

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

La valutazione di M&A nel settore Internet

Riassunto

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

Candidato:
Giovanni Tufo
Matr. 606701

Anno Accademico 2008/2009

Indice

1	Le caratteristiche del settore	1
1.1	Aspetti generali del settore	1
1.2	I modelli di business	1
1.2.1	La creazione del valore	2
2	Motivazioni strategiche	4
2.1	Teorie delle motivazioni strategiche	5
2.2	La correlazione come spinta per le acquisizioni	6
2.2.1	Vantaggi potenziali	7
3	Metodi di valutazione	8
3.1	I metodi tradizionali	8
3.1.1	La valutazione basata sui flussi	8
	Il metodo finanziario	9
3.1.2	La valutazione basata sui multipli	10
3.2	Le <i>Opzioni Reali</i>	10
3.3	La valutazione attraverso l'EVA	11
4	Analisi dei rendimenti	13
4.1	Letteratura sugli event study	13
4.1.1	Event study e M&A	14
4.1.2	Letteratura su M&A e Internet	14
5	Analisi dei risultati	16
5.1	Dati	16
5.2	Analisi delle acquisizioni	17
5.3	Confronto tra i due periodi	18
5.3.1	Confronto tra le acquisizioni correlate	18
5.3.2	Confronto tra le acquisizioni non correlate	19

Capitolo 1

Le caratteristiche del settore

1.1 Aspetti generali del settore

Mentre per la maggior parte delle imprese vale la legge dei *rendimenti decrescenti*, per le imprese della Net Economy spesso vale la legge contraria, ossia la legge dei *rendimenti crescenti*. 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.

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.

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.

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)*, il *Business to Consumer (B2C)* e il *Consumer to Consumer (C2C)*.

1.2.1 La creazione del valore

Nella tradizionale catena del valore¹, 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 cliente², al fine di ottimizzare la *customer experience*.

¹Cfr. M. E. PORTER. *Competitive strategy, Techniques for analyzing industries and competitors*. New York: The Free Press, 1980.

²Cfr. R. KALAKOTA e M. ROBINSON. *e-Business. Come avviare un'impresa di successo in Internet*. Milano: Apogeo, 1999.

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 è in grado sicuramente di creare valore e di ridefinire le regole del gioco.

Capitolo 2

Motivazioni strategiche

Come evidenziato nel Capitolo 1, il principale *driver* del valore delle imprese internet è la *crescita*. Questa può avvenire internamente o esternamente. In questo ultimo caso, la crescita è alimentata dalle acquisizioni¹ 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 interna². 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.

¹Nel resto del capitolo si userà il termine acquisizioni, ma si intenderanno in generale tutte le operazioni di acquisizione e fusione.

²Cfr. H. SINGH e C. A. MONTGOMERY. "Corporate Acquisition Strategies and Performance". In: *Strategic Management Journal* 8.4 (lug. 1987).

Analizzando i percorsi strategici relativi alle acquisizioni, si nota che si possono dividere le strategie competitive alla base delle operazioni in due livelli³. 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.

2.1 Teorie delle motivazioni strategiche

Si possono individuare sette principali teorie che riguardano le motivazioni strategiche delle acquisizioni e delle fusioni⁴ 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*.

1. la teoria dell'efficienza;

2. la teoria del monopolio;

³Cfr. F. TRAUTWEIN. "Merger motives and merger prescriptions". In: *Strategic Management Journal* 11.4 (mag. 1990).

⁴Cfr. 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.

3. la teoria della valutazione;
4. la teoria dell'interesse dei manager;
5. la teoria dei processi decisionali;
6. la teoria dell' "assaltatore";
7. la teoria dei disturbi.

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 coinvolte⁵. 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. La correlazione può essere inoltre espressa in base a tre criteri⁶: *intensità*, *direzione* e *fattori di*

⁵Cfr. F. FONTANA e M. CAROLI. *Economia e gestione delle imprese*. Milano: McGraw-Hill, 2006.

⁶Cfr. F. FONTANA e M. CAROLI. *Economia e gestione delle imprese*. Milano: McGraw-Hill, 2006.

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.

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.

Capitolo 3

Metodi di valutazione

3.1 I metodi tradizionali

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.

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. 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.

Il metodo finanziario

Il metodo finanziario si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa generati dall'impresa. La formula generale del metodo finanziario è:

$$W = \sum_{t=0}^T \frac{F_t}{(1+k)^t} \quad (3.1)$$

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;
- 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.

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.

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.

I multipli di tipo *Enterprise* permettono di giungere direttamente alla stima del valore del capitale, mentre i multiply *Equity* permettono di giungere alla stima attraverso la differenza tra il valore del capitale operativo e il valore di mercato dei debiti finanziari.

3.2 Le Opzioni Reali

Con questo approccio, le opportunità strategiche¹ 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 come²:

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

¹dette *opzioni di sviluppo*.

²Cfr L. TRIGEORGIS e S. P. MASON. "Valuing Managerial Flexibility". In: *Midland Corporate Finance Journal* 1 (1987).

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.

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.

3.3 La valutazione attraverso l'EVA³

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

³EVA[®] è un marchio registrato da Stern Stewart & Co.

capitale azionario. In simboli:

$$EVA = NOPAT - WACC \times CI \quad (3.2)$$

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.

Capitolo 4

Analisi dei rendimenti

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.

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)¹, 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)² e FAMA et al. (1969)³.

¹Cfr. J. C. DOLLEY. "Characteristics and procedure of common stock split-ups". In: *Harvard Business Review* 11.3 (1933).

²Cfr. R. BALL e P. BROWN. "An empirical evaluation of accounting income numbers". In: *Journal of accounting research* 6.2 (1968).

³Cfr. 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 fattori che possono spingere l'acquirente a pagare un prezzo troppo alto e trasferire così ricchezza agli azionisti della società target. Un'altra conclusione interessante è quella a cui giungono ANTONIOU, PETMEZAS e ZHAO (2007)⁴; in questo studio si evidenzia come i rendimenti maggiori per gli acquirenti siano quelli delle operazioni che riguardano un private target.

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)⁵, 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*⁶, che da parte di imprese *online*, comporta una valutazione positiva da parte del mercato. Un altro studio, SUBRAMANI e WALDEN (2001)⁷, si pone invece l'obiettivo di valutare il rendimento per gli azionisti delle società che intraprendono l'attività

⁴Cfr. 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).

⁵Cfr. 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).

⁶Che, cioè, basano prevalentemente la loro attività in settori tradizionali.

⁷Cfr. 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).

di commercio elettronico, analizzando i rendimenti generati da 251 iniziative di e-commerce annunciate tra ottobre e dicembre 1998.

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. Inoltre, si è voluto analizzare la possibilità che l'attuale crisi finanziaria abbia avuto ripercussioni sull'attività di M&A nel settore.

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

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)

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

dagli annunci di operazioni di acquisizioni o fusioni.

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

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 im-

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

Tabella 5.5: 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

Tabella 5.6: 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

mediatamente 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.

5.3 Confronto tra i due periodi

La Tabella 5.5 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.

5.3.1 Confronto tra le acquisizioni correlate

Analizzando le sole acquisizioni correlate, la Tabella 5.6 ci mostra che p assume un valore piuttosto contenuto. Questo sta ad indicare che l'avvento della

Tabella 5.7: 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

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), le varianze sono simili e molto basse.

5.3.2 Confronto tra le acquisizioni non correlate

La Tabella 5.7 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.