari settori industriali e per creare nuovi leader, come è accaduto negli anni '30 con IBM e Procter&Gamble.

La differenza di profittabilità tra l'acquirente e il target è un elemento fondamentale nelle acquisizioni nei momenti di crisi. Questa permette di creare valore attraverso interventi operativi che aumentano la profittabilità del business acquisito. È importante però che si combini l'acquisizione con un piano operativo che possa portare velocemente in condizioni di profittabilità l'impresa target. La vera sfida è individuare obiettivi che abbiano contemporaneamente una bassa profittabilità e una buona situazione finanziaria. Molto spesso,

Figura 4.5: Valore delle operazioni per PE 2008-2009. Fonte: BCG



infatti, una bassa profittabilità si accompagna a cattive situazioni finanziarie.

Il pagamento per cassa ha un impatto maggiormente positivo sul valore delle operazioni rispetto a quello effettuato con azioni o con altre modalità. La spiegazione più probabile è che un investimento effettuato per cassa segnalano al mercato che l'acquirente ha calcolato che otterrà un rendimento maggiore del costo del capitale.

4.5 Disinvestimenti

Un periodo di crisi è anche un'ottima opportunità per effettuare disinvestimenti²², che hanno impatti importanti sia sugli acquirenti che sui venditori.

Per gli acquirenti spesso queste operazioni generano ritorni maggiori rispetto all'acquisizione di intere imprese. È comunque necessaria una certa

²²Cfr. J. GELL, J. KENGELBACH e A. ROOS. *The Return of the Strategist*. rapp. tecn. The Boston Consulting Group, 2008, nel quale viene applicata la metodologia degli event study ai disinvestimenti durante periodi di crisi.

cautela. Innanzitutto bisogna focalizzarsi sull'acquisizione di asset che rafforzano il proprio core business, in modo da poter sfruttare al meglio le eventuali sinergie.

Acquisire asset che sono meno importanti da un punto di vista dimensionale per chi disinveste (ad esempio meno del 10% del valore totale), ma molto grandi per chi li acquista (anche superiori al 50% del valore totale), porta a risultati migliori. Questo perché business che sono piuttosto piccoli per il venditore vengono poco considerati e possono creare grandi opportunità per chi acquista. Inoltre, acquisire business relativamente grandi attira maggiore attenzione. Al contrario, acquisire un business molto grande per il venditore si traduce nell'assunzione di maggiori rischi per l'acquirente e quindi in una profittabilità più bassa.

Da un punto di vista del venditore, è estremamente importante valutare e preparare l'operazione per ottenere il maggior vantaggio possibile. Un punto estremamente importante è quello di determinare l'interesse strategico del potenziale acquirente. Per fare ciò è importante fornire una serie di informazioni che permettono all'acquirente di valutare positivamente l'operazione. Questo può innanzitutto aiutare i potenziali acquirenti ad individuare un prezzo ottimale per l'operazione.

Le imprese che effettuano disinvestimenti in momenti di difficoltà o durante periodi di crisi segnalano ai mercati dei capitali la loro volontà di ristrutturare i loro portafogli intorno ai business fondamentali.

4.6 Il test t di Student

Per procedere con l'analisi è necessario sottoporre i dati a test statistici, allo scopo di verificare la significatività delle ipotesi. Il test statistico che viene

utilizzato per misurare la significatività delle differenze tra i CAR medi è il test *t di Student*. Il test viene applicato in statistica quando non è nota la media della popolazione e la varianza σ^2 . In questo caso, si osserva che la distribuzione delle probabilità non è più fornita da una distribuzione normale, ma da quella *t* di Student. Il numero di campioni utilizzati per la distribuzione è detto *gradi di libertà*. La forma della distribuzione è quella di una campana simmetrica, con la dispersione che diminuisce all'aumentare dei gradi di libertà. Questo vuol dire che non esiste un'unica distribuzione *t*, ma una per ogni grado di libertà (n). Aumentando all'infinito il numero dei campioni ($n \rightarrow \infty$), la distribuzione tende a una distribuzione normale.

I test statistici prevedono che si assuma un'*ipotesi nulla*, che prevede che non vi sia alcuna differenza tra i campioni da esaminare. Se questa ipotesi è valida, le eventuali differenze osservate nei campioni sono da attribuire al caso. È importante, nella verifica delle ipotesi, determinare il *livello di significatività* (p) del test, che indica la probabilità di respingere l'ipotesi nulla quando questa è vera.

Capitolo 5

Analisi dei risultati

5.1 Dati

Per quest'analisi sono stati raccolti i dati riferiti a 74 operazioni di M&A che riguardano il settore Internet. Sono state inserite, per ovvi motivi, solo quelle operazioni nelle quali almeno l'acquirente era una società quotata. Questi dati sono poi stati divisi in categorie. Le categorie individuate sono:

1. acquisizioni;
2. fusioni;
3. operazioni correlate;
4. operazioni non correlate.

Questa distinzione è servita per analizzare se ci sono delle differenze nei rendimenti tra operazioni di acquisizione e di fusione e tra operazioni tra società correlate e operazioni tra società non correlate. Le fusioni sono quelle operazioni dove una delle società coinvolte nell'operazione cessa di esistere e viene

assorbita all'interno dell'altra oppure quando tutte le società coinvolte confluiscono in una società di nuova costituzione. Per quanto riguarda la determinazione del grado di correlazione, sono state considerate *correlate* due società che operano business simili all'interno del settore, mentre sono considerate *non correlate* due società che operano business differenti o che provengono da settori differenti.

Inoltre, si è voluto analizzare la possibilità che l'attuale crisi finanziaria abbia avuto ripercussioni sull'attività di M&A nel settore. A tale proposito, si è suddiviso il campione in due gruppi: nel primo sono state inserite tutte le operazioni annunciate precedentemente il mese di luglio 2007 (includere); nel secondo, le operazioni successive a questo mese. La scelta della data è scaturita dall'analisi delle notizie dei principali quotidiani mondiali che hanno individuato nel 9 agosto 2007 l'inizio della crisi finanziaria. In quella data, infatti, la *Banca Centrale Europea* e la *Federal Reserve* effettuarono una ingente iniezione di liquidità nei mercati finanziari per sostenerli¹. In questo stesso periodo si è potuto osservare un deciso movimento verso il basso del numero delle operazioni e del valore delle stesse².

Per ciascuno dei due periodi si formano, quindi due insiemi (acquisizioni e fusioni) ognuno con due sottoinsiemi (operazioni correlate e operazioni non correlate). In Tabella 5.1 si possono vedere gli insiemi individuati e la numerosità di ognuno. Come si può notare, è presente un'unica operazione di fusione (MATAV-Cable Sysyem Media - Internet Gold-Golden Lines), che riguarda la fusione tra due società che forniscono infrastrutture. Per questo motivo si è

¹Si vedano, a titolo di esempio: L. ELLIOT. "Credit Crisis - how it all began". in: *guardian.co.uk* (ago. 2008). URL: <http://www.guardian.co.uk/2008/aug/05/northernrock.banking>, P. HILL. "Wall Street stunned by funds freeze". in: *The Washington Times* (10 ago. 2007), p. 1.

²Cfr. J. GELL, J. KENGELBACH e A. ROOS. *The Return of the Strategist*. rapp. tecn. The Boston Consulting Group, 2008.

Tabella 5.1: Insiemi di analisi

Acquisizioni (73)	Fusioni (1)
Correlate (49)	Correlate (1)
Non Correlate (24)	Non Correlate (0)

Tabella 5.2: Insiemi di analisi nei due periodi

Periodo 1 (52)	Periodo 2 (21)
Correlate (33)	Correlate (19)
Non Correlate (16)	Non Correlate (5)

deciso di escludere dalla trattazione l'analisi delle operazioni di fusione. È interessante inoltre notare che la maggior parte delle operazioni è invece costituita da acquisizioni di società non ancora quotate da parte di società quotate.

Per quanto riguarda il confronto tra i due periodi, si vanno a formare due insiemi, il primo, che va dal 4 novembre 2003 al mese di luglio 2007 (compreso), il secondo, che va dal mese di agosto 2007 al mese di gennaio 2009. Nel primo periodo possiamo osservare 52 operazioni, nel secondo periodo, 21 operazioni, come mostrato in Tabella 5.2.

5.2 Metodologia utilizzata

La metodologia scelta per affrontare questo tipo di analisi è quella degli *event study*. Questa metodologia permette di misurare la significatività di un evento sul prezzo delle azioni delle società coinvolte attraverso tecniche econometriche. In questo lavoro si analizzeranno i rendimenti anomali generati dagli annunci di operazioni di acquisizioni o fusioni. Per fare questo, è necessario procedere

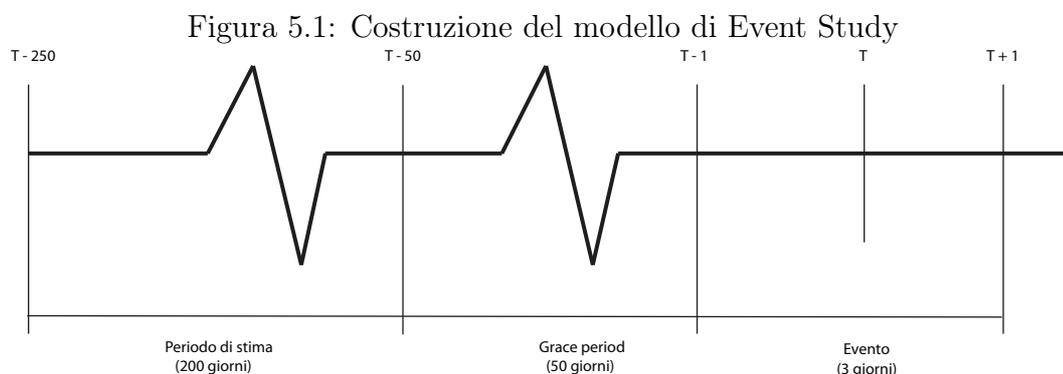
nel seguente modo³:

1. si identificano le operazioni interessate e se ne stabilisce la data dell'annuncio;
2. si identifica una finestra temporale appropriata;
3. si determinano i rendimenti *normali*;
4. si determina il rendimento anomalo come differenza tra i rendimenti effettivi e i rendimenti normali;
5. si determina il rendimento anomalo cumulato, o *Cumulative Abnormal Return* (CAR).

È stata reperita una lista delle operazioni attraverso il database *Marketline*⁴, che dà accesso all'informazione economica e finanziaria pubblicata da *Data-monitor*. In particolare, è stato possibile isolare le operazioni di M&A che riguardassero esclusivamente i settori *Consumer IT* e *IT Services*. Individuate le operazioni, si è proseguito cercando sul database *LexisNexis Academic*, che fornisce accesso a oltre 35.000 fonti di informazione, le date degli annunci sui principali quotidiani mondiali, avendo cura di selezionare esclusivamente la data dell'annuncio *ufficiale*, scartando eventuali *rumors* precedenti. Poiché a causa di questi rumors l'impatto dell'evento potrebbe iniziare a manifestarsi *precedentemente*, è stata scelta come finestra il periodo che va dal giorno precedente all'annuncio a quello successivo, per un totale di tre giorni (T-1, T, T+1).

³Cfr. E. F. FAMA et al. "The adjustment of stock prices to new information". in: *International Economic Review* 10.1 (5 feb. 1969).

⁴Non è possibile fornire un link al database, in quanto l'accesso è limitato ai soli utenti registrati.



Per la determinazione dei rendimenti normali si è proceduto utilizzando il metodo del *market model*⁵. In base a questo metodo, per ogni società j , si determina una retta di regressione per il periodo da T-50 a T-250⁶. Per evitare che i parametri del modello siano influenzati da effetti anomali che precedono la data dell'annuncio, non è stato considerato ai fini della costruzione del modello il periodo che va da T-50 a T-2. Per determinare la retta si usa la seguente formula:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{Mt} + \varepsilon_{jt} \quad (5.1)$$

Dove α_j misura il rendimento non spiegato dal mercato, β_j misura la sensibilità del titolo rispetto al mercato, R_{Mt} è il rendimento dell'indice di mercato (usare indici differenti per differenti zone geografiche?) e ε_{jt} è il termine di errore. Da un punto di vista geometrico, R_{jt} rappresenta la *variabile dipendente*, α_j rappresenta l'*intercetta* della retta di regressione con l'asse delle ordinate, β_j rappresenta il *coefficiente angolare* della retta e R_{Mt} è la *variabile indipendente*. α e β vengono stimati attraverso il metodo dei minimi quadrati⁷. Questa

⁵Cfr. M. J. BENNET. *Does Ownership Structure Affect Corporate Performance? Evidence from the Divestiture Market*. Working Paper. Milton, MA: Curry College, 2007.

⁶Il periodo che va da 50 giorni lavorativi prima dell'annuncio a 250 giorni lavorativi prima dell'annuncio.

⁷Cfr. G. KOOP. *Logica statistica dei dati economici*. Torino: UTET, 2001, In base a questo metodo, la retta determinata come migliore è quella che minimizza la somma dei quadrati dei residui.

Tabella 5.3: Acquisizioni (73)

Tipologia	\overline{CAR}	σ^2	positivi:negativi
Correlate (49)	1,34%	0,001702	31:18
Non correlate (24)	-0,39%	0,000975	11:13

regressione ci permette di calcolare i rendimenti attesi:

$$\hat{R}_{jt} = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{Mt} \quad (5.2)$$

Il passaggio successivo è quello di determinare i rendimenti anormali per ogni giorno della finestra dell'evento, attraverso la differenza tra il rendimento effettivo e il rendimento atteso:

$$AR_{jt} = R_{jt} - \hat{R}_{jt} \quad (5.3)$$

Infine, sommando i rendimenti anormali, si ottiene il CAR_j :

$$CAR_j = \sum_{t=T-1}^{t=T+1} AR_{jt} \quad (5.4)$$

5.3 Analisi delle acquisizioni

I dati della Tabella 5.3 si riferiscono a tutte le acquisizioni inserite nel campione. Come si può notare, il valore del \overline{CAR} (CAR medio), per le operazioni correlate è positivo e di poco superiore all' 1% mentre quello relativo alle operazioni non correlate è negativo e di poco inferiore allo 0%. In generale, il CAR medio è 0,73%, con 42 (circa il 57,5%) operazioni con segno positivo e 31 (circa il 42,5%) operazioni con segno negativo. Il CAR oscilla tra -7,15% (operazione

Tabella 5.4: Confronto tra acquisizioni correlate (49) e non correlate (24)

p	M. Corr.	M. Non Corr.	σ^2 Corr.	σ^2 Non Corr.
5,519%	1,34%	-0,39%	0,001702	0,000975

Websense, Inc. - Defensio) e 15,94% (operazione Novell-SUSE Linux)⁸.

Se andiamo ad analizzare singolarmente le acquisizioni correlate, troviamo 31 operazioni su 49 con CAR positivo (circa il 63%), mentre le operazioni con CAR negativo sono 18 (circa il 36%).

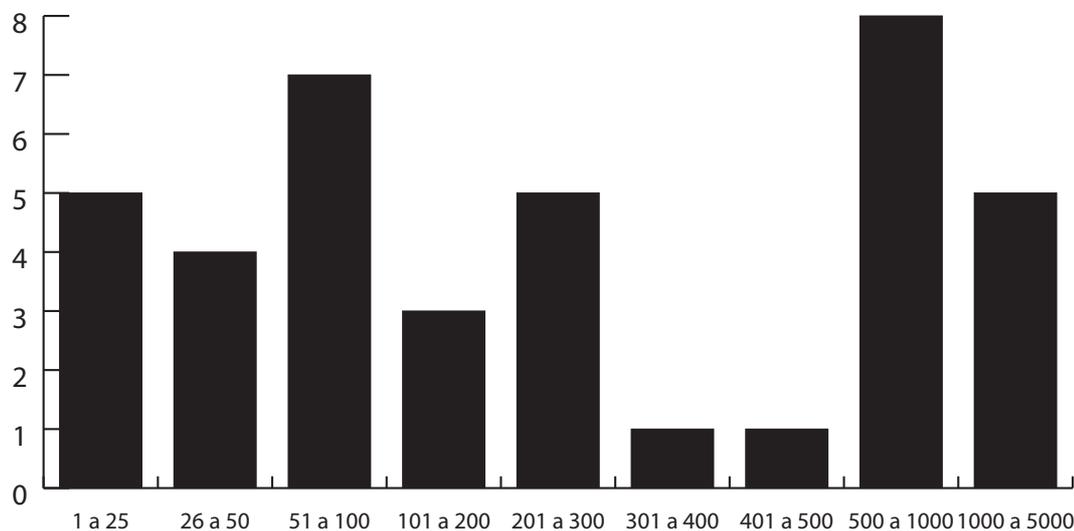
Per quanto riguarda le operazioni non correlate, le operazioni sono comprese tra tra -5,96% (operazione United Online-Classmates Online) e 5,67% (JupiterMedia - The Golden Group)⁹. Inoltre, 11 operazioni su 24 (circa il 45,8%) hanno segno positivo, mentre le restanti 13 (circa il 54,2%) hanno valore negativo.

In tabella 5.4 sono riportati i risultati del confronto tra le acquisizioni correlate e quelle non correlate. Il valore di p molto basso ci suggerisce immediatamente che, con buone probabilità, le differenze tra i rendimenti medi delle acquisizioni correlate e le acquisizioni non correlate non sono dovuti al caso. Una conclusione che si può trarre da questa analisi è che l'ipotesi empirica esposta nella sezione 2.2.1, secondo la quale il mercato non vede di buon occhio le operazioni scarsamente correlate, viene confermata dall'analisi dei dati a disposizione. Infatti, è molto più facile far comprendere agli investitori le ragioni di una operazione che presenta delle possibili sinergie con il proprio business piuttosto che operazioni che riguardano imprese in business differenti, per i quali gli investitori potrebbero essere portati a credere che l'impresa

⁸Queste operazioni, entrambe correlate, saranno esaminate più dettagliatamente nel seguito della trattazione.

⁹Anche queste operazioni verranno analizzate nel seguito della trattazione.

Figura 5.2: Valore delle operazioni (mln di \$)

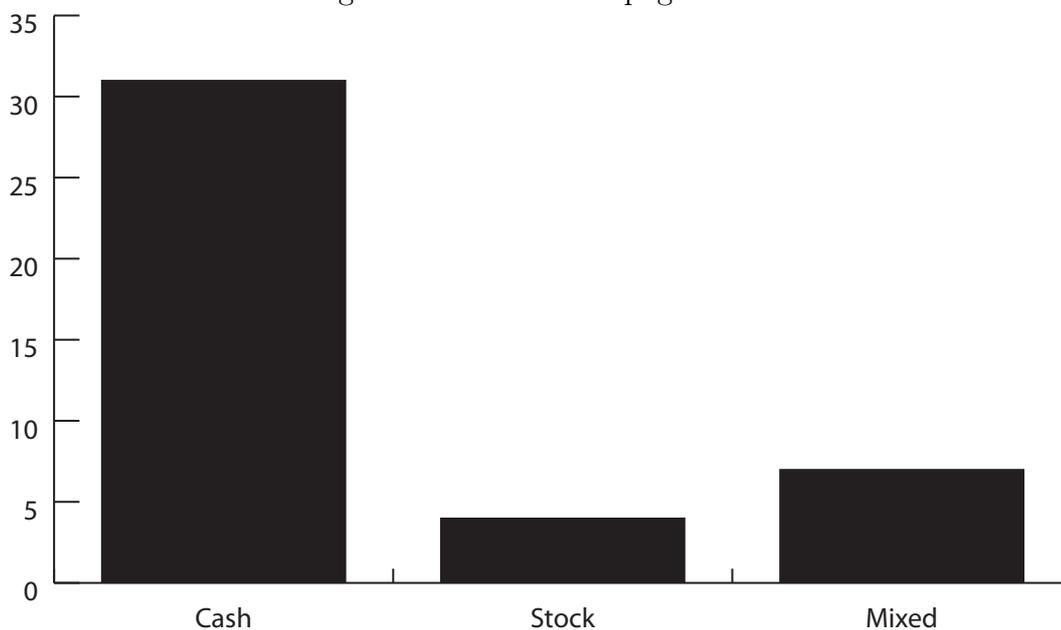


acquirente non ha sufficienti competenze.

Si è analizzato, dove disponibile, il valore dell'operazione e se questa è avvenuta per cassa, attraverso azioni o con altre combinazioni (Figura 5.2). Come si può notare, la maggior parte delle operazioni si trova alle due estremità (operazioni con valore inferiore ai 100 milioni di \$ e operazioni con valore superiore ai 500 milioni di \$). Questo è spiegabile in quanto la maggior parte delle operazioni riguarda l'acquisizione di piccole start-up da parte di società già affermate nel settore oppure l'acquisizione di competitor importanti già presenti nel settore.

Per quanto riguarda i termini di pagamento, si può notare che le operazioni avvengono prevalentemente per cassa (Figura 5.3), probabilmente perché, come visto nel capitolo 1, i modelli di business delle società *Internet-based* permette di generare rilevanti flussi di cassa a fronte di costi minimi e perlopiù fissi. Questo consente alle imprese di avere a disposizione la cassa per effettuare le operazioni di M&A.

Figura 5.3: Metodo di pagamento



5.3.1 Analisi di alcune operazioni

Nel seguito della trattazione verranno analizzate nel dettaglio le operazioni (sia correlate, sia non correlate) che hanno avuto i risultati *estremi*, cercando di capire quali sono state le motivazioni di tali risultati.

Novell - SUSE Linux

Novell. Novell è un'azienda statunitense con sede a Provo (Utah) produttrice di software orientati ai settori delle reti e dei gruppi di lavoro.

Il primo prodotto di Novell fu *NetWare*, un server basato su hardware proprietario. Attraverso una politica aggressiva, che consisteva nel vendere le costose schede di rete *Ethernet* con margini minimi, Novell riuscì negli anni '80 ad incrementare la propria quota di mercato e a imporre i propri protocolli di network. Nel 1993, Novell acquista da AT&T *Unix System Laboratories*, con lo scopo di entrare nel mercato dei servizi di networking per le grandi aziende

e di entrare in competizione con *Microsoft*. L'operazione non ebbe successo e Novell rivendette alcune parti del suo ramo Unix a *Santa Cruz Operations*. Dal 1994 al 1996/97, diversi CEO si sono succeduti con scarsi risultati. Nel 1996, Novell decide di spostare i suoi interessi in prodotti orientati ad Internet. Questa convinzione viene confermata l'anno successivo con l'elezione a CEO di *Eric Schmidt*¹⁰. Il risultato fu il rilascio di NetWare v5.0 nell'ottobre del 1998. Tuttavia, Novell continuava a perdere quote di mercato in favore di Microsoft, che offriva, con *Windows 2000*, alcune tecnologie non sviluppate da Novell e un'interfaccia amministrativa grafica più *user-friendly* dell'amministrazione a riga di comando di NetWare. Nel 2001 Novell acquisisce *Cambridge Technology Partners*, una società di consulenza, con lo scopo di espandere la propria quota di mercato nei servizi. Si riteneva infatti che la chiave per il successo fosse la possibilità di offrire soluzioni complete (fatte di software e servizi). Questo cambiamento di rotta fu avversato dalla cultura di sviluppatori di software diffusa all'interno dell'azienda e dal settore finanziario dell'azienda che si esprimeva negativamente riguardo all'operazione. Tuttavia, il CEO di *CTP*, Jack Messman, che faceva parte anche del consiglio di amministrazione di Novell, riuscì a far concludere l'accordo, diventando anche CEO di Novell.

La strategia di Novell si sposta, nel 2002, verso l'uso di Linux per le soluzioni business. Nell'Agosto del 2003, Novell acquisisce *Ximian*, una software house sviluppatrice di soluzioni per Linux, mentre nel novembre dello stesso anno, Novell procede all'acquisizione di SuSE, sviluppatrice della seconda distribuzione Linux per diffusione su sistemi enterprise (la prima era Red Hat). Questa operazione diede una spinta alla distribuzione di Linux, tanto che anche IBM investì 50 milioni di \$ per supportare la diffusione di SUSE Linux.

¹⁰Ora CEO di Google.

Figura 5.4: Analisi del CAR per l'operazione Novell-SuSE



Novell incorporò in Novell Enterprise Linux Server (NELS) diverse tecnologie sviluppate per NetWare. Il successore di NetWare, Open Enterprise Server, fu rilasciato nel 2005, con lo scopo di far migrare gli utenti di NetWare al nuovo sistema.

SuSE Linux. La distribuzione SuSE Linux era inizialmente una traduzione in tedesco della distribuzione Slackware di Patrick Volkerding. Nel 1992 viene fondata S.u.S.E.¹¹, una società di consulenza Unix che si occupava della distribuzione di SuSE. Nel 2001, con lo scopo di rivolgersi all'utenza business, viene rilasciata la prima versione di SuSE Linux Enterprise Server, riuscendo a diventare il secondo sistema Linux più utilizzato in ambito Enterprise.

L'acquisizione. Il 4 novembre 2003, Novell annuncia al mercato l'acquisizione di SuSE Linux per 210 milioni di \$ per cassa. Nello stesso tempo, annuncia

¹¹acronimo di Software-und-System-Entwicklung, sviluppo di software e sistemi.

Tabella 5.5: Dati operazione Novell SUSE

	T-1	T	T+1
R	2,975%	17,462%	-2,374%
E(R)	2,874%	-0,833%	-0,082%
AR	0,101%	18,296%	-2,457%
CAR			15,94%

che IBM ha investito 50 milioni di \$ nel capitale di Novell, attraverso l'acquisto di azioni privilegiate convertibili, allo scopo di rafforzare la collaborazione tra Novell e IBM nello sviluppo di Linux. Queste azioni rappresentano circa il 2% del capitale di Novell. Come si può vedere dalla Figura 5.4 e dalla Tabella 5.5, il maggior rendimento anormale è stato ottenuto il giorno stesso dell'annuncio, mentre nel giorno precedente e in quello successivo il rendimento effettivo è stato molto simile a quello atteso. L'operazione, rientra nella strategia di Novell, annunciata a marzo 2003, di utilizzare Linux per contrastare l'avanzamento di Microsoft e segue di pochi mesi l'altra operazione effettuata allo stesso scopo. Si possono individuare immediatamente delle sinergie nell'operazione, in quanto Novell era già orientata all'uso di Linux per i suoi sistemi server. In questo modo è possibile perfezionare la propria offerta con un prodotto già affermato (SuSE Linux Enterprise Server era il secondo sistema Linux più usato in ambito enterprise). L'annuncio dell'interesse di IBM, che vuole utilizzare SuSE Linux sui suoi server, ha sicuramente contribuito all'effetto positivo dell'annuncio, in quanto l'operazione è apparsa più interessante grazie all'interessamento di uno dei maggiori produttori di hardware per clientela business, che poteva garantire in tempi brevi una base installata estremamente ampia. L'operazione non ha influito però in maniera significativa sul valore dei titoli IBM, che hanno registrato rendimenti anormali negativi (seppur in misura limitata). Proba-

bilmente, l'idea di utilizzare una soluzione terza (SuSE di Novell), piuttosto che sviluppare internamente a IBM un sistema *Linux Based* è stata vista come un segno di debolezza da parte di IBM. Analizzando i dati, si può notare che l'andamento dei due rendimenti è simile, con la curva dei rendimenti effettivi al di sotto di quella dei rendimenti attesi, e che probabilmente l'operazione non ha generato nel titolo IBM dei rendimenti anormali.

Websense - Difensio

Websense. Websense è un provider di servizi per la sicurezza del web e dei desktop. La società offre una serie di strumenti che consentono di prevenire accessi a risorse indesiderate o dannose sul web. I suoi prodotti possono essere divisi in tre categorie: *web security* (che comprende software per il filtraggio dei contenuti web), *messaging security* (che comprende software antispan) e *data security* (che comprende soluzioni per la prevenzione della perdita dei dati).

Websense nasce nel 1994 con il nome di NetPartners Internet Solutions, come rivenditore di firewall e di altre soluzioni. La società cambia il proprio nome nel 1999 con il lancio del suo primo prodotto *Websense Internet Screening System* e viene quotata nel 2000. Nel 2003 sigla due accordi di partnership, uno con Cisco Systems e uno con Blue Coat Systems. Nel 2005 firma un accordo con Nortel per sviluppare un sistema di filtraggio di contenuti web per proteggere la rete GSM/UMTS. Nel 2007 acquisisce SurfControl, una società specializzata in soluzioni per la sicurezza web e email. Sempre nel 2007, viene presentata per la prima volta la soluzione per la prevenzione della perdita dei dati.

Nel 2008 rilascia, in collaborazione con Voltage Security, uno dei leader

Tabella 5.6: Dati operazione Websense - Defensio

	T-1	T	T+1
R	2,176%	4,444%	-9,070%
E(R)	0,808%	0,977%	2,920%
AR	1,368%	3,468%	-11,989%
CAR			-7,154%

mondiali per la crittografia dei dati, una soluzione integrata che protegge i dati dei clienti.

Nel 2009 Douglas C. Wride viene nominato *COO*¹² a gennaio e *CFO*¹³ a marzo.

Defensio. Defensio è un servizio di filtraggio spam usato per bloccare i commenti spam su blog e web applications. La caratteristica distintiva di Defensio è quella di poter ordinare i post in base al grado di *spamminess*¹⁴, che permette di individuare molto più facilmente i falsi positivi¹⁵ rispetto al classico ordinamento cronologico. Tra le altre caratteristiche è da notare la presenza di API aperte, che permette di utilizzare il filtro anche su applicazioni diverse dai blog. Il principale concorrente di *Defensio* è *Akismet* di *Automattic* che è installato di default su tutti i blog WordPress. Lo sviluppo di Defensio è stato iniziato da *Karabunga*, una società Canadese, anch'essa acquisita da Websense.

L'acquisizione. Il 27 gennaio 2009 viene annunciata l'operazione di acquisizione di Defensio da parte di Websense, Inc. La motivazione principale dell'acquisizione è quella di estendere le capacità di *Websense ThreatSeeker Network*

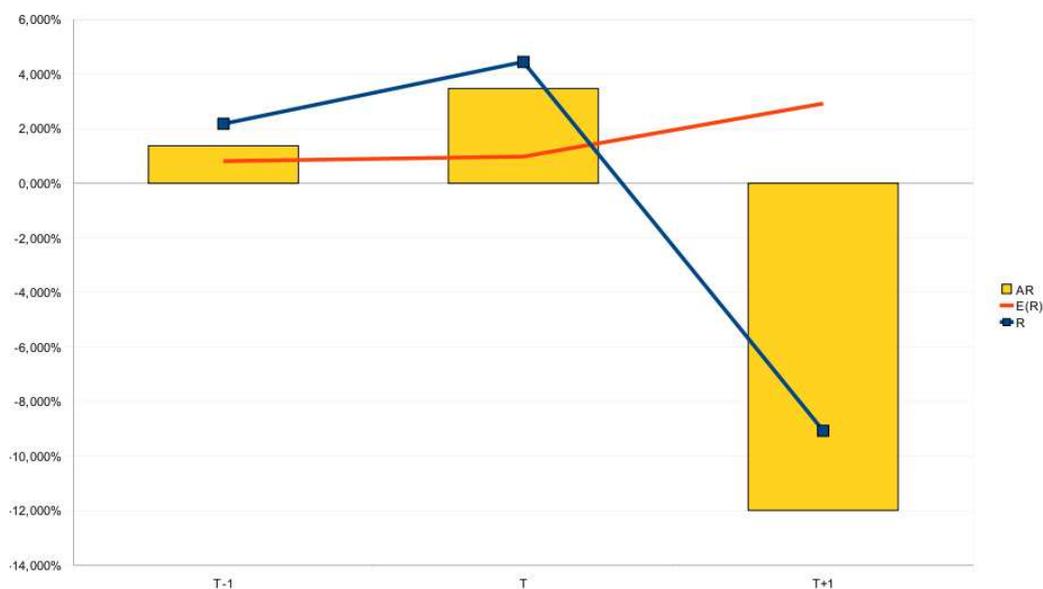
¹²Chief Operating Officer.

¹³Chief Financial Officer.

¹⁴Ovvero in grado alla probabilità che il commento sia identificabile come spam

¹⁵Quei risultati indicati come malevoli, ma che in realtà non lo sono.

Figura 5.5: Analisi del CAR per l'operazione Websense - Defensio



di identificare e classificare i commenti spam all'interno di siti web *sociali*. Inoltre, poiché il trattamento dei commenti avviene su server Websense¹⁶, questo consente alla società di raccogliere in tempo reale dati provenienti da internet da poter riutilizzare allo scopo di migliorare l'accuratezza e l'efficienza dei prodotti Websense.

Websense aveva già utilizzato e implementato Defensio all'interno dei suoi prodotti in passato. Durante la campagna presidenziale, sul blog MyBarackObama.com sono stati individuati una serie di account fittizi utilizzati per diffondere malware e virus attraverso il blog ufficiale del futuro presidente degli Stati Uniti. In questa occasione, Defensio (utilizzato all'interno del software ThreatSeeker Network) ha protetto i visitatori da queste minacce.

È interessante notare come, nonostante il CAR dell'operazione sia complessivamente negativo, in T-1 e in T sia invece positivo (rispettivamente 1,368% e 3,468%), mentre in T+1 (il giorno successivo all'annuncio) questo sia profonda-

¹⁶Una pratica comune che serve, tra le altre cose, ad evitare un eccessivo carico del server che ospita il sito.

mente negativo (-11,989%)¹⁷. Probabilmente il mercato ha ritenuto eccessivo lo sforzo dell'acquisizione di Defensio, che veniva già utilizzato all'interno dei prodotti Websense. Un accordo di tipo cooperativo, considerando anche la natura di Defensio (gratuito per l'uso personale, a pagamento per l'uso commerciale) sarebbe stato probabilmente accolto con maggior favore dal mercato.

United Online - Classmates Online

United Online. United Online è un fornitore di servizi e prodotti a clienti finali attraverso internet. La società offre servizi diversificati in: servizi e prodotti floreali, classmates media segment e communication segment, operando prevalentemente negli Stati Uniti. I suoi marchi includono: FTD, Interflora, Classmates, Mypoints, NetZero e Juno.

Il segmento dei servizi floreali offre servizi e prodotti per utenti finali (consumer) e fiorai (business). Il settore consumer opera principalmente attraverso i siti www.ftd.com e www.interflora.co.uk e include una vasta gamma di addobbi floreali consegnati attraverso fiorai e di composizioni regalo consegnate attraverso corrieri. Il settore business include una gamma di prodotti e servizi per permettere ai membri di FTD e Interflora di inviare e consegnare gli ordini.

Il segmento *classmates* include siti web di social networks, che permettono agli utenti di trovare e restare in contatto con colleghi di scuole superiori, università e forze armate. United Online opera attraverso diversi siti, localizzati geograficamente: Classmates per gli Stati Uniti, StayFriends per Austria, Germania e Svezia, Trombi per la Francia.

La società offre un servizio di *loyalty marketing*, MyPoints, che permette agli inserzionisti di raggiungere una vasta platea con campagne mirate. Il

¹⁷Il rendimento stesso del titolo, è positivo nei primi due giorni e molto negativo il giorno successivo all'annuncio.

programma MyPoints inoltre permette ai consumatori di guadagnare premi a punti rispondendo ad offerte via email, sondaggi online e altre attività su internet.

Il segmento Communication offre attraverso i brand NetZero e Juno accesso ad internet.

United online è nata nel 2001 dalla fusione tra NetZero e Juno, entrambi fornitori di accesso ad internet. Nel 2002 la società acquisisce BlueLight, fornitrice di accesso ad internet.

Successivamente espande la propria attività attraverso diverse acquisizioni: Classmates nel 2004, PhotoSite nel 2005, FTD Group nel 2008.

Classmates Online. Classmates è un social network creato nel 1995. Il sito permette ai suoi utenti di rimanere in contatto con i propri amici. Ha all'attivo più di 40 milioni di membri negli Stati Uniti e in Canada ed è tra i siti di social network più visitati negli Stati Uniti. Il business model di Classmates si basa sui contenuti generati dagli utenti, dai proventi delle iscrizioni a pagamento (per i profili Gold) e dalle vendite di spazi pubblicitari.

Sono disponibili due tipi di profili: il profilo Basic e quello Gold. I membri Basic possono creare il loro profilo, visualizzare i contenuti degli altri utenti e ricercare i propri amici all'interno del network. I membri Gold possono, in aggiunta, inviare e ricevere email, visualizzare le note scritte da altri membri sulla loro bacheca e visualizzare chi ha visitato il loro profilo e accedere agli strumenti per creare gruppi privati.

L'acquisizione. L'acquisizione di Classmates da parte di United Online è annunciata il 25 ottobre 2004. Lo scopo dell'acquisizione è quello di poter offri-

Figura 5.6: Analisi del CAR per l'operazione United Online - Classmates Online

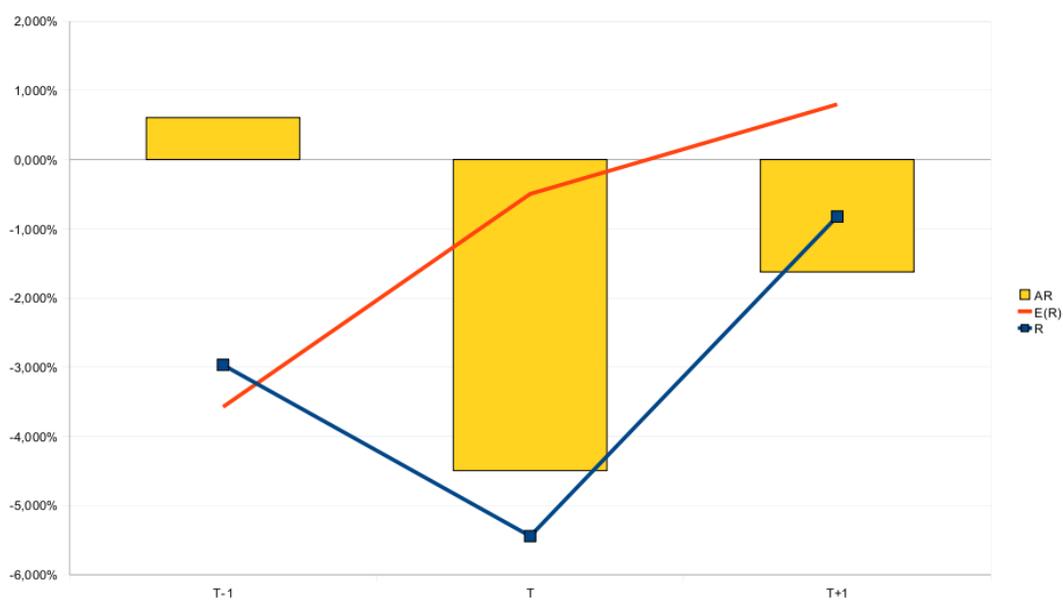


Tabella 5.7: Dati operazione United Online - Classmates Online

	T-1	T	T+1
R	-2,968%	-5,442%	-0,823%
E(R)	-3,574%	-0,496%	0,800%
AR	0,606%	-4,946%	-1,623%
CAR			-5,963%

re nuovi servizi ai suoi utenti¹⁸ attraverso il social networking. L'acquisizione è stata un'espansione della propria attività online verso contenuti internet-based. Inoltre, Classmates portava a United Online oltre 10 milioni di utenti. Nonostante le premesse, il CAR per questa operazione è negativo. Questo risultato però non è da imputare esclusivamente all'annuncio, in quanto lo stesso giorno United Online ha rivisto al ribasso i proprio obiettivi di nuovi utenti e di aver mancato i risultati attesi per il quadrimestre. Gli analisti di Calyon Securities hanno espresso il loro scetticismo sulla possibilità che l'operazione possa portare ad una crescita dei flussi di cassa, a causa del mercato limitato dei social network nel 2004. L'acquisizione è invece stata interessante per gli azionisti Classmates, in quanto ha fornito loro un ritorno in termini di cassa nel breve termine.

JupiterMedia - The Golden Group

JupiterMedia. Jupitermedia Corporation (ora conosciuta come WebMedia-Brands) è una società che produce contenuti per Internet per community B2B. La società ha tre community online: Internet.com per manager IT e sviluppatori web; Mediabistro.com per professionisti dei media e Graphics.com per professionisti di grafica. Queste tre community forniscono al loro interno piattaforme per offerte di lavoro, piattaforme per commercio, corsi online e eventi.

Questi tre network includono più di 150 siti e oltre 150 newsletter visitati da oltre 15 milioni di utenti al mese. Inoltre, MediaBistroEvents.com produce conferenze e eventi offline sull'IT e altri argomenti specifici, come ISPCON, Mediabistro Circus, Web 3.0 Conference & Expo, Mobile Content & Marketing Expo and UGCX - User Generated Content Conference & Expo.

¹⁸Nel 2004 United Online era il secondo Internet Service Provider negli Stati Uniti, alle spalle di AOL, ma non aveva ancora diversificato la propria offerta.

Jupitermedia ha operato come business unit di Mecklermedia fino al 1998, quando Mecklermedia è stata acquisita da Penton Media. La società ha cambiato il suo nome nel 2002 in Jupitermedia Corporation. Nel 2003 acquisisce Nua.com, una fonte di statistiche per Internet. Nel 2005 viene lanciato RightsProtectedImages.com con un nuovo sistema di licenze per l'industria delle foto stock. Nello stesso anno la divisione JupiterWeb lancia il servizio Personal Technology Channel su Internet.com. Negli anni successivi la società espande il proprio portafogli con l'acquisizione di varie società specializzate in foto stock e in musica royalty-free.

Nel 2006 acquisisce da The Golden Group gli eventi ISPCON e INBOX.

Sempre negli anni successivi, continua l'espansione all'interno del mercato delle foto stock, fino al febbraio del 2009, quando vende la sussidiaria JupiterImages Corporation a Getty Images per 96 milioni di \$. Nello stesso mese viene cambiato il nome della società in WebMediaBrands. Nell'aprile del 2009 la società acquisisce Brandsoftheworld.com, un sito di contenuti generati dagli utenti che permette di visualizzare e scaricare più di 160.000 immagini vettoriali e loghi di marchi famosi.

The Golden Group. The Golden Group, inc. è stata una società organizzatrice di eventi fondata nel 2002 a Golden, Colorado. Il più importante di questi è ISPCON. Lanciato nel 1997, ISPCON è il più grande evento annuale che riguarda il settore degli ISP. Un altro evento, lanciato per la prima volta nel 2004, è INBOX, che si focalizza sull'aspetto tecnologico dell'industria delle comunicazioni via e-mail.

L'acquisizione. L'acquisizione viene annunciata il 30 gennaio 2007 e riguarda il rimanente 50% dei due eventi ISPCON e INBOX. Con l'acquisizione, il

Figura 5.7: Analisi del CAR per l'operazione JupiterMedia - The Golden Group

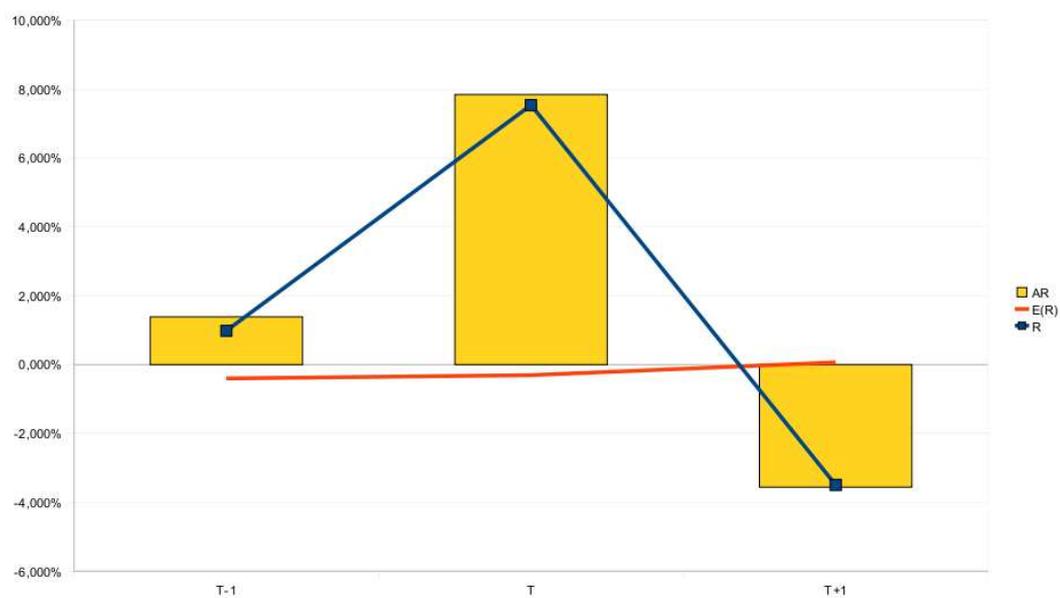


Tabella 5.8: Dati operazione JupiterMedia - The Golden Group

	T-1	T	T+1
R	0,983%	7,532%	-3,495%
E(R)	-0,402%	-0,308%	0,064%
AR	1,385%	7,841%	-3,559%
CAR			5,667%

Tabella 5.9: Confronto tra le operazioni nei due periodi.

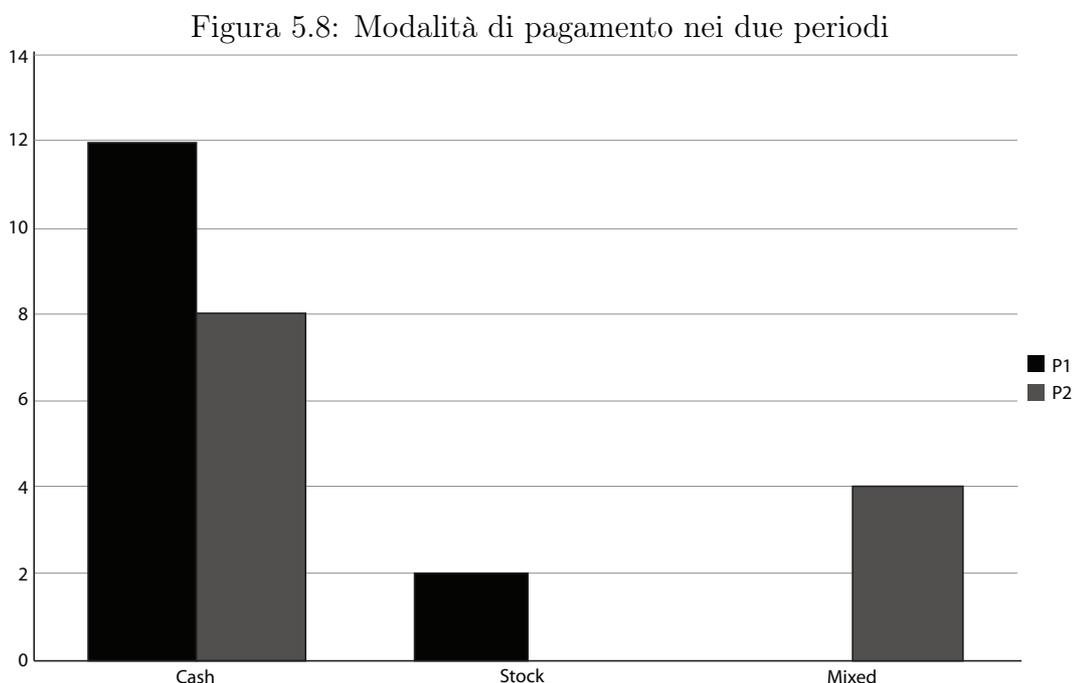
p	M. Per.1 (52)	M. Per.2 (21)	σ^2 Per.1	σ^2 Per.2
0,52	0,97%	0,28%	0,00145	0,001702

fondatore di The Golden Group, Jon Price, e il suo staff diventano parte di Jupitermedia, con Price nel ruolo di General Manager della divisione Eventi di Jupitermedia. Il CAR complessivo dell'operazione è positivo (5,667%). L'acquisizione è quindi vista positivamente dal mercato, probabilmente perché è possibile creare delle sinergie tra le community gestite da Jupitermedia (internet.com e mediabistro.com) e i due eventi legati al mondo dell'IT. In effetti, successivamente i due eventi verranno gestiti da Mediabistroevents.com, sviluppata appositamente. Tuttavia, il 25 febbraio 2009, Jupitermedia ha deciso di non organizzare per il futuro ISPCON, in quanto ritenuta non più interessante per il pubblico.

5.4 Confronto tra i due periodi

La Tabella 5.9 mostra i risultati per il test t di Student tra le operazioni annunciate durante il primo periodo e quelle durante il secondo periodo. Il valore di p (0,52) è piuttosto elevato e ci consente di escludere che la crisi finanziaria abbia avuto in generale qualche ripercussione sulle operazioni. I valori medi del CAR, nei due periodi sono entrambi positivi ma inferiori all'1%, così come sono molto simili le varianze.

Considerando gli effetti della crisi finanziaria sull'economia in generale, è possibile individuare le cause della mancata differenza di rendimento tra i due periodi in analisi:



difficoltà di reperire finanziamenti. La stretta creditizia e le difficoltà finanziarie di molti istituti di credito, nonché il fallimento di alcune tra le più importanti banche d'affari, ha reso molto più difficile il reperimento di finanziamenti per le acquisizioni e le fusioni, con conseguente basso *leverage* per le operazioni e scarso appeal per gli investitori;

volatilità del mercato. La situazione attuale dei mercati non consente di usare le azioni come forma di pagamento, in quanto il loro corso azionario è instabile e non permette di determinarne il valore con certezza.

maggiore cautela degli operatori. I pochi operatori che possono permettersi di affrontare un'operazione di M&A analizzano la situazione con attenzione (Due Diligence, storico azienda).

Come si è visto nel precedente capitolo, le operazioni nel settore vengono effettuate prevalentemente per cassa, fattore che quindi neutralizza la difficoltà di reperire finanziamenti. Come si può vedere in Figura 5.8, la maggior parte

Tabella 5.10: Confronto tra acquisizioni correlate nei due periodi

p	M. Per.1 (33)	M. Per.2 (16)	σ^2 Per.1	σ^2 Per.2
0,099	2,015%	-0,052%	0,001697	0,001422

Tabella 5.11: Confronto tra acquisizioni non correlate nei due periodi

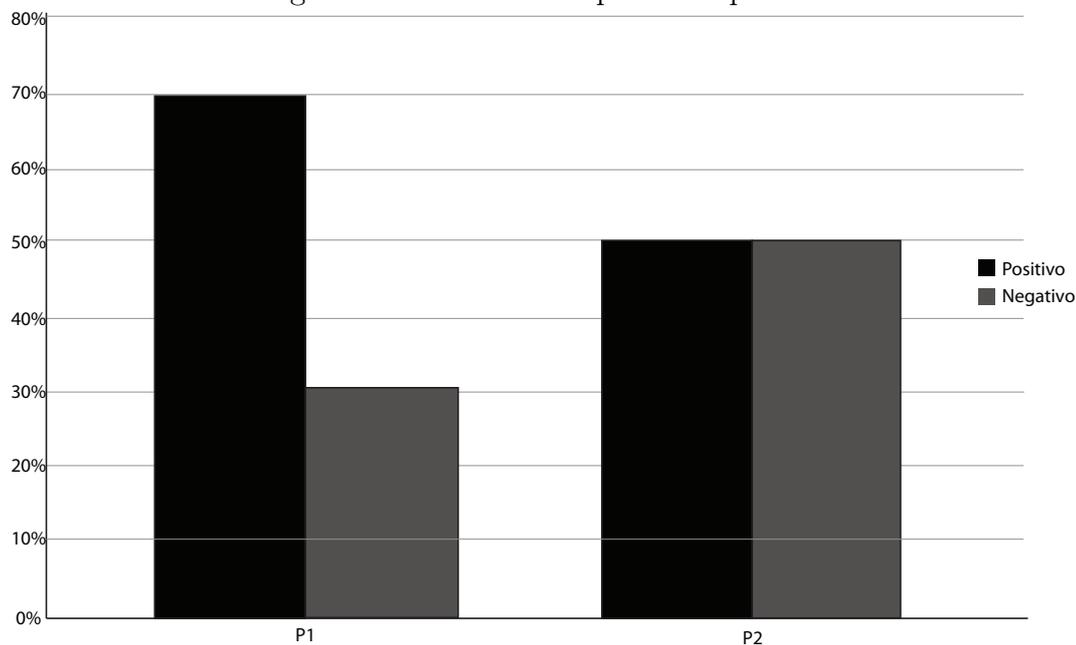
p	M. Per.1 (19)	M. Per.2 (5)	σ^2 Per.1	σ^2 Per.2
0,427	-0,008%	0,013%	0,0004	0,0024

delle operazioni, sia nel primo che nel secondo periodo è avvenuta per cassa, mentre è avvenuta attraverso azioni solo nel primo periodo. Nel secondo periodo si sono registrate invece alcune acquisizioni che hanno previsto l'utilizzo misto dei due strumenti.

5.4.1 Confronto tra le acquisizioni correlate

Analizzando le sole acquisizioni correlate, la Tabella 5.10 ci mostra che p assume un valore piuttosto contenuto. Questo sta ad indicare che l'avvento della crisi finanziaria ha avuto delle ripercussioni negative sui risultati delle acquisizioni correlate. È interessante notare, inoltre, che nonostante le medie dei due campioni sono molto distanti (nel secondo periodo la media è negativa), mentre le varianze sono simili e molto basse. Questo sta a significare che, nel primo periodo la maggior parte delle operazioni ha avuto un rendimento positivo, nel secondo periodo abbiamo un ugual numero di operazioni positive e negative (Figura 5.9), che spiega la media molto vicina allo 0%.

Figura 5.9: CAR medio per i due periodi



5.4.2 Confronto tra le acquisizioni non correlate

La Tabella 5.11 mostra che, considerando soltanto le acquisizioni non correlate, p sale a 0,427, suggerendo quindi che le differenze sono imputabili con buona probabilità al caso. Questo indica che le operazioni non correlate probabilmente non sono state influenzate dalla crisi finanziaria. I risultati, in entrambi i periodi, sono stati prossimi allo 0 e lievemente negativi nel primo periodo. Il fatto che nel secondo periodo le acquisizioni non correlate abbiano un rendimento lievemente positivo può indicare (come già visto¹⁹) che una strategia di diversificazione può essere attuata con successo durante i periodi di crisi. Questo perché il premio richiesto per l'acquisizione di imprese di minori dimensioni al di fuori del proprio settore di appartenenza può richiedere premi inferiori rispetto a acquisizioni all'interno del proprio settore (per le quali, individuando delle chiare opportunità strategiche, il management dell'impresa

¹⁹Si veda il paragrafo 4.3

target può richiedere premi superiori).

Capitolo 6

Conclusioni

In questo capitolo si cercherà di confrontare i risultati ottenuti nel Capitolo 5 con le varie teorie esposte nel Capitolo 4, al fine di verificarne la validità all'interno del settore.

6.1 Risultati per gli acquirenti

Abbiamo visto nel paragrafo 4.1.1 che la letteratura sull'applicazione degli event study alle operazioni di M&A non ha portato a risultati univoci per quanto riguarda le performance delle società acquirenti, mentre è piuttosto chiaro che per le società target questo tipo di operazioni generi dei rendimenti positivi. In base alle analisi effettuate, il CAR medio delle operazioni di M&A per le società acquirenti è positivo e pari a 0,73%. In totale, circa il 57,5% delle operazioni ha avuto un risultato positivo, specialmente le operazioni correlate (il 63% delle operazioni correlate ha CAR positivo, contro il 45,8% delle operazioni non correlate). Per le operazioni non correlate, infatti, la maggior parte delle osservazioni ha riportato un valore negativo. Si può quindi affermare che uno dei fattori fondamentali per determinare il successo di un'operazione di

Tabella 6.1: Private target vs Public target

	n	CAR medio
Private	54	1,12%
Public	19	-0,22%

M&A nel settore è il grado di correlazione. Operazioni tra imprese correlate tra loro portano più facilmente a risultati positivi rispetto a operazioni tra imprese scarsamente o per niente correlate.

Sempre nel paragrafo 4.1.1 si evidenzia che i rendimenti maggiori per gli acquirenti si hanno quando il target è un'impresa non quotata. Per quanto riguarda il campione analizzato, abbiamo 54 operazioni che riguardano l'acquisizione di un private target (pari al 74% delle operazioni), mentre abbiamo 19 operazioni che riguardano imprese quotate (pari al 26% delle operazioni).

Se andiamo a verificare questa ipotesi alla luce dei dati (Tabella 6.1) scopriamo che le operazioni che hanno coinvolto private target hanno avuto un CAR medio pari a 1,12%, mentre quelle che riguardano l'acquisizione di società quotate hanno avuto un CAR medio pari a -0,22%. Questo conferma l'ipotesi avanzata precedentemente.

6.2 Opportunità durante le crisi

Come visto nel paragrafo 4.3, il report di Boston Consulting Group evidenzia che un periodo di crisi è un buon momento per effettuare operazioni di M&A, evidenziando come, nei due anni successivi all'operazione, quelle effettuate durante periodi di crisi avevano generato valore, mentre quelle effettuate durante periodi positivi avevano distrutto valore.

A tal fine sarebbe necessario determinare il Relative Total Shareholder

Return (RTFR) per le imprese acquirenti coinvolte nelle operazioni del settore. Il Total Shareholder Return (TSR) è un indicatore utilizzato per confrontare le performance di azioni differenti nel tempo. Si può determinare con la seguente formula:

$$TSR = \frac{Price_{end} - Price_{begin} + Dividendi}{Price_{begin}} \quad (6.1)$$

Il RTSR viene utilizzato per comparare la performance di una particolare azione rispetto alla totalità delle altre e indica se questa azione ha una performance migliore o peggiore della media.

Non è stato possibile verificare questa ipotesi in quanto non si hanno dati disponibili per determinare il RTSR per il periodo successivo alla crisi.

Si evidenziava, inoltre, come in periodi di crisi acquisizioni all'interno dello stesso settore possono portare l'acquirente a pagare un prezzo troppo alto, ipotizzando che le operazioni non correlate potessero, in queste circostanze, risultare profittevoli. In effetti, i dati sembrano convalidare questa ipotesi. Se si analizzano i risultati ottenuti nelle Tabelle 5.10 e 5.11, si nota come nel primo periodo il CAR medio delle acquisizioni correlate è positivo (2,015%) e quello delle operazioni non correlate è negativo (-0,008%). Nel secondo periodo, cioè durante la crisi, la situazione si inverte: il CAR medio delle operazioni correlate diventa negativo (-0,052%) e quello delle operazioni non correlate diventa positivo (0,013%).

6.3 Influenza della forma di pagamento

Nel paragrafo 4.4 si evidenziava come il pagamento per cassa potesse avere un impatto maggiormente positivo sul valore delle operazioni rispetto a quello

effettuato con azioni o altre modalità. Analizzando, dove disponibili, i dati sul metodo di pagamento¹, è possibile notare che il rendimento medio delle operazioni il cui pagamento è avvenuto per cassa (31 operazioni, che rappresentano il 72% del campione) è pari a 0,90% mentre quello delle operazioni il cui pagamento è avvenuto con altri metodi (12 operazioni, che rappresentano il restante 28%) è pari a 2,25%. Questo sembra smentire l'ipotesi del paragrafo 4.4. In particolare, si può notare come le operazioni con rendimento più elevato siano quelle effettuate tramite stock (con un rendimento medio pari a 5,55%). Queste operazioni sono state tutte effettuate nel primo periodo, mentre non sono presenti operazioni di questo tipo nel secondo periodo. Bisogna tuttavia notare che il numero di operazioni per cui è disponibile questa informazione è piuttosto esiguo e che in tutti e tre i casi i rendimenti medi sono sempre positivi². Questo rende poco significativa la riflessione sull'influenza delle forme di pagamento sul valore delle operazioni.

¹I dati sono disponibili per 43 operazioni.

²Il CAR medio per le operazioni per cui è disponibile questa informazione è 1,28%, più alto del CAR medio di tutto il campione (0,75%).

Indice analitico

- acquisizioni, 65
- advertising, 14
- Akismet, 78
- Amazon.com, 13
- AMD, 25
- AOL, 83
- Application Programming Interface, 5
 - API, 5
- ARPANET, 1
- Asset Side, 31
- AT&T, 73
- ATI, 25
- Automatic, 78

- Banca Centrale Europea, 66
- book value, 44
- browser, 2
 - Internet Explorer, 2
 - Mosaic, 2
 - Mozilla Firefox, 2
- Business to Business, 10
 - B2B, 10
- Business to Consumer, 10
 - B2C, 10

- CAR, 70
 - medio, 70
- catena del valore
 - tradizionale, 15
 - virtuale, 15
- Classmates Online, 81
- coda lunga, teoria della, 13
- commoditization, 11
- Consumer to Consumer, 10
 - C2C, 10
- correlazione, 25, 66
 - direzione, 26
 - fattori di, 26
 - intensità, 26
- costi di transazione, 6
- costo di produzione, 6
- crescita differenziata, 35
- crescita temporanea, 34
- crisi finanziaria, 55, 66
 - definizione, 56

- data dell'annuncio, 68
- Datamonitor, 68
- Defensio, 78
- deintermediazione, 6
- Dell, 6
- directories, 8
- Discounted Cash Flow, 18
- downtime, 10

- e-commerce, 3, 10
 - commercio elettronico, 3
- eBay, 10, 27
- EBIT, 41
- economie di scala, 26
- economie di scopo, 26
- effetto rete, 4
 - Legge di Metcalfe, 4
- efficienza del mercato, 52
 - forma debole, 52
 - forma forte, 53
 - forma semi-forte, 53
- Equity Side, 31
- esternalizzazione, 6
- Ethernet, 73
- event study, 52, 67

- Federal Reserve, 66
- flussi di cassa, 30

- Free Cash Flow from Operations, 31, 57
 - FCFO, 31
- Free Cash Flow to Equity, 31, 57
 - FCFE, 31
- fusioni, 65
- Google, 5, 21
- HyperText Transfer Protocol, 1
 - HTTP, 1
- IBM, 61
- INBOX, 84
- infomediario, 7
- Intel, 25
- intermediari, 6
- internalizzazione, 6
- Internet, 1
- Internet Service Provider, 2, 8, 83
 - ISP, 2, 8
- Internet-based companies, 7, 27
- Internet-related companies, 7, 27
- ISPCON, 83, 84
- Jupitermedia, 83
- Lehman Brothers, 56, 60
- LexisNexis Academic, 68
- Linux, 74
- management, 22
- market model, 69
- Market Value Added, 51
- Marketline, 68
- marketplace, 12
- metodi di valutazione
 - DCF, 30
 - Discounted Cash Flow, 30
 - EVA, 29, 49
 - metodo dei multipli, 18, 38, 57
 - deal multiple, 38
 - EV/EBIT, 41
 - EV/EBITDA, 41, 43
 - EV/Sales, 44
 - multipli empirici, 45
 - P/E, 40
 - stock market multiple, 38
- metodo finanziario, 18, 30
 - analitico, 32
 - analitico con terminal value, 33, 35
 - sintetico, 32
- metodo reddituale, 30
- opzioni reali, 18, 29, 46
- Microsoft, 5, 74
- minimi quadrati
 - metodo dei, 69
- motori di ricerca, 2, 8
- multipli
 - correnti, 39
 - leading, 39
 - trailing, 39
- NetWare, 73
- NOPAT, 50
- Novell, 73, 74
- outsourcing, 11
- portali, 2, 8
 - generalisti o orizzontali, 8
 - specializzati o verticali, 8
- Private Equity, 60
- Procter&Gamble, 61
- pubblicità contestuale, 14
- Red Hat, 74
- Relative Total Shareholder Return, 93
 - RTSR, 93
- rendimenti crescenti, 3
- rendimenti decrescenti, 3
- rete del valore, 15
- retta di regressione, 69
- Schmidt, Eric, 74
- Search Engine Optimization, 2
 - SEO, 2
- shareholders, 22
- sinergie, 22, 25, 63, 71

- finanziarie, 22
- manageriali, 23
- operative, 23
- Sistemi Operativi, 2
- Skype, 27
- Slackware, 75
- start-up, 72
- steady growth, 33
- steady state, 33
- SuSE, 74
 - SuSE Linux, 75

- TCP/IP, 1
- TED spread, 55
- terminal value, 33, 35
- test t di Student, 64, 86
 - p , 86
- The Golden Group, 84
- Total Shareholder Return, 93
 - TSR, 93

- United Online, 80
- Unix System Laboratories, 73

- Voice Over IP
 - VOIP, 27

- Web Agency, 10
- WebMediaBrands, 83
- Websense, 77
- Weighted Average Cost of Capital, 32
 - WACC, 32
- Wikipedia, 9
- Windows 2000, 74
- WordPress, 78
- World Wide Web, 1
 - WWW, 1

- Yahoo, 5
- Youtube, 21

Bibliografia

- [1] C. ANDERSON. *The Long Tail: Why the Future of Business is Selling Less of More*. Hyperion, 2006.
- [2] C. ANDERSON. “The Long Tail”. in: *Wired* (ott. 2004). URL: <http://www.wired.com/wired/archive/12.10/tail.html>.
- [3] J. C. ANDERSON e J. A. NARUS. *Business Market Management*. Milano: ETAS, 2005.
- [4] A. ANTONIOU, D. PETMEZAS e H. ZHAO. “Bidder Gains and Losses of Firms Involved in Many Acquisitions”. in: *Journal of Business Finance & Accounting* 34 (7-8 2007).
- [5] G. ATHANASSAKOS. “Valuing Internet Ventures”. in: *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis* 2 (1 2007).
- [6] D. BAKER. *The Run-Up in Home Prices: Is It Real or Is It Another Bubble?* Working Paper. Center for Economic e Policy Research, 2002.
- [7] R. BALL e P. BROWN. “An empirical evaluation of accounting income numbers”. in: *Journal of accounting research* 6.2 (1968).
- [8] M. J. BENNET. *Does Ownership Structure Affect Corporate Performance? Evidence from the Divestiture Market*. Working Paper. Milton, MA: Curry College, 2007.
- [9] P. BORDOGNA. “La catena del valore nella New Economy”. in: *Sapient, SDA Bocconi* (4 apr. 2000).
- [10] P. F. CAMUSSONE. *Il Sistema Informativo Aziendale*. Milano: Etas Libri, 1998.
- [11] J. C. COX, S. A. ROSS e M. RUBINSTEIN. “Option Pricing, A Simplified Approach”. in: *Journal of Financial Economics* 7.3 (1979).
- [12] A. DAMODARAN. *The Dark Side of Valuation: Firms with no Earnings, no History and no Comparables. Can Amazon.com be valued?* New York: Stern School of Business, 2000.
- [13] A. DAMODARAN. *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*. Financial Times/Prentice Hall, 2001.

- [14] J. C. DOLLEY. “Characteristics and procedure of common stock split-ups”. in: *Harvard Business Review* 11.3 (1933).
- [15] A. ELBERSE. “Should You Invest in the Long Tail?” In: *Harvard Business Review* 86.7/8 (2008), pp. 88–96. ISSN: 00178012.
- [16] L. ELLIOT. “Credit Crisis - how it all began”. in: *guardian.co.uk* (ago. 2008). URL: <http://www.guardian.co.uk/2008/aug/05/northernrock.banking>.
- [17] E. F. FAMA. “Efficient Capital Markets: A Review of The Theory and Empirical Work”. in: *Journal of Finance* 25.2 (mag. 1970).
- [18] E. F. FAMA et al. “The adjustment of stock prices to new information”. in: *International Economic Review* 10.1 (5 feb. 1969).
- [19] F. FONTANA e M. CAROLI. *Economia e gestione delle imprese*. Milano: McGraw-Hill, 2006.
- [20] J. GELL, J. KENGELBACH e A. ROOS. *Be Daring When Others Are Fearful*. rapp. tecn. The Boston Consulting Group, 2009.
- [21] J. GELL, J. KENGELBACH e A. ROOS. *The Return of the Strategist*. rapp. tecn. The Boston Consulting Group, 2008.
- [22] M. GOERGEN e L. RENNEBOOG. “Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids”. in: *European Financial Management* 10 (1 2004).
- [23] M GORDON e E. SHAPIRO. “Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit”. in: *Management Science* (ott. 1956).
- [24] F. GUIJARRO MARTINEZ e I. MOYA CLEMENTE. *The Added Value of Non-Financial Information in Internet Firms Pricing*. Working Paper. Valencia, España: Universidad Politécnica de Valencia.
- [25] J. HAGEL III e A. G. ARMSTRONG. *Net Gain. Creare nuovi mercati con Internet*. Milano: Etas Libri, 1997.
- [26] P. HILL. “Wall Street stunned by funds freeze”. in: *The Washington Times* (10 ago. 2007), p. 1.
- [27] J. C. HULL. *Opzioni, Futures e Altri Derivati*. Pearson Education, 2006.
- [28] M. C. JENSEN. “Takeovers: Folklore and science”. in: *Harvard Business Review* 62.6 (1984).
- [29] R. KALAKOTA e M. ROBINSON. *e-Business. Come avviare un'impresa di successo in Internet*. Milano: Apogeo, 1999.
- [30] O. KHARIF. “EBay’s Skype Bubble Bursts”. in: *BusinessWeek.com* (1 ott. 2007). URL: http://www.businessweek.com/technology/content/oct2007/tc2007101_499889.htm.

- [31] J. KITCHING. “Why do mergers miscarry?” In: *Harvard Business Review* 45.6 (1967).
- [32] G. KOOP. *Logica statistica dei dati economici*. Torino: UTET, 2001.
- [33] J. KOTZEN et al. *Winning Through Mergers in Lean Times: The Hidden Power of Merger and Acquisitions in Periods of Below-Average Economic Growth*. rapp. tecn. The Boston Consulting Group, 2003.
- [34] “Lehman Brothers Holdings Inc. Announces it Intends to File Chapter 11 Bankruptcy Petition”. Press Release. 15 set. 2008. URL: http://www.lehman.com/press/pdf_2008/091508_lbhi_chapter11_announce.pdf.
- [35] M. LIVIAN. *Valutazioni.com. Strategie e investimenti nella Net Economy*. Milano: Egea Bloomberg, 2000.
- [36] M. MASSARI e L. ZANETTI. *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*. 2^a ed. Milano: McGraw-Hill, 2007.
- [37] C. A. MONTGOMERY e H. SINGH. “Diversification strategy and systematic risk”. in: *Strategic Management Journal* 5 (1984).
- [38] E. MONTI. *Manuale di finanza per l'impresa. Teoria e pratica*. Torino: UTET, 2005.
- [39] J. H. MULHERIN e A.L. BOONE. “Comparing acquisitions and divestitures”. in: *Journal of Corporate Finance* 73 (2000).
- [40] “Nielsen Online Announces October U.S. Search Share Rankings”. Press Release. 25 nov. 2008. URL: http://www.nielsen-online.com/pr/pr_081125.pdf.
- [41] F. NORRIS. “A New Kind of Bank Run Tests Old Safeguards”. in: *The New York Times* (10 ago. 2006). URL: http://www.nytimes.com/2007/08/10/business/10liquidity.html?_r=1.
- [42] A. ODLYZKO e B. TILLY. *A refutation of Metcalfe's Law and a better estimate for the value of networks and network interconnections*. Digital Technology Center, University of Minnesota 2005.
- [43] F. PERRINI. *e-valuation. Valutare le imprese internet*. Milano: McGraw-Hill, 2000.
- [44] F. PERRINI. “Economia & Management”. in: Milano: Etas Libri, 2000. cap. Innovazione, struttura finanziaria e valore d'impresa.
- [45] M. E. PORTER. *Competitive Advantage*. New York: Free Press, 1985.
- [46] M. E. PORTER. *Competitive strategy, Techniques for analyzing industries and competitors*. New York: The Free Press, 1980.

- [47] M. E. PORTER. "From competitive advantage to corporate strategy". in: *Harvard Business Review* 65.3 (1987).
- [48] M. E. PORTER. "What is strategy". in: *Harvard Business Review* (gen. 2000).
- [49] S. RAJGOPAL, S. KOTHA e M. VENKATACHALAM. *The Relevance of Web Traffic for Stock Prices of Internet Firms*. 2000.
- [50] R. RUMELT. *Strategy, Structure and Economic Performance*. Boston: Harvard Business School Press, 1986.
- [51] F. M. SCHERER et al. *The Economics of Multi-Plant Operation*. Cambridge: Harvard University Press, 1975.
- [52] H. SINGH e C. A. MONTGOMERY. "Corporate Acquisition Strategies and Performance". in: *Strategic Management Journal* 8.4 (lug. 1987).
- [53] E. SOMMA e E. PERRINI. "Così il B2B crea valore". in: *Il sole 24 ore* (21 ago. 2000).
- [54] M. SUBRAMANI e E. WALDEN. "The Impact of E-Commerce Announcements on the Market Value of Firms". in: *Information System Research* 12.2 (giu. 2001).
- [55] F. TRAUTWEIN. "Merger motives and merger prescriptions". in: *Strategic Management Journal* 11.4 (mag. 1990).
- [56] L. TRIGEORGIS e S. P. MASON. "Valuing Managerial Flexibility". in: *Midland Corporate Finance Journal* 1 (1987).
- [57] K. UHLENBRUCK, M. A. HITT e M. SEMADENI. "Market value effects of acquisitions involving internet firms: a resource-based analysis". in: *Strategic Management Journal* 27.10 (ott. 2006).
- [58] H. R. VARIAN. *Microeconomia*. Venezia: Cafoscarina, 2002.