

La valutazione finanziaria delle operazioni di M&A nel settore ICT

RELATORE

Prof. Raffaele Oriani

CANDIDATO

Simone Enrico Angeleddu

Matr. 639521

CORRELATORE

Prof. Eugenio Pinto

ANNO ACCADEMICO 2013/2014

Introduzione

L'importanza strategica attribuita alle fusioni e acquisizioni è nota dai tempi delle prime due *Mergers Waves* negli Stati Uniti, durante la prima metà del '900, ed è resa ancora più evidente, oggi, dal sempre maggior numero di operazioni effettuate negli ultimi anni, soprattutto come strumento di crescita e sviluppo, ma anche di consolidamento della propria posizione competitiva. In particolare, questo lavoro vuole analizzare le M&A riferite ad un settore in crescita e alquanto vivace in termini di operazioni di finanza straordinaria, qual è appunto l'ICT. L'obiettivo è quello di cogliere non soltanto le peculiarità della valutazione finanziaria di un'operazione di M&A, ma anche di comprenderne le caratteristiche in riferimento a tale settore, analizzando quali siano motivazioni e value drivers tipici, da cui partire per poi effettuare una stima del valore complessivo dell'operazione.

Un'operazione di M&A è costituita da più fasi: una fase preparativa, di *strategy*, una di *screening*, in cui individuare le potenziali target, una fase valutativa, di analisi finanziaria, una di *due diligence*, che ricopre diverse attività di controllo, dagli aspetti legali, a quelli operativi, dall'indagine sulla situazione finanziaria, alla valutazione del management, una fase di negoziazione, che coinvolge le decisioni riguardanti il prezzo e i metodi di pagamento e, infine, una fase di integrazione, successiva all'accordo, che si occupa degli aspetti relativi al consolidamento dell'unione delle entità partecipanti all'operazione.

La terza fase quindi riguarda l'analisi delle caratteristiche della target, per poterne studiare punti di forza e di debolezza, cogliendone i *value drivers*, anche in relazione alla futura integrazione con l'acquirente, in modo da stimarne un presumibile range di valori, che sarà poi la base di partenza per la successiva fase di negoziazione. Proprio su questa terza fase, la valutazione finanziaria, si focalizzerà il seguente elaborato.

Nel primo capitolo, si prenderanno in rassegna i principali metodi tecnici valutativi, descrivendone le caratteristiche e la maggiore o minore aderenza alle società del settore ICT.

Nel secondo capitolo, si tratteranno i vari stadi della fase valutativa di un'operazione di M&A, mettendo in evidenza per ognuno di essi le procedure e gli obiettivi ad esse preposte.

Nel terzo capitolo, si presenterà il settore, sottolineandone l'eterogeneità e le caratteristiche competitive e operative, con un breve sguardo ai dati statistici relativi alle operazioni di M&A nell'ICT, effettuate negli ultimi anni.

Il capitolo quarto analizzerà invece le determinanti del valore di queste operazioni, facendo riferimento agli specifici *value drivers* che caratterizzano le società di tale macro-settore.

Il quinto e ultimo capitolo presenterà inizialmente il comparto Social Media e, in seguito alla descrizione delle caratteristiche delle imprese ivi operanti, si passerà all'analisi del caso Facebook-WhatsApp, come momento di contestualizzazione di quanto discusso a livello teorico nei precedenti capitoli.

Nella parte finale dell'elaborato, si spenderanno alcune considerazioni riguardo alle complessità valutative legate al settore ICT, soprattutto in un'ottica internet – social media, si rifletterà sull'importanza degli impatti delle M&A sulla performance tecnologica post-operazione e, infine, si discuteranno i risultati e le conclusioni a cui si sarà giunti, relativamente al caso Facebook-WhatsApp.

Capitolo 1 Le metodologie valutative dell'operazione

Il primo modello presentato è l'approccio DCF (*Discounted Cash Flow*), ovvero il metodo di analisi valutativa dei flussi di cassa scontati, uno dei più utilizzati, anche se nell'ambito del settore ICT si possono riscontrare alcune difficoltà rispetto che nel caso della valutazione di imprese della cosiddetta *old economy*.

Il sistema *asset side* è basato sul calcolo dei flussi di cassa residui relativi agli *stakeholders* e non soltanto agli azionisti, cioè i *Free Cash Flow to the Firm* o FCFF. Per quanto riguarda il tasso di sconto da applicare, solitamente gli analisti adoperano il WACC stimato della target, anche se è spesso convinzione comune, nella pratica più che per i teorici, che il tasso debba essere quello di rendimento minimo nell'ottica dell'acquirente (*acquirer's hurdle rate*). Per il *Terminal Value* si adoperano invece due metodi: quello dei multipli di uscita oppure il classico metodo della crescita perpetua.

Il risultato finale ottenuto attraverso lo sconto dei FCFF e del TV è l'*Enterprise Value*. In alternativa, il sistema *asset side* adopera il metodo del Valore Attuale modificato, distinguendo due tipologie di *cash flow*, la parte collegata alle decisioni operative e di investimento e la parte dipendente da quelle di finanziamento dell'impresa, che considera così separatamente il valore dello scudo fiscale associato al debito oneroso dell'azienda, che nel metodo precedente è implicitamente racchiuso nel WACC. In questo caso, il tasso di sconto sarà un costo del capitale unlevered, per la parte relativa ai flussi di cassa operativi, e un tasso che si assesta tra il costo del debito e il costo del capitale unlevered, a seconda delle caratteristiche della leva finanziaria della società.

Il terzo approccio DCF è quello attraverso FCFE, di tipo *equity side*, in quanto consente di stimare in maniera diretta il valore equity dell'impresa. La differenza rispetto agli altri due metodi è il diverso calcolo dei flussi di cassa, che ora considera

esclusivamente la liquidità residua destinata agli azionisti, e il tasso di sconto ad essi applicato, che deve riflettere il rischio di capitale netto.

Dato che il metodo DCF può comportare alcune difficoltà nella trattazione di imprese operanti nel settore ICT, Damodaran propone un sistema alternativo, basato sempre sui flussi di cassa scontati, che si adatta ad imprese giovani, senza o con poche comparabili e con utili negativi. Vi sono tre opzioni sfruttabili: la normalizzazione degli utili, effettuare proiezioni su ricavi e margini fino al periodo di stabilità, oppure tener presente le momentanee problematiche relative ad una leva finanziaria eccessivamente alta, ipotizzando che questa vada a ridursi fino al livello ottimale, dopo un periodo di aggiustamento. Nel caso in cui non vi siano solo utili negativi, ma anche difficoltà nel trovare comparabili, l'organizzazione delle informazioni deve basarsi su più fonti: dagli ultimi dati riguardanti l'impresa, ai valori medi del settore in cui opera, fino a considerare tutte le caratteristiche dell'impresa, dai suoi vantaggi competitivi, alle barriere all'entrata e all'uscita. Tutto ciò consentirà di poter effettuare migliori stime su ricavi ed utili, durante il periodo di assestamento, prima del raggiungimento della stabilità.

Un altro approccio è quello basato sulla valutazione relativa, attraverso l'utilizzo di multipli, dove questi consistono in un rapporto tra due variabili, spesso finanziarie, ma non solo. Il numeratore è solitamente una grandezza riferita al capitale di rischio, come il prezzo per azione, oppure al valore complessivo, come l'Enterprise Value, mentre il denominatore, che deve essere coerente con il primo, ha l'obiettivo di standardizzare le variabili a numeratore rendendo possibile una valutazione che si basa su come sono prezzate imprese dalle caratteristiche simili. Oltre ai multipli classici, ve ne sono anche di caratteristici del settore, nella fattispecie il multiplo EV/users, in cui il denominatore si riferisce al numero di utenti attivi su una determinata piattaforma, internet oppure di comunicazione. Tra i multipli adottati nella valutazione relativa, si distinguono i multipli di mercato e quelli basati sulle recenti transazioni, i quali pertanto includono anche l'eventuale *control premium* relativo all'operazione di M&A a cui si riferiscono.

Un ulteriore metodo, basato su un modello *excess return*, è quello dell'EVA (*Economic Value Added*), che ha la caratteristica di individuare l'abilità dell'impresa a generare nuova ricchezza. L'EVA infatti è una misura del surplus prodotto dagli investimenti in essere dell'impresa, dopo aver remunerato capitale di debito ed equity.

$$EVA = (ROIC - \text{Costo del capitale}) \times \text{Capitale investito} = \text{NOPAT} - (\text{Costo del capitale} \times \text{Capitale investito})$$

Il metodo di analisi è simile a quello della valutazione DCF, in quanto l'EV è calcolato dall'attualizzazione del valore economico aggiunto previsto per ogni anno, sia dalle attività esistenti, che dai progetti futuri.

Un approccio innovativo è poi costituito dalla valutazione tramite opzioni reali, la quale ben si adatta al settore tecnologico e quindi anche all'ICT. L'ipotesi di fondo è che le opportunità di crescita, costituite da progetti e investimenti futuri, siano valutabili portando i sistemi di *pricing* delle opzioni finanziarie sul terreno degli investimenti reali. Trattando questi ultimi come delle opzioni, appunto le "opzioni reali", si adottano i metodi, quali il modello Black-Scholes-Merton e l'approccio con alberi binomiali, per poter stimare il valore di tali opportunità.

Capitolo 2 Il processo di valutazione finanziaria nelle M&A

Il processo valutativo di una società oggetto di un'operazione di M&A richiede cinque fasi, legate l'una all'altra, che hanno l'obiettivo di stimare un corretto range di valore dell'operazione, attraverso più step di raccolta e analisi di informazioni e di calcolo di una stima.

La prima fase è basata sull'identificazione e selezione delle imprese candidate come target, valutando le potenzialità della transazione come buon investimento (operazioni *deal driven*) o come manovra strategica (operazioni *plan driven*);

Una volta identificata la società considerata ottimale in base agli obiettivi dell'operazione, la seconda fase si focalizza sull'analisi delle performance storiche della target, per assicurare che quest'ultima risulti affidabile a livello finanziario, ma anche per comprenderne il business model e le caratteristiche operative. È questa la cosiddetta *Financial Review*, scomposta a sua volta nell'analisi dei *ratio* aziendali (*ratio analysis*), consistente nell'esame delle relazioni tra diversi valori di stato patrimoniale, conto economico e rendiconto finanziario, e nell'analisi dei flussi di cassa (*cash-flow analysis*), che prevede l'individuazione delle differenti fonti e lo studio dei vari usi dei flussi di cassa, da parte della target.

La terza fase ha come obiettivo la previsione della futura performance societaria, attraverso la creazione di un prospetto contabile pro forma. Il fondamentale punto di partenza per la stima di valore di un'impresa è infatti la preparazione di un completo ed accurato calcolo della sua operatività, step che richiede una visione e uno studio dettagliati dell'ambiente in cui la target è attiva, identificando i driver di costo e di ricavo, che portino ad una previsione sulla futura operatività e redditività dell'impresa.

La quarta fase è invece riferita all'applicazione dei metodi tecnico valutativi visti nel precedente capitolo, per ottenere un range di stima del valore complessivo. Per cui, una volta a disposizione i dati prospettici, è possibile partire con la valutazione stand alone della target, cioè il valore del suo business singolarmente considerato, e successivamente, si valuta il valore consolidato, includendo gli effetti delle possibili

sinergie tra acquirente e impresa target. Queste ultime sono la componente caratteristica delle operazioni di M&A, in quanto in questo ambito l'analisi non può basarsi esclusivamente sulle caratteristiche della target presa singolarmente, ma deve ricomprendere anche i profili derivanti dall'unione di più fattori, riferiti sia alla target stessa, che all'acquirente, la cui azione congiunta determina effetti differenti dalla semplice addizione come fattori presi singolarmente. L'obiettivo è perciò quello di stratificare il valore delle M&A nelle sue componenti, per ottenere infine un range di stima della valutazione complessiva dell'operazione.

L'ultima fase attiene all'analisi della sensitività, sul valore della target, delle assunzioni chiave adottate nel procedimento di valutazione. Si valuta come alcune variazioni di variabili determinanti possano influire sulle previsioni dell'analisi pro forma e sulle conseguenti stime di valore. Per cui, attraverso simulazioni con analisi di sensitività e per scenario, o simulazioni Monte Carlo, vengono forniti spunti di riflessione relativamente all'importanza delle assunzioni di base ed è possibile comprendere al meglio le determinanti della performance e del valore della società.

Il processo valutativo di un'operazione di M&A è un'operazione alquanto delicata, data la presenza di diverse insidie e la possibilità di distorsioni e ed errori, in fase di analisi e soprattutto di previsione, che possono condurre al rischio di *overpaying* e quindi alla ben nota situazione della "maledizione del vincitore" o "*winner's curse*", in cui è l'aggiudicazione stessa della target, battendo la concorrenza con un rilancio eccessivo, a portare alla distruzione de valore per gli azionisti dell'impresa acquirente.

Capitolo 3 M&A nel settore ICT

L'ICT è un settore molto vasto, cha ha iniziato a svilupparsi a partire dai primi anni '90, per poi avere una forte espansione negli anni 2000, particolarmente con il comparto internet. Si può dire che oggi costituisca una delle leve principali del sistema economico e dell'innovazione. Inoltre il suo sviluppo, le risorse e le tecnologie in esso adoperate sono state talmente rivoluzionarie e pervasive, da essere assegnata loro la definizione di *general purpose technologies*, ovvero tecnologie in grado di influenzare l'economia a livello globale, grazie alla capacità potenziale di alterare la stessa società, attraverso un forte impatto sulle pregresse strutture economiche e sociali.

Il settore ICT si qualifica per un alto livello di innovatività di processi, servizi e prodotti ad esso riferiti, innovatività che presenta una forte dinamicità, che è causa della continua ridefinizione dei confini e delle classi di attività economica in esso esercitate. La rapidità di introduzione di nuovi prodotti, unita all'integrazione di tecnologie, ha reso i ritmi di obsolescenza delle operazioni di classificazione del settore, alquanto elevate.

La possibilità di poter perimetrare l'ICT è inoltre aggravata dall'aumento della sovrapposizione tra tecnologie dell'informazione, cioè il comparto IT, le telecomunicazioni e l'industria dei contenuti, detta anche *Information content* (case di produzione cinematografica, le società dei media, ecc.).

A tal proposito è quindi intervenuto, nel 2007, l'OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) proponendo una tassonomia del settore ICT, basata sulla classificazione di 3 gruppi o layers di suddivisione delle diverse imprese operanti in questo settore. Si è individuata una componente manifatturiera, una componente legata alla distribuzione e al commercio e, infine, una componente dei servizi intangibili. Questa soluzione ha l'obiettivo di identificare l'ICT in maniera precisa, includendo tutta l'area delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, così come l'industria dei contenuti.

Perciò, tale settore, in ultima istanza, è formato da una intricata relazione di tecniche, metodologie, scienze, strumenti, che hanno lo scopo di ottimizzare e migliorare nel tempo operazioni di raccolta, trasmissione ed elaborazione dei dati, di progettazione di sistemi di produzione degli stessi, di sviluppo di criteri per le scelte decisionali e, in generale, tutte quelle operazioni indirizzate alla elaborazione e diffusione di informazioni e conoscenza. È proprio in questi aspetti che si può denotare l'enorme varietà di tale settore rispetto ad altri.

Nel settore ICT, la produzione di servizi e prodotti ad elevato contenuto di informazione rende le dinamiche e le logiche di competizione assai differenti rispetto a quelle di altri settori, dando vita a condizioni e situazioni peculiari, proprie di questo ambiente, dalle quali emergono opportunità e limitazioni specifiche. A riguardo, vi sono fattori come l'elevato grado di costi fissi, le esternalità di rete, la rapidità di obsolescenza e quindi di rinnovamento tecnologico, il cosiddetto effetto *lock in*, la molteplicità delle conoscenze e delle tecnologie utili per operare, l'incertezza nei mutamenti delle condizioni di mercato e nella loro stima e l'abilità nel riuscire a cogliere le temporanee *strategic windows*, che vi si presentano.

Le M&A assumono, in tale ambito, un ruolo fondamentale per quanto attiene la crescita. Nell'ambiente dell'Information and Communication Technology, le acquisizioni strategiche sono molto frequenti e sono la tipologia predominante. Le linee guida di un'acquisizione strategica nel settore ICT sono solitamente: l'accrescimento delle quote di mercato, l'aver accesso a nuove tecnologie, nuovi prodotti o servizi e le economie di scala.

Il settore ICT è un settore con un altissimo numero di operazioni di fusioni e acquisizioni, rispetto alla media di altri settori, favorite dai numerosi e importanti processi di deregolamentazione e di convergenza tecnologica. Dai dati forniti dal

rapporto annuale dell'OECD, nel 2000, anno che ha costituito il periodo più intenso per le operazioni di M&A, più del 30% delle acquisizioni e fusioni cross-border ha avuto, come soggetti in questione, imprese operanti nei settori dell'informatica e delle telecomunicazioni, come tali rientranti nel macro comparto dell'ICT. La fascia temporale, compresa tra il 1995 e il 2007, ha registrato 16.710 operazioni di concentrazione che hanno riguardato l'ICT, mentre 12.883 hanno avuto come acquirenti imprese del suddetto settore.

Nel caso del settore ICT, le motivazioni strategiche che portano ad operazioni di M&A riguardano non solo le motivazioni generali, quali l'integrazione verticale, sia a monte che a valle, l'incremento del potere di mercato, l'espansione geografica, lo sfruttamento delle economie di scala o di scopo, la diversificazione, ecc., ma anche la necessità di accedere a nuova tecnologia e a determinate competenze.

La conoscenza (knowledge), intesa nel senso di competenze tecniche (skills), è un punto prioritario in questo settore e una delle caratteristiche ricercate nelle imprese target e tale da determinarne l'eventuale acquisizione. Perciò la conoscenza tacita accumulata dal capitale umano della target nel corso degli anni, così come la tecnologia di alto livello protetta da brevetti e licenze, essendo proprio risorse critiche, difficili da ottenere o da poter imitare, spingono le imprese a scegliere la via della concentrazione come soluzione strategica preferibile rispetto allo sviluppo interno.

In buona parte legato a questo aspetto, è poi il movente strategico riferito al rinnovamento e al proprio accrescimento, come strumento per rafforzare i propri vantaggi competitivi e rafforzare la propria posizione all'interno del settore.

Capitolo 4 Le determinanti del valore delle M&A nell'ICT

Determinare il valore di un'impresa ICT è un compito tutt'altro che semplice, non soltanto per le problematiche riguardanti la relativa incertezza, che costituisce una caratteristica peculiare di tale settore, ma anche perché l'ICT è un macro-comparto molto eterogeneo e composto a sua volta da altri sotto-settori. Questi comprendono complessi network, telefonia fissa e mobile, imprese internet e social media, software ed e-commerce, produzione di attrezzature per la comunicazione e prodotti di elettronica per l'audio e il video. Tutto questo enorme panorama complesso è ovviamente caratterizzato da modelli di business eterogenei e da specificità dell'ambiente in cui ogni impresa si trova ad operare.

Nel caso delle società internet e fornitrici di software e i social media, un comune aspetto valutativo è il basso rapporto tra asset materiali e immateriali. Fondamentale è

infatti il capitale umano, la stock tecnologico posseduto e il network di distribuzione del servizio esistente.

Passando, invece, a considerare le società operanti nel settore delle telecomunicazioni, come le imprese di telefonia fissa e mobile, delle telecomunicazioni satellitari, dei fornitori di servizi di connessione internet e così via, così come quelle operanti nel settore della fabbricazione di componenti elettroniche di consumo audio e video e di apparecchiature per le telecomunicazioni, le determinanti del valore si differenziano ulteriormente. Questo comparto infatti è caratterizzato da una forte presenza sia di asset immateriali che di asset materiali. È molto importante, come determinante del valore, la qualità della proprietà intellettuale, ma anche l'infrastruttura fisica, composta da apparecchiature, computer, server, cablaggi, amplificatori di segnale, i quali sono indispensabili e costituiscono investimenti in asset fisici alquanto cospicui.

Come è possibile notare, quindi, l'eterogeneità del macro-comparto ICT rende la valutazione tutt'altro che semplice. È necessario comprendere fin da subito quali sono i driver del valore di un'impresa operante in tale settore, in modo da poterne distinguere le specificità e comprenderne appieno le caratteristiche, in modo tale da poter adattare al meglio i metodi valutativi alla realtà sottostante.

In particolare, per quanto riguarda le *intangibles*, ovvero quelle attività, che secondo un'ottica *resource based* non sono dotate di fisicità e dalle quali ci si attendono benefici economici futuri, è bene coglierne le varie componenti, quali software, proprietà intellettuale, capitale relazionale, capacità organizzative e così via. A differenza delle attività materiali, le *intangibles* sono caratterizzate da tre fattori: la tecnologia e l'innovazione, le competenze organizzative e infine il capitale umano, che ricomprende le risorse umane e la formazione del personale.

È possibile poter dare una definizione ampia e arricchita di risorse immateriali, come quelle attività non fisiche che costituiscono le determinanti di valore, legate ad abilità e particolari capacità del personale, al sistema organizzativo aziendale adottato, alle risorse gestionali, al network di relazioni con i vari partner e gli stakeholder.

Tra i criteri valutativi degli asset immateriali, si devono considerare quattro possibili metodi: il metodo del costo; il metodo del mercato; il metodo del reddito; il metodo delle opzioni reali.

Tra le *intangibles*, merita una considerazione a parte, il ruolo svolto dal capitale umano nello sviluppo del settore, come driver e componente chiave di valore di un'impresa ICT. Per descrivere il capitale umano, ci si può riferire a tre aspetti tra loro connessi: un primo attiene alle capacità, conoscenze ed educazione; il secondo riguarda il processo di accumulazione, riferito alle *skills* ottenibili attraverso il proprio percorso educativo-

formativo universitario, post-universitario e professionale; il terzo è invece legato ad una prospettiva economico-industriale, che vede il capitale umano anche come fonte primaria di produttività, uno stock di competenze e conoscenza, che creano valore aggiunto. Quanto alle caratteristiche del capitale umano, queste includono la spendibilità, la capacità di auto-generazione, la trasferibilità e la possibilità di essere condiviso.

Nella valutazione di un'impresa ICT, è bene poi che si abbiano anche presenti le possibili evoluzioni dell'azienda, così come del settore in cui essa opera. È, infatti, importante riuscire a cogliere quali sono le possibilità di sviluppo ulteriori, che si prospettano nel futuro. A riguardo, l'IDC (*International Data Corporation*), in un report riferito al 2015, ha individuato tra i possibili sviluppi, l'opportunità per la cosiddetta "terza piattaforma", ovvero il nuovo gruppo di tecnologie rivolte all'informatica e alle telecomunicazioni, come i social media, i dispositivi mobili, i sistemi informativi e di organizzazione di dati, di condurre ad economie di scala e di scopo, allo sviluppo di ulteriori nuove tecnologie basate proprio sulle precedenti, alla possibilità di nuove partnership, a nuovi accordi con i fornitori di servizi, all'incremento di conoscenza e apprendimento automatizzati, allo sviluppo di nuovi applicativi e software. Altri sviluppi possono provenire anche dalle cosiddette *horizontal opportunities*, cioè le opportunità di crescita che sfruttino l'utilizzo di determinati servizi non solo in ulteriori segmenti del mercato ICT di riferimento, ma anche in contesti nuovi.

Nella valutazione finanziaria di un'operazione di M&A, oltre all'analisi dei fondamentali dell'azienda, alla sua valutazione stand alone, alle opportunità di crescita futura e alle possibili sinergie conseguibili, è molto importante tenere in considerazione anche la capacità dell'operazione di influire sulla performance innovativa delle imprese.

A riguardo, uno spunto di riflessione ed indagine interessante sono stati forniti dai ricercatori di alcune università olandesi.

Adottando un modello di regressione binomiale negativo, questi studiosi hanno potuto testare gli impatti delle M&A che si sono ottenuti fino a 4 anni dopo l'inizio dell'operazione, con l'impatto totale analizzabile sommando gli effetti lungo il tempo.

Sulla base dei risultati ottenuti è stato possibile constatare che gli effetti delle M&A non tecnologiche non solo non hanno avuto un qualche contributo all'attività innovativa successiva all'operazione, ma anzi hanno avuto un impatto negativo a causa del loro possibile effetto distorsivo su diverse attività e sulle routine organizzative, durante il periodo di integrazione tra imprese. Quanto al positivo impatto delle M&A tecnologiche, lo studio ha messo in luce che, se la conoscenza di base acquisita è relativamente grande rispetto a quella dell'acquirente, questo può comportare serie conseguenze per l'integrazione delle attività di innovazione di entrambe le imprese, con un impatto

negativo complessivo sulla futura performance innovativa. Riguardo all'interdipendenza tra base di conoscenza acquisita e posseduta, questa risulta un fattore determinante nell'unione di stock di tecnologia, ma solo un certo grado di differenziazione tra competenze, non eccessivo, arricchirà la base di conoscenza dell'impresa acquirente e migliorerà la propria performance innovativa. Ciò dimostra che, nei settori ad alta intensità di innovazione, la relazione tra l'interdipendenza tecnologica e la performance innovativa, risulta effettivamente essere curvilinea, con una forma U-shaped invertita.

Nella fase di valutazione finanziaria, oltre alle determinanti del valore direttamente osservabili, ve ne siano altre, tra cui la particolare classe di sinergie legate alle performance innovative, osservabili solo ex-post. Nella stima di queste ultime, perciò, un buon metodo per tenerne conto sarebbe proprio quello di considerare i dati storici di operazioni simili per ricavarne il relativo impatto, grazie alle conclusioni di studi orientati all'identificazione di questi effetti e alle cause scatenanti.

Capitolo 5 Il comparto Social Media e il caso Facebook-WhatsApp

Il 2014 ha visto il raggiungimento di un massimo storico nelle valutazioni delle principali società del settore ICT, in particolare per i comparti internet e social media il 2014 è stato ricco anche di operazioni di M&A, specialmente acquisizioni di startup, con somme complessive di danaro davvero ingenti, le quali costituiscono l'ulteriore dimostrazione della fenomenale crescita registrata in questi ultimissimi anni. Il motivo primario del loro successo risiede nel loro nuovo modello di creazione del valore, incentrato sull'esperienza della clientela, la *consumer experience*, sui nuovi metodi di lavoro condiviso e collaborazioni, che promuovono l'innovazione, e sull'attenzione riposta nella valorizzazione del capitale umano.

Il fatturato generato dalla cosiddette "Big Four" tra le società *internet based*, cioè Google, Apple, Facebook e Amazon (GAFA), è ormai tale da riuscire a raggiungere il PIL di alcuni Stati OCSE, evidenziando la supremazia ottenuta da queste società nel campo digitale. Queste società comprendono l'importanza degli investimenti per espandere la loro sfera di influenza ed eliminare possibili competitors. Un esempio di questa strategia è stata proprio l'operazione che ha portato all'acquisizione di WhatsApp da parte di Facebook, che aveva visto la prima sovrastare e definitivamente mettere in ombra la propria applicazione Messenger. Con questa acquisizione Mark Zuckerberg ha aperto ulteriori punti di accesso per i propri servizi, cosicché il totale

pagato potrebbe essere stato ben controbilanciato dall'incredibile crescita e dagli alti tassi di utilizzo degli utenti avuti finora da WhatsApp. Questa mossa, insieme con il nuovo focus sul settore mobile, è un segnale molto chiaro della volontà di Facebook di diventare il leader nel campo della comunicazione *digital-social*.

Una definizione generale descrive i Social media come gli strumenti informatici che consentono di creare, condividere o scambiare informazioni, idee, immagini e video, in comunità virtuali e network. Essi costituiscono, perciò, un gruppo di applicazioni *internet based* che si rifanno all'ideologia e al fondamento tecnologico del Web 2.0 e che consentono la creazione e lo scambio di contenuti multimediali creati dagli utenti. I Social Media sono poi dipendenti da tecnologie *mobile* e *web based*, per poter creare piattaforme integrate attraverso le quali sia possibile condividere, collaborare alla creazione, ma anche modificare i contenuti inseriti dagli utenti.

Tra i Social Media, merita una particolare attenzione, l'ambito dei Social Network, cioè dei siti che permettono ai propri user di connettersi, creando un proprio profilo tramite l'inserimento di informazioni personali, e di potersi collegare con amici e colleghi, visitando i loro profili e inviando messaggi o invitando chi ancora non è iscritto al social network.

Altro punto interessante è poi costituito dallo sviluppo del cosiddetto *mobile social media*, termine con il quale ci si riferisce alla combinazione tra dispositivi smartphone e i social media. Questo ha portato alla creazione di applicazioni "*mobile*" che consentono la pubblicazione e lo scambio di contenuti multimediali su social network, blog, messaggistica istantanea, *communities* di contenuti digitali (ad es. YouTube) e così via. Oggi, sempre più applicazioni social media tendono a migrare dai computer ai dispositivi mobili, favoriti in buona parte dall'ampia diffusione nell'utilizzo degli smartphone sia in Europa e Nord America, che nei Paesi emergenti.

La più importante operazione di M&A del 2014, nel comparto dei Social Media, è stata l'acquisizione di WhatsApp Inc. da parte di Facebook.

Facebook è un servizio online di social network, ovvero un servizio basato su di una struttura informatica impiegata per gestire reti di relazioni sociali nel Web, fondato il 4 febbraio del 2004, da Mark Zuckerberg, insieme ad alcuni suoi colleghi e amici di Harvard. Dieci anni dopo, nel gennaio 2014, la sua capitalizzazione di mercato è salita oltre i 134 miliardi di dollari, registrando, nello stesso periodo, un totale di 1,23 miliardi di utenti attivi sul sito ogni mese, di cui 945 milioni sono stati identificati, dalla società, come *mobile users*.

Whatsapp è, invece, una giovane startup tecnologica, una società non quotata nella sua fase iniziale di sviluppo, fondata nel 2009 da Jan Koum, poi divenutone CEO, e Brian Acton, e composta da un totale di 55 impiegati. Questa società offre WhatsApp

Messenger, un'applicazione di messaggistica istantanea multiplatforma per smartphone, che garantisce, oltre allo scambio di messaggi testuali, anche l'invio di file audio, immagine e video, con la possibilità di condividere la propria posizione con chiunque disponga di un dispositivo mobile e connessione internet, avendo installato l'applicazione. In poco tempo, lungo l'arco di quattro anni, la società è cresciuta tantissimo, arrivando quasi alla metà delle dimensioni di Facebook, per quanto concerne il totale di utenti mensilmente attivi sulla piattaforma.

Il 19 febbraio del 2014, Facebook Inc. annunciò l'acquisizione di WhatsApp Inc. per un totale di 19 miliardi di dollari, di cui 4 miliardi pagati tramite disponibilità liquide e la restante parte attraverso azioni proprie e RSU.

A partire dal 2013, Facebook aveva registrato un crescita dei propri utenti meno alta rispetto all'anno precedente, si segnalava infatti una crescita sempre più lenta, particolarmente nelle fasce d'età più giovani. Il social network americano iniziava ad assomigliare ad una società matura, cosa che però le permetteva di disporre di ingenti somme da poter adoperare per lo sviluppo tramite linea esterna. L'operazione di acquisto di WhatsApp Inc. risultava interessante per la possibilità di accrescimento del proprio numero di utenti, in particolare la componente più giovane, che ultimamente era diminuita. Inoltre la penetrazione sarebbe stata possibile anche in mercati in cui Facebook non aveva avuto grande accesso, come in diversi Paesi emergenti, in cui al contrario WhatsApp vantava un buon numero di abbonati.

Un'altra motivazione era collegata all'aumento della base informativa sui propri clienti, strategica per un'impresa che fonda la maggior parte dei suoi ricavi sulla pubblicità, come Facebook, che con informazioni addizionali avrebbe potuto perfezionare la propria attività di *targeted advertising*.

Tra le opportunità legate all'operazione, vi è da segnalare indubbiamente l'obiettivo del controllo della comunicazione online, facendo leva su una società come WhatsApp, risultata, negli ultimi anni, una vera e propria minaccia per le compagnie telefoniche, che hanno visti ridimensionare il volume dei messaggi testuali via SMS, con una riduzione, nel 2013, di oltre il 4% dei relativi ricavi, rispetto all'anno precedente, a causa di applicazioni di messaggistica istantanea. Come tale, Facebook ha l'opportunità di far suo il valore perso in questi anni dagli operatori di telefonia mobile, a causa dello sviluppo di WhatsApp, incrementando e facilitando la comunicazione, rendendola aderente alle esigenze ed abitudini dei clienti, ma soprattutto arricchendola di possibili spunti sinergici tra i servizi offerti dalle mobile app. Tale controllo non verterebbe soltanto sulla comunicazione online, ma anche su quella della rete mobile, creando un unico enorme network basato sul social networking, sulla condivisione di foto e video, grazie ad Instagram, e sull'*instant messaging* di WhatsApp.

Vi sono poi le opportunità tecnologiche legate all'integrazione tra piattaforme, a cui si aggiungono quelle riguardanti lo sviluppo di droni e laser: nel tentativo di connettere il mondo attraverso internet, Facebook continua a lavorare sui sistemi attraverso cui diffondere ad ampio raggio, dal cielo, la connessione online. I dispositivi mobili saranno i principali riceventi di questi nuovi sistemi di trasmissione di internet e ci si aspetta che proprio WhatsApp sia una delle applicazioni chiave che ne farà uso.

Dopo una breve analisi sui punti di forza e di debolezza dei due protagonisti dell'operazione, si è poi passati alla presentazione di un tentativo di valutazione del valore complessivo dell'acquisto, partendo prima da un'analisi basata sui multipli impliciti, in cui è stato possibile evidenziare come il multiplo EV/Users fosse l'unico a dare ragione al totale speso da Facebook. Ciò è un segnale di come in questo settore, la base di utenza sia il vero value driver, soprattutto in qualità di strumento per accrescere il proprio vantaggio competitivo, ma anche per potersi espandere e avviare futuri progetti in nuovi mercati.

Si è proseguito quindi con un'analisi tramite DCF, che ha restituito una stima di quello che si può considerare il valore stand alone di WhatsApp, pari a circa 2,54 miliardi di dollari.

Successivamente si è tentato di valutare le due principali opportunità legate a quest'operazione, cioè il controllo della comunicazione online, soprattutto via mobile, e la possibilità, nei prossimi anni, di inserire la pubblicità anche su WhatsApp.

La prima è stata valutata ricorrendo ad un modello di *option pricing* con alberi binomiali, con cui è stato possibile stimare un progetto di avvio per la progettazione dei primi prototipi di droni e laser, che consentisse un successivo investimento per la creazione di piccoli satelliti a bassa quota, a sua volta seguito dalla possibilità di espandere ulteriormente il progetto, avviando la produzione di più satelliti, droni e laser, per la diffusione planetaria della connessione internet. Tale opportunità è stata stimata come un'opzione reale composta, del valore di 31,2 miliardi di dollari, nel febbraio 2014.

La seconda opportunità è stata invece calcolata adottando un semplice modello reddituale, con cui si è stimato il flusso che ipoteticamente WhatsApp potrebbe rendere in termini di *advertising* dal 2020 in poi, grazie alle competenze in merito alla monetizzazione dei post pubblicitari, da parte di Facebook. Tale potenziale redditività sinergica è stata stimata pari a 21,53 miliardi di dollari, nel febbraio 2014.

In questo modo, facendo affidamento su più metodologie, l'obiettivo è stato il trovare una coerenza e una logica legate all'acquisto, dimostrando le peculiarità della valutazione delle M&A e la caratteristica della stratificazione del valore, distinguendo la componente stand alone da quella relativa alle opportunità future. Si è cercato perciò

di far emergere l'importanza degli scenari futuri quale determinante fondamentale del valore in queste operazioni, per quanto concerne un ambiente come quello ICT.

In sintesi, sommando le diverse componenti del valore dell'operazione così analizzata, è stato possibile dare una valutazione complessiva della transazione pari a 57,97 miliardi di dollari. Da questo punto di vista, il caso Facebook-WhatsApp è un esempio emblematico di come le operazioni di M&A siano uno strumento molto adoperato per la crescita e la diversificazione, ma anche, e forse soprattutto, per mantenere e migliorare la propria posizione competitiva nel settore, sfruttando le capacità e le prospettive di sviluppo di imprese giovani e in crescita.

Conclusioni

Ciò che emerge dalla disamina svolta e, in particolare, dall'analisi effettuata nell'ultimo capitolo, è come il valore di un'operazione di M&A sia stratificato e pertanto costituito da più componenti che si differenziano per taluni aspetti dalle classiche determinanti del valore di un'impresa singolarmente considerata.

Un primo spunto di riflessione merita il peculiare processo valutativo delle M&A, caratterizzato da più fasi, volte a mettere in luce ed esaminare le caratteristiche della target e le sue performance passate così come future, ma anche le capacità di quest'ultima nel poter essere integrata dall'acquirente generando benefici futuri quali appunto le sinergie. Insieme a questo aspetto, è da tenere in considerazione la difficoltà nella stima delle componenti del valore delle imprese del settore ICT in tali operazioni, in particolare facendo riferimento all'ambito social media, dove è richiesta un'analisi dei fattori di redditività non solo corrente, ma soprattutto una valutazione dell'evoluzione del settore e delle capacità di saper sfruttare l'incertezza ivi presente come fonte di sviluppo. La redditività futura è pertanto legata non tanto allo status quo di queste imprese giovani, quanto al probabile progresso e alla crescita avviabile cogliendo adeguatamente le opportunità che si presenteranno.

Un secondo spunto di riflessione è poi dedicato all'impatto sulla performance tecnologica generato dalle operazioni di M&A, che in un settore *technology driven* come l'ICT assume un ruolo importante. Questo spiega perché in molti casi tali operazioni siano volte a scopi di carattere tecnologico-performante, che ha l'obiettivo di innovare, attraverso metodi più rapidi rispetto ad uno sviluppo tecnologico per linea interna, garantendo una base di conoscenza già consolidata e con una performance conosciuta.

Infine, una terza considerazione riguarda il caso Facebook-WhatsApp, emblematico di come le operazioni di M&A siano diventate uno strumento di competizione e di

espansione del livello dei servizi offerti, adoperando nuovi sistemi di integrazione tra piattaforme e tecnologia. In particolare l'acquisizione di ulteriore base di utenza unita all'opportunità di nuovi sbocchi per i propri servizi, incrementando la penetrazione geografica, sono le motivazioni che più hanno caratterizzato il dinamico gioco di acquisizioni e fusioni nell'ambiente internet e social media degli ultimi anni.

Analizzando il suddetto caso, è stato possibile dimostrare come una valutazione completa dell'operazione necessiti di un esame totale di tutti i suoi punti salienti, che per caratteristiche di business attengono principalmente agli asset intangibili e alle opportunità di crescita e sviluppo future. Per ottenere un risultato finale che giustificasse quanto finora pagato realmente da Facebook Inc., è stato necessario adottare approcci diversi all'interno della stessa valutazione, per poter cogliere le diverse sfumature dell'operazione ed evidenziarne la stratificazione del valore.

Si è inoltre commentato come, l'aver pagato l'80% circa del prezzo finale attraverso azioni, sia stata una mossa strategica nell'ipotesi in cui il settore risultasse sopravvalutato, rendendo l'operazione, in quest'ultimo caso, una perdita effettiva di 4 miliardi di dollari, ma non un catastrofico risultato in stile AOL Time Warner.

Non è ad oggi possibile affermare se vi sia o meno una bolla speculativa dei social media, l'unica cosa certa per Facebook e WhatsApp è che quantomeno le premesse e le potenzialità per realizzare un'operazione dal buon esito sono presenti e, sulla base della valutazione proposta in questo elaborato, sono state valutate 58 miliardi di dollari.