

Dipartimento di Impresa e management *Cattedra di Consulenza strategica*

**Le fusioni e le acquisizioni: un'analisi statistico-descrittiva
delle operazioni di M&A nel settore cinematografico
e televisivo**

RELATORE

Prof. Luca Pirolo

CANDIDATO
Andrea Pagano
651851

CORRELATORE

Prof. Paolo Bocardelli

Anno accademico 2014/2015

INDICE

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO I: Le strategie di crescita aziendale: le operazioni di M&A.....	4
1.1 Cosa spinge un'impresa a crescere?	4
1.2 La strategia aziendale e la pianificazione strategica.....	5
1.3 Le strategie a livello corporate: dove competere?.....	10
1.4 La crescita per linea interna e per linea esterna: introduzione alle M&A.....	17
1.5 Cenni storici sulle M&A: le “cinque grandi ondate”	19
1.6 Tipologie e finalità delle M&A.....	22
1.7 Il ruolo geografico nelle M&A: i cross-border.....	24
CAPITOLO II: L'analisi di mercato del settore cinematografico e televisivo.....	27
2.1 Premessa	27
2.2 Cenni storici: l'evoluzione del settore cinematografico e televisivo	27
2.3 La catena del valore cinematografica e televisiva.....	31
2.4 L'analisi dei costi e dei benefici del settore cinematografico e televisivo.....	37
2.5 Il settore cinematografico secondo il modello delle cinque forze competitive di Porter.....	43
2.6 Il settore televisivo secondo il modello delle cinque forze competitive di Porter	47
CAPITOLO III: L'analisi statistico-descrittiva delle operazioni di M&A nel settore cinematografico e televisivo	51
3.1 Introduzione all'analisi statistica: obiettivi, vincoli e ipotesi.....	51
3.2 Concetti di statistica descrittiva.....	54
3.3 La classificazione secondo il tipo di operazione: le strategie di integrazione verticale e di integrazione orizzontale	59

3.4	<i>La classificazione secondo il tipo di operazione: le strategie di diversificazione correlata e di diversificazione conglomerata</i>	64
3.5	<i>La classificazione secondo il tipo di operazione: le interazioni tra le diverse strategie</i>	70
3.6	<i>La classificazione secondo l'origine geografica: le strategie di internazionalizzazione.....</i>	80
3.7	<i>La classificazione secondo la dimensione aziendale</i>	92
<i>CAPITOLO IV: Interpretazione e discussione dei risultati ottenuti.....</i>		113
4.1	<i>Le valutazioni riguardo al tipo di operazione.....</i>	113
4.2	<i>Le valutazioni riguardo alla strategia di internazionalizzazione</i>	118
4.3	<i>Le valutazioni riguardo alla dimensione aziendale</i>	122
4.4	<i>Le valutazioni riguardo le interazioni tra le diverse classificazioni.....</i>	127
<i>BIBLIOGRAFIA</i>		130
<i>SITOGRAFIA.....</i>		135

INTRODUZIONE

Le fusioni e le acquisizioni sono sempre state oggetto di grande interesse da parte del mondo finanziario. Tali operazioni di finanza straordinaria, diffuse con una certa regolarità ed una certa frequenza a partire dalla fine dell'Ottocento, hanno assunto un ruolo fondamentale nella crescita aziendale, rappresentando l'approccio alternativo e più affidabile tra quelli esistenti. Le imprese, dovendo infatti scegliere tra una crescita per via interna, basata sullo sfruttamento delle risorse e delle tecnologie preesistenti, ed una crescita per via esterna, formalizzata attraverso accordi, partnership, fusioni ed acquisizioni, hanno trovato più semplice e conveniente il secondo approccio.

Le M&A garantiscono la possibilità di attuare le strategie di livello corporate in tempi ristretti e poco dispendiosi.

Questo fenomeno finanziario ha portato, nel tempo, significativi cambiamenti nel contesto economico ed imprenditoriale mondiale. Con la diffusione delle fusioni e delle acquisizioni, si è passato, in pochissimo tempo, da una situazione di prevalenza delle piccole e medie imprese, al contesto attuale, nel quale vi è un forte dominio delle grandi compagnie societarie.

Tuttavia, questa logica operativa, pur diffondendosi in maniera rapida nelle zone anglosassoni, ha trovato molte difficoltà ad espandersi sul suolo europeo, ed in particolar modo, sul territorio italiano, trovando reale applicazione soltanto alla fine del ventesimo secolo.

Lo scopo di tale lavoro consiste nell'analizzare gli effetti delle fusioni e delle acquisizioni nel settore cinematografico e televisivo attraverso una valutazione dei principali indicatori statistici ed economici, e verificare se tali operazioni possono essere considerate più o meno vantaggiose per le imprese che intendono perseguire politiche di crescita in un contesto fortemente competitivo come quello attuale.

Il lavoro si divide in quattro capitoli e cerca di affrontare il tema in questione in maniera schematica.

Il primo capitolo è di carattere puramente teorico e può essere suddiviso, a sua volta, in due parti: una di queste affronta il tema delle strategie d'impresa, mentre l'altra si occupa della questione relativa alle M&A.

Nella prima parte si sono inizialmente valutati alcuni concetti base quali:

- la strategia aziendale, come strumento di realizzazione degli obiettivi d'impresa, quali una creazione di valore maggiore rispetto a quella dei principali competitors e quindi il raggiungimento di una posizione di vantaggio competitivo;
- la pianificazione strategica, come processo attraverso il quale si va a disegnare, appunto, la strategia. Nel merito, si è cercato di spiegare quali sono stati gli strumenti maggiormente utilizzati per la realizzazione di tale fase del management, dalla matrice di Ansoff fino al modello delle cinque forze competitive di Porter.

Successivamente sono state analizzate le diverse strategie di crescita a livello corporate (integrazione, diversificazione e internazionalizzazione), definendone le caratteristiche, le finalità e le modalità con le quali queste vengono applicate.

Nel momento in cui un'impresa decide di attuare una strategia del genere può sfruttare le vie interne o le vie esterne.

Questa fase segna il passaggio dalla prima alla seconda parte del capitolo.

Nel momento in cui, per crescere, non si vuol fare ricorso alle risorse, competenze e tecnologie esistenti all'interno dell'azienda, il metodo alternativo maggiormente diffuso è rappresentato, appunto, dalle fusioni e dalle acquisizioni.

La seconda parte del capitolo si focalizza, quindi, sul tema delle M&A; l'analisi cerca di affrontare, in questo caso, l'evoluzione storica di tali operazioni, la classificazione delle diverse tipologie di M&A esistenti, le finalità che queste cercano di perseguire ed, infine, le attività *cross-border* realizzabili a livello internazionale.

Nel secondo capitolo si va ad effettuare un'analisi dei settori considerati nello studio: il settore cinematografico ed il settore televisivo.

Dopo aver affrontato la parte storica, nella quale si è cercato di comprendere come tali attività si siano evolute nel corso del tempo fino ad oggi, e aver definito il ruolo che tali settori hanno assunto nel contesto economico attuale, si è realizzata una vera e propria un'analisi di mercato. Inizialmente è stata studiata la catena del valore

relativa ai due settori (capire, quindi, le diverse fasi della filiera economico-produttiva); successivamente è stata effettuata un'analisi costi/benefici, per comprendere i vantaggi e gli svantaggi che tali settori possono presentare; infine, attraverso il modello delle cinque forze competitive di Porter sono state studiate l'intensità della concorrenza, la minaccia dei prodotti sostitutivi e dei possibili nuovi entranti, il potere contrattuale dei fornitori e dei clienti che agiscono all'interno dei due settori.

Il terzo capitolo rappresenta il corpo centrale del lavoro. Attraverso il database "*Zephyr*" sono state raccolte informazioni su un campione di 266 operazioni di M&A realizzate tra il 1997 ed il 2015. Dopo aver realizzato un'analisi di mercato per ciascun impresa acquirente e ciascun impresa acquisita e aver identificato alcuni aspetti base come il settore di riferimento e il paese d'origine, tali osservazioni sono state classificate sulla base di tre criteri: il tipo di operazione (integrazione orizzontale o verticale e diversificazione correlata o conglomerata), la presenza o meno di una strategia di internazionalizzazione, la dimensione aziendale.

Sui sotto-campioni così ottenuti è stata eseguita, successivamente, un'analisi statistico-descrittiva volta a valutare alcuni importanti indicatori come la media, lo scarto quadratico medio, l'asimmetria e la curtosi.

Oltre che a uno studio individuale svolto sulle diverse distribuzioni, sono state anche analizzate le possibili relazioni esistenti, sfruttando le frequenze condizionate, le correlazioni e, in alcuni casi, le regressioni.

Infine, nel quarto ed ultimo capitolo, si è cercato di interpretare i risultati ottenuti, attraverso il supporto di alcuni grafici (i grafici a scatola per confrontare le diverse distribuzioni e i grafici a torta per mostrare la distribuzione di valore per i diversi sotto-campioni) e di comprendere se le operazioni di M&A, nei settori analizzati, possano essere considerate uno strumento positivo o negativo per la realizzazione della crescita aziendale.

CAPITOLO I: Le strategie di crescita aziendale: le operazioni di M&A

1.1 Cosa spinge un'impresa a crescere?

“Le imprese devono crescere”. La crescita aziendale rappresenta, ormai, un momento della vita imprenditoriale di fondamentale importanza a cui ciascuna azienda deve fare riferimento.

Perché crescere? L'obiettivo ultimo di un'impresa è quello di creare valore e godere di un vantaggio competitivo rispetto ai propri *competitors*.

In quest'ottica è opportuno rispondere ai seguenti quesiti: cosa si intende per vantaggio competitivo? Come realizzarlo? Come può un'impresa creare valore?

Conoscere la risposta a tali domande è fondamentale per capire quali sono i motivi che spingono un'azienda ad adottare delle strategie di crescita.

Il vantaggio competitivo è quella situazione che si viene a presentare quando un'impresa riesce, all'interno del mercato di riferimento, a godere di “una redditività stabilmente maggiore a quella media dei competitors. Esso si manifesta nella capacità dell'impresa di creare un valore per il mercato superiore, sia a quello sviluppato dai concorrenti del settore, sia al costo sostenuto per crearlo.”¹

Come può, un'impresa, perseguire e raggiungere una posizione favorevolmente competitiva all'interno del mercato? La risposta in questo caso è molto semplice: raggiungendo l'eccellenza rispetto ai competitors in merito ai *fattori critici di successo*. Questi ultimi possono essere definiti come quelle variabili chiave su cui un'impresa si focalizza al fine di realizzare risultati positivi. Essi dipendono da quattro importanti elementi: la struttura del settore (e quindi le tecnologie utilizzate), i fattori ambientali, i fattori temporali e la strategia competitiva adottata. Eccellere rispetto ai fattori critici di successo, vuol dire, per un'impresa, distinguersi dai propri concorrenti e soddisfare in maniera maggiore la domanda sul mercato.

Come spiegato precedentemente, per poter raggiungere una posizione di vantaggio competitivo un'impresa dovrà creare un valore maggiore rispetto ai competitors.

¹ FONTANA F., CAROLI M.G., 2009. *Economia e gestione delle imprese*, McGraw-Hill, Milano

Come si può, tuttavia, creare valore?

“La creazione di valore si manifesta nella differenza tra il Beneficio netto, generato a vantaggio del consumatore meno il Costo totale sostenuto dall’impresa per la sua produzione.”²

Maggiore sarà la differenza tra le due variabili considerate, maggiore risulterà essere il valore creato dall’impresa e, di conseguenza, maggiore sarà il vantaggio competitivo che essa disporrà rispetto ai propri concorrenti. Le strade percorribili, in questo caso, possono essere due: incrementare il beneficio netto (aumentando il beneficio percepito o riducendo i costi di transazione o quelli di utilizzazione) o ridurre il costo totale (diminuendo i costi aziendali o i costi di approvvigionamento). Un’impresa, tuttavia, non si potrà limitare alla creazione del solo valore, ma dovrà anche preoccuparsi di raccoglierne il più possibile. Questo dipenderà dal valore del prezzo fissato dalla stessa. La differenza tra il prezzo e i costi totali rappresenterà il valore netto per l’impresa mentre la differenza tra il beneficio netto e il prezzo costituirà il surplus per il consumatore. È importante quindi, che l’impresa vada a fissare in maniera corretta e ponderata il valore del prezzo, in modo che, da una parte, si vada ad ottimizzare il valore complessivo della stessa, e dall’altra, si vada a considerare l’impatto che la variazione del surplus del consumatore possa avere sulla domanda complessiva.

Per poter perseguire tali obiettivi è necessario, tuttavia, definire accuratamente una strategia aziendale che risulti essere efficace ed efficiente.

1.2 La strategia aziendale e la pianificazione strategica

Una strategia non è altro che un processo logico attraverso il quale si vanno a definire le operazioni necessarie per gestire in maniera ottimale le interdipendenze con i soggetti coinvolti e sfruttare in maniera eccellente i fattori di successo che si ha a disposizione.

Generalmente una strategia viene definita in funzione di tre importanti elementi:

² FONTANA F., CAROLI M.G., 2009. *Economia e gestione delle imprese*, McGraw-Hill, Milano

- OBIETTIVI: ciò che si intende raggiungere attraverso l'implementazione strategica;
- PIANO DI AZIONE: la modalità con cui raggiungere e perseguire gli obiettivi prefissati all'interno della strategia;
- RISORSE: i mezzi e gli strumenti disponibili per poter raggiungere gli obiettivi prefissati.

Tuttavia esiste un “quarto” elemento da considerare, quando si tratta di disegnare una strategia aziendale efficace: l'ambiente esterno in cui opera l'impresa.

Perché è importante, in questo caso, considerare il contesto competitivo?

La definizione della strategia è quel momento manageriale che prende il nome di “pianificazione strategica”. Questa prima fase del management è seguita da una seconda fase chiamata “implementazione strategica”. Per poter perseguire gli obiettivi che abbiamo descritto nel paragrafo precedente è necessario che la strategia disegnata sia coincidente con la strategia implementata, altrimenti gli esiti che si andrebbero ad ottenere risulterebbero essere distorti rispetto a quelli desiderati (pianificati). Tuttavia tra la prima e la seconda fase del management esiste uno sfasamento temporale, dato soprattutto dal tempo impiegato per la realizzazione della strategia, durante il quale si possono registrare cambiamenti più o meno significativi del contesto ambientale. Mutando le condizioni del quadro competitivo, non è possibile applicare quello che si era precedentemente disegnato perché questo potrebbe non essere più coerente con il nuovo scenario in cui l'azienda si ritrova a competere. Si rischia, quindi, così, di andare ad implementare una strategia che non risulta essere più compatibile con l'ambiente esterno, generando, di conseguenza, errori significativi dal punto di vista operativo. Per ovviare a tale problema, un'impresa dovrà necessariamente andare a modificare il proprio piano strategico durante la stessa fase di implementazione. In questo caso si vanno a sviluppare le cosiddette “strategie emergenti”, ovvero, quelle strategie che emergono all'atto di implementazione e che vengono realizzate pur non essendo state pianificate.

In un'azienda esistono tre importanti livelli di strategia:

- LIVELLO CORPORATE di competenza del vertice aziendale;
- LIVELLO BUSINESS di competenza delle singole divisioni (“SBU”, strategic business unit);
- LIVELLO FUNZIONALE di competenza delle funzioni aziendali.

Le strategie a livello di corporate, conosciute anche come *strategie complessive*, definiscono dove l’impresa debba competere; le strategie a livello di business definiscono come l’impresa debba competere; le strategie a livello funzionale sono quelle strategie implementate da ciascuna singola funzione (funzione acquisto, funzione produzione, funzione vendite etc.) per poter svolgere efficientemente l’attività prefissata.

Nello specifico, è importante soffermarsi sul primo livello di strategia, in quanto è all’interno delle strategie corporate che possiamo collocare le operazioni di M&A.

Tuttavia, prima di fare ciò, è opportuno andare a capire in che modo si scrive una strategia; capire, quindi, quali sono gli strumenti della pianificazione strategica che è possibile adottare.

Seguendo un ordine strettamente cronologico, abbiamo, innanzitutto, la *matrice di Ansoff*. Tale strumento, sviluppato nel corso degli anni ’50, quando la pianificazione era ancora un orientamento della politica industriale, è una matrice che si basa su due dimensioni: prodotto e mercato. Distinguendo sia il primo che il secondo fattore in “esistenti” e “nuovi” (mercati nuovi e consolidati e prodotti nuovi e consolidati), Ansoff ha delineato quattro linee di condotta: vendere prodotti consolidati su mercati nuovi e su mercati esistenti; vendere prodotti nuovi su mercati nuovi e su mercati esistenti. A questi quattro comportamenti corrispondono quattro specifiche strategie: estensione del mercato (*market stretching*); penetrazione del mercato (*market penetration*); diversificazione (*diversification*); sviluppo prodotti (*product development*).

Successivamente, tra gli anni ‘60 e ’70, è stato sviluppato un secondo modello, il quale ha permesso di effettuare contemporaneamente un’analisi interna ed esterna dell’impresa: la *SWOT analysis*. Questo strumento va a valutare quattro elementi: i punti di forza (*Strengths*) ed i punti di debolezza (*Weaknesses*), che riguardano l’ambiente interno, e le opportunità (*Opportunities*) e le minacce (*Threats*), che si

riferiscono, invece, al contesto esterno all'impresa. L'analisi *SWOT*, pur essendo ancor oggi utilizzata, non viene più considerata come strumento di pianificazione ma come mero strumento di sintesi.

A partire dagli anni '70, è stato sviluppato l'approccio I/O (*Industrial Organization*), secondo cui la pianificazione strategica dovrebbe partire sempre dall'ambiente esterno. Un'impresa dovrebbe pianificare la propria strategia in base alle caratteristiche del settore. Quest'ultime possono essere studiate attraverso il paradigma:

STRUTTURA → CONDOTTA → PERFORMANCE

Secondo tale paradigma, la struttura del mercato competitivo influenza la condotta dell'impresa che, a sua volta, andrà a incidere sulla performance. Lo strumento per analizzare la struttura del settore è rappresentato dal modello delle *cinque forze competitive di Porter*.

“Il modello sviluppato da Porter individua cinque gruppi di attori e forze fondamentali in grado di definire la configurazione del settore industriale nel quale opera l'impresa: l'analisi attenta di questi cinque elementi conduce l'impresa alla quantificazione del grado di attrattività del settore e, di conseguenza, a definire se il settore in questione possa costituire nel futuro una buona fonte di vantaggi competitivi per l'impresa.”³

Le cinque forze considerate dal modello sono:

- *intensità della concorrenza nel settore*, misurabile nello specifico attraverso il grado di concentrazione (indice di Hirschman-Herfindal);
- *minaccia di nuovi entranti nel settore*, dipende dal livello delle barriere all'entrata esistenti: barriere istituzionali, strutturali e strategiche;
- *minaccia di prodotti sostitutivi*, prodotti per i quali l'elasticità della domanda incrociata è positiva (se aumenta il prezzo di un prodotto, contemporaneamente aumenterà la domanda dell'altro);

³ LA BELLA A., BATTISTONI E., 2008. *Economia e organizzazione aziendale*, Apogeo, Milano

- *potere contrattuale dei fornitori*, capacità dell'impresa di saper imporre le condizioni di fornitura;
- *potere contrattuale dei clienti*, capacità dell'impresa di saper imporre le condizioni di vendita dei prodotti ai clienti finali.

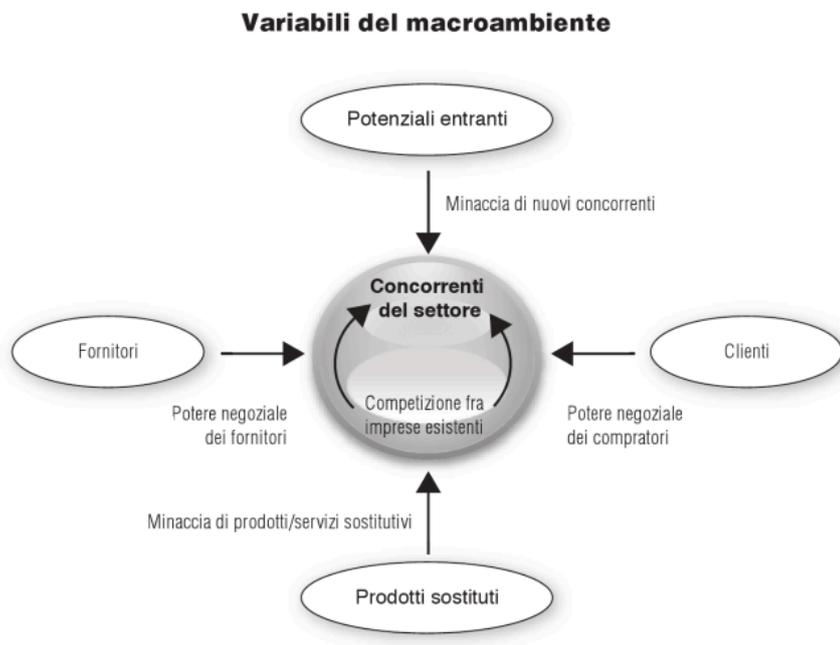


Grafico 1.1 – Il sistema delle cinque forze competitive di Porter⁴

Infine nel corso degli anni '90 si è andato a sviluppare un nuovo filone, l'approccio *Resource Based*, nato dalla critica emersa nei confronti dell'approccio I/O. Quest'ultimo riteneva che la condotta di un'impresa dipendesse dalle caratteristiche del settore. La struttura del mercato è, tuttavia, un concetto esterno alle aziende e, come tale, può essere analizzato in maniera oggettiva da qualunque individuo. Di conseguenza, se l'analisi di mercato risulta essere uguale, possiamo ipotizzare che la condotta che ne seguirà sarà la stessa per tutte le imprese e che, dunque, anche la performance coinciderà. L'approccio *Resource Based*, al contrario di quanto detto dall'approccio precedente, sostiene che la strategia che un'impresa può pianificare

⁴ LA BELLA A., BATTISTONI E., 2008. *Economia e organizzazione aziendale*, Apogeo, Milano

debba dipendere dal patrimonio di risorse e di competenze (distintive e dinamiche) di cui essa dispone (per scrivere una strategia si parte quindi da un'analisi interna, e non da quella esterna come sostenuto dall'approccio I/O).

1.3 Le strategie a livello corporate: dove competere?

Una strategia corporate può essere definita come “la via lungo la quale un'azienda cerca di creare valore attraverso la configurazione e il coordinamento delle sue attività multi-mercato.”⁵

Da tale definizione possiamo ricavare tre aspetti importanti su cui una strategia corporate si fonda: la *creazione di valore*, ovvero, il fine ultimo di tutte le imprese; la *configurazione* delle attività in cui l'impresa decide di andare a competere; il *coordinamento* delle attività, inteso come capacità dell'impresa nell'andare a sfruttare le interdipendenze esistenti tra i diversi business, trasformando, di conseguenza, quest'ultime in sinergie.

Una buona strategia di corporate deve considerare alcuni aspetti imprescindibili: lo sviluppo di una *vision* (finalità aziendale di lungo termine, rappresenta lo scopo ultimo dell'impresa) e di traguardi e obiettivi (finalità aziendale di breve-medio termine); la raccolta di tutte le risorse necessarie per il perseguimento di un vantaggio competitivo; la scelta dei business nei quali l'impresa intende operare e per i quali è necessario implementare una strategia corporate (importante in questo caso, non confondere la “*strategic business area*” con la “*strategic business unit*”: la prima rappresenta il segmento del settore in cui opera l'impresa ed è un concetto esterno all'impresa stessa mentre la seconda rappresenta un segmento dell'azienda incaricato della gestione di una specifica *strategic business area*); la definizione dell'organizzazione aziendale interna data dalla definizione dei ruoli e delle funzioni. Come detto precedentemente, le strategie a livello corporate rispondono alla domanda “*dove?*” (dove compete l'impresa?). Replicare a questa domanda serve per definire i confini della strategia. Quest'ultimi possono essere di tre tipi:

⁵ COLLIS D.J., MONTGOMERY C.A., INVERNIZZI G., MOLteni M., 2005. *Corporate strategy: creare valore nell'impresa multibusiness*, McGraw-Hill, Milano

- confini di natura SETTORIALE (definire il settore il cui operare);
- confini di natura GEOGRAFICA (definire l'area geografica in cui operare);
- confini di natura DIMENSIONALE (definire l'ampiezza delle attività in cui operare).

Questi tre confini danno origine a tre importanti strategie di crescita.

Rispettivamente:

- strategie di crescita settoriale: DIVERSIFICAZIONE;
- strategie di crescita geografica: INTERNAZIONALIZZAZIONE;
- strategie di crescita dimensionale: INTEGRAZIONE.

(ovviamente un'impresa può anche decidere di adottare un percorso inverso; in tal caso non si parlerà di strategie di crescita ma di strategie di disinvestimento. Ciò si potrebbe realizzare attraverso l'uscita da alcuni settori, l'uscita da alcuni mercati o il ridimensionamento delle attività aziendali).

Per diversificazione “si intende l'entrata di un'impresa o di una business unit in una nuova linea di attività, attraverso lo sviluppo interno oppure attraverso acquisizioni o alleanze.”⁶

Non necessariamente entrare in un nuovo settore deve comportare l'uscita da quello precedente, anzi molte volte le imprese preferiscono mantenere una propria presenza nei diversi settori in modo tale da sfruttare diverse situazioni, le interdipendenze in primis.

Un'impresa che diversifica è un'impresa multi-business, ovvero, un'impresa che opera in più settori e che interviene in diversi contesti competitivi. Lo scenario di sviluppo in questo caso risulterà essere molto complesso in quanto, un'operazione del genere, comporta generalmente significativi e necessari cambiamenti dal punto di vista della struttura organizzativa, della tecnologia e delle risorse e competenze necessarie. Viceversa, un'impresa mono-settoriale è una società fortemente focalizzata su un unico settore e, impiegando la totalità delle risorse disponibili

⁶ RAMANUJAM V., VARADARAJAN P., 1989. *Research on corporate diversification: a synthesis*, on Strategic Management Journal, Strategic Management Society

all'interno di quello specifico business, difficilmente registrerà importanti mutamenti.

La diversificazione può essere divisa in due tipologie:

- **CORRELATA**: quando sussistono degli elementi comuni tra i settori in cui l'impresa ha diversificato;
- **CONGLOMERATA**: quando il nuovo e il/i vecchio/vecchi business non hanno nulla in comune.

Molte volte, per un analista esterno, può risultare complicato distinguere una diversificazione correlata da una conglomerata poiché la presenza di elementi comuni tra due business può essere identificata soltanto da chi si trova all'interno dell'azienda.

In questo caso, diversi sono stati gli strumenti sviluppati e messi a disposizione per far fronte a tale problema, dal grado di entropia alla classificazione SIC. Un metodo molto frequente e facilmente applicabile per definire i confini della diversificazione ci viene fornito dal Professore Richard Rumelt, il quale identifica tre aree su cui si va ad inserire la correlazione tra i business:

- **area della PRODUZIONE**: due business, le cui produzioni richiedono gli stessi macchinari, sono fortemente correlati;
- **area della TECNOLOGIA**: due settori possono richiedere e sfruttare la stessa tecnologia;
- **area della DISTRIBUZIONE**: due business possono sfruttare lo stesso magazzino e gli stessi canali distributivi.

Sulla base di tali criteri Rumelt è riuscito a semplificare il processo di distinzione tra correlazione e conglomerazione.

In merito a tale strategia di crescita, è opportuno andare a capire quali sono le ragioni che spingono un'impresa a realizzare un'operazione di diversificazione:

- CRESCITA: grandi dimensioni garantiscono all'impresa maggiori vantaggi, come lo sfruttamento del meccanismo del *dumping* o la possibilità di incrementare i propri "contatti". Questo genera una maggiore facilità di accesso ai capitali e quindi maggiore potere di mercato. La crescita è legata a diversi aspetti: un'impresa può essere spinta a perseguire obiettivi di diversificazione a causa delle difficoltà legate alle politiche espansionistiche adottabili all'interno del settore di origine. In questo caso, il rischio di un tasso di crescita della domanda troppo basso o una concorrenza eccessivamente forte possono spingere l'impresa a adottare suddette strategie; la diversificazione può consentire all'impresa di godere di una crescita delle conoscenze know-how e tecnologiche; infine, diversificare, può voler dire, per un'azienda, sfruttare le economie di scopo e quindi godere di una significativa riduzione dei costi di produzione;
- DIVERSIFICAZIONE DEL RISCHIO: diversificando gli investimenti, un'impresa è in grado di compensare le perdite registrate in un business con i ricavi ottenuti negli altri. Tuttavia, c'è da tenere in considerazione due aspetti importanti: il livello di rischio di un portafoglio di investimenti non è influenzato unicamente dall'effetto della diversificazione, ma anche dal rischio assoluto dei singoli business; in secondo luogo, la diversificazione può ridurre il "rischio inteso come variabile dei rendimenti potenziali che l'impresa può realizzare nei singoli business, ma ciò che poi risulta effettivamente rilevante per l'impresa è la variabilità della sua redditività effettiva"⁷;
- RICERCA DEL PROFITTO: attraverso la diversificazione, un'impresa cerca di entrare in settori altamente profittevoli dove si registrano elevati margini di guadagno.

Tuttavia, affianco agli elevati vantaggi che un'operazione di questo genere può comportare, bisogna tenere in considerazione anche i maggiori costi che tale impresa dovrà sostenere. In particolar modo:

⁷ FONTANA F., CAROLI M.G., 2009. *Economia e gestione delle imprese*, McGraw-Hill, Milano

- costi di RIGIDITA' legati alla necessità di una comunicazione tra i diversi business nei quali l'impresa opera;
- costi di COORDINAMENTO che, come dice la parola stessa, servono a garantire un coordinamento tra le diverse attività svolte dalle SBU;
- costi di COMPROMESSO, costi volti ad assicurare un compromesso tra le SBU e i vertici aziendali.

Questi elevati costi, che si vanno ad affiancare ai maggiori benefici precedentemente descritti, rendono difficile capire se un'operazione strategica di questo tipo sia conveniente o meno, in quanto la diversificazione, generando contemporaneamente benefici e costi, a seconda del valore assunto da questi, potrebbe andare a creare o distruggere valore per l'impresa.

Per quanto riguarda le modalità con cui realizzare un'operazione strategica di questo tipo, esistono tre possibili alternative:

- SVILUPPO INTERNO: in questo caso un'impresa entra nel nuovo business costituendo una SBU ad hoc. Quest'approccio, se da una parte gode del vantaggio che la divisione così creata è fortemente compatibile con le caratteristiche del settore e le esigenze dell'impresa, dall'altra parte è penalizzato dal lungo periodo di tempo richiesto per poter implementare tale strategia;
- ACCORDI E ALLEANZE: si cerca di trovare uno o più partner interessati ad entrare nel nuovo settore e quindi creare con loro una nuova realtà in quel business. I vantaggi derivanti da questa metodologia riguardano principalmente la condivisione dei rischi e dei costi con gli eventuali partner;
- M&A: considerato il modo più semplice per attuare un'operazione di diversificazione, si tratta dell'acquisto, tramite scalata o tramite acquisizione di blocco, o della fusione con un'impresa già operante all'interno del settore su cui si intende diversificare.

La strategia di internazionalizzazione è quella strategia di crescita attraverso la quale un'impresa decide di estendere le proprie attività oltre i confini nazionali. Tuttavia è

opportuno tenere bene a mente che quando si parla di internazionalizzazione, non si può far riferimento a quelle mere operazioni che riguardano il solo acquisto in portafoglio di quote azionarie e attività finanziarie di imprese estere. In questo caso, con tale attività, l'impresa manterrà il mercato originario come mercato di riferimento, orientandosi sui nuovi mercati col solo scopo di perseguire dei vantaggi dal punto di vista finanziario. Si parlerà quindi di internazionalizzazione, quando, oltre agli investimenti di natura finanziaria nei mercati esteri, verranno sostenuti anche investimenti di natura reale.

“La presenza estera dell'impresa, dunque, deve essere il risultato di un preciso orientamento strategico che trova corrispondenza, da un lato, nella formalizzazione di un piano e nel relativo investimento di risorse e, dall'altro, nel coinvolgimento dell'impresa in maniera stabile e significativa in una rete di relazioni con altri soggetti presenti nelle varie aree geografiche.”⁸

Le cause che spingono un'impresa a realizzare una strategia di internazionalizzazione possono essere distinte in due categorie:

- cause ESTERNE: l'impresa, già forte e consolidata all'interno del proprio mercato di origine, decide di perseguire una posizione di vantaggio competitivo anche in mercati esteri o di sfruttare il fattore made-in;
- cause INTERNE: riconducibili a specifici driver della business strategy. Se tali driver possono essere trasferiti su mercati esteri questi diventano possibili fonti di vantaggio competitivo.

Infine è necessario trattare la terza e ultima strategia di crescita: l'integrazione.

L'integrazione è quella strategia corporate attraverso la quale un'impresa aumenta le dimensioni o il numero delle attività svolte lungo la filiera economico produttiva. Quest'ultima può essere definita come “l'insieme di lavorazioni conseguenti che vengono effettuate per trasformare un certo insieme di materie prime in un prodotto finito e collocarlo sul mercato.”⁹

⁸ CAROLI. M.G., 1994. *Marketing e processo di pianificazione nell'impresa internazionalizzata*, Giappichelli, Torino

⁹ VOLPATO G., 1986. *Concorrenza, impresa, strategie*, Il Mulino, Bologna

È possibile distinguere due tipologie di integrazione:

- VERTICALE, quando un'impresa decide di estendersi a monte o a valle lungo la propria filiera economico-produttiva;
- ORIZZONTALE, quando un'impresa decide di incrementare le dimensioni delle attività svolte, per esempio acquistando imprese che effettuano le stesse operazioni.

Mentre per un'integrazione orizzontale non ci sono particolari elementi da spiegare, in quanto si tratta di una semplice operazione attraverso la quale un'impresa estende le attività a processi, prodotti e know-how svolte all'interno di un settore acquistando o inglobando imprese concorrenti che svolgono le medesime operazioni in modo tale da aver un controllo significativo sul mercato e quindi maggior potere di mercato (sfruttando di conseguenza le economie di scala e di scopo), per le strategie di integrazione verticale è bene dare ulteriori informazioni.

Un'impresa, quando compie un'operazione di integrazione verticale, può scegliere tra quattro possibili modelli:

- integrazione completa: in questo caso l'impresa controllerà tutte le fasi della filiera economico-produttiva;
- quasi integrazione: l'impresa non ha il controllo su tutte le fasi della catena produttiva ma per le attività non direttamente controllate ha stipulato significativi contratti a lungo termine;
- integrazione a cono: misura se per ogni fattore produttivo esistono più fasi integrate o più esternalizzate;
- assenza di integrazione: l'impresa, in questo caso, decide di esternalizzare il maggior numero di fasi possibili della catena produttiva.

La scelta di un'integrazione verticale non è altro che una scelta di *make or buy*: valutare se per l'impresa risulta più conveniente svolgere direttamente una determinata attività oppure se sia più conveniente esternalizzarla e quindi affidarne la sua gestione ad un soggetto esterno.

L'opzione buy si tradurrà, di conseguenza, in un costo d'acquisto dell'attività mentre l'opzione make richiederà un calcolo dei costi interni all'impresa (costi emergenti, cessanti e indifferenti).

Queste tre strategie di crescita a livello corporate possono essere realizzate attraverso diversi approcci.

Tuttavia, il metodo più ricorrente per attuare questo tipo di strategie è rappresentato dall' M&A (*merger and acquisition*). Attraverso, infatti, un'operazione di fusione o acquisizione un'impresa è in grado di poter contemporaneamente realizzare una strategia di diversificazione, integrazione e internazionalizzazione.

1.4 La crescita per linea interna e per linea esterna: introduzione alle M&A

Per poter conseguire positivamente una strategie di crescita, un'impresa può optare su due possibili approcci: crescita per linea interna e crescita per linea esterna.

Scopo della crescita per via interna è quello di realizzare nuove attività sfruttando le risorse e le competenze già presenti all'interno del tessuto aziendale. La crescita interna si focalizza sull'impiego delle risorse disponibili, al fine di aumentare il capitale investito. Ne consegue un incremento della capacità produttiva che permette all'impresa di incrementare la propria quota di mercato rispetto ai principali competitors. Da un punto di vista meramente giuridico, quest'approccio coinvolge soltanto un soggetto: l'impresa stessa, a differenza di quanto succede con una crescita per linea esterna, come vedremo a breve. Questa metodologia, come accennato nei precedenti paragrafi, garantisce stabilità all'azienda permettendo una crescita consona con le esigenze e le caratteristiche dell'impresa stessa. Tuttavia presenta il grande limite dato dalla lunga tempistica necessaria per attuare questo tipo di operazione.

A fronte di ciò, un approccio più semplice e particolarmente diffuso nel contesto economico attuale è rappresentato dalla crescita per via esterna. Si parla in questo caso di aggregazioni o accordi aziendali.

Più precisamente parliamo, da una parte, di fusioni e acquisizioni, dall'altra, di accordi aziendali, consorzi e joint venture.

Focalizzandosi in particolar modo sui primi, che cosa si intende per fusioni e acquisizioni?

La fusione, da un punto di vista puramente giuridico, “è un’operazione di concentrazione aziendale attraverso la quale due o più società si uniscono mettendo in comune i loro patrimoni.”¹⁰

Si può parlare di *fusione propriamente detta* se si va a creare una nuova società verso la quale le preesistenti vanno a confluire o *fusione per incorporazione* qualora una società (incorporante) vada a inglobarne un’altra già esistente (incorporata).

L’acquisizione, invece, può essere definita come quell’operazione che si verifica quando “un’impresa acquisisce una partecipazione di controllo nel capitale sociale di un’altra, o ne acquista l’azienda o rami particolari di essa, o ne assume il controllo in base ad ulteriori tipi di contratti. In altri casi l’impresa si limita ad acquisire una partecipazione non di controllo in una o più società diverse, per avviare con esse una collaborazione produttiva che può agevolare la crescita del suo volume di affari e delle sue dimensioni. Altre volte ancora assume una partecipazione in una società attorno a cui ruota un c.d. salotto buono di finanza per accedere alle occasioni di informazione, di business e di sviluppo.”¹¹

Le operazioni di fusione e acquisizione, sebbene presentino moltissimi elementi in comune, in quanto finalizzate entrambe alla crescita esterna dell’impresa, sono due operazioni di finanza straordinaria particolarmente diverse.

La fusione è un’operazione finanziaria generalmente più complessa rispetto all’acquisizione.

Infatti, mentre in un’operazione di *acquisition* l’impresa acquisita resta giuridicamente indipendente, in un’operazione di *merger* l’impresa incorporata perde immediatamente natura giuridica. In quest’ultimo caso, il problema di fondo riguarda la definizione dei pesi relativi delle società coinvolte nell’operazione; più nello specifico, capire come determinare il valore della partecipazione attribuita alla nuova compagine sociale all’interno del capitale sociale dell’impresa risultante dall’operazione.

¹⁰ ALLEGRI V., CALVOSA L., D’ALESSANDRO F., DE ANGELIS L., FORTUNATO S., GRIPPO G., MAFFEI ALBERTI A., MANGINI V., PARTESOTTI G., PIRAS A., SCOGNAMIGLIO G., VOLPE PUTZOLU G., ZANARONE G., 2010. *Diritto commerciale*, Monduzzi Editore, Bologna

¹¹ UMBERTAZZI T.M., 2008. *Il procedimento di acquisizioni di imprese*, Wolters Kluwer Italia, Verona

1.5 Cenni storici sulle M&A: le “cinque grandi ondate”

Le operazioni di M&A si sono diffuse con una certa frequenza a partire dalla fine dell'Ottocento e hanno interessato, inizialmente il mercato statunitense e quello inglese, e soltanto successivamente al secondo dopoguerra, il mercato europeo. In Italia, ancora oggi, è difficile riscontrare una significativa presenza di tali operazioni a causa di un modello societario ancora eccessivamente familiare e una presenza fin troppo determinante dello Stato nel capitale sociale della maggior parte delle imprese di grandi dimensioni. L'apice dell'origine di tale fenomeno risiede negli Stati Uniti. I periodi storici significativi nei quali si possono collocare il maggior numero di operazioni di M&A furono cinque, attualmente conosciuti come le “cinque grandi ondate” o “*merger waves*” (Gaughan 1999).

“Tali fasi, espressioni di un andamento ciclico in cui a periodi di intense concentrazioni si sono alternati anni di scarsa attività, hanno contribuito in modo determinante alla trasformazione dell'industria americana da sistema frammentato tra una moltitudine di piccole e medie imprese all'attuale configurazione dominata da centinaia di grandi imprese multinazionali.”¹²

La prima grande ondata di *merger and acquisition* si registrò alla fine dell'Ottocento (1897 – 1904), in concomitanza con la rivoluzione industriale che portò allo sviluppo dell'elettricità, del petrolio e della chimica. Durante questo periodo storico, chiamato *merger for monopoly*, si registrarono operazioni di M&A che coinvolsero circa 3.000 imprese statunitensi, le quali scomparirono per fare spazio ai grandi monopoli industriali che ancora oggi hanno una posizione dominante sul mercato mondiale (General electric, American tobacco, Eastman Kodak etc.).

La seconda grande ondata, chiamata *merger for oligopoly*, iniziò nel 1916 e finì con il “martedì nero” del 1929. Durante questo periodo storico, con l'attuazione del Clayton Act, si rafforzarono i vincoli normativi in tema di concentrazioni aziendali, per evitare il procrastinarsi di nuove imprese monopolistiche. Circa l'80% delle operazioni di M&A riguardarono acquisizioni e fusioni verticali. È in questo periodo storico che nascono le *holding companies*.

¹² NAPOLITANO M.R., 2003. *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*, Franco Angeli Editore, Milano

La terza grande ondata (1965 -1969) fu accompagnata da un periodo economico mondiale di grande prosperità. Durante questa fase circa l'85% delle fusioni e acquisizioni era formato da acquisizioni conglomerali. Questo fu una conseguenza del fatto che in quel periodo storico, la maggior parte delle grandi *corporations* aveva conosciuto l'importanza della diversificazione dei business che consentiva una riduzione del rischio complessivo e una maggior volatilità del *cash flow*. Tuttavia c'è da sottolineare che, nonostante i significativi passi in avanti fatti dal sistema economico, la maggior parte delle acquisizioni conglomerali non raggiunse mai gli esiti desiderati, registrando risultati fortemente negativi.

La quarta grande ondata si registrò tra il 1984 e il 1989. Durante questo periodo storico la maggior parte delle operazioni di M&A era rappresentata da take-over ostili, frutto dei risultati negativi registrati nella fase precedente, e da operazioni di carattere speculativo effettuate da parte dei cosiddetti *corporate raider*. Inoltre, è durante questa quarta fase, che le fusioni e acquisizioni iniziano ad assumere un ruolo rilevante anche sul territorio europeo.

I settori maggiormente toccati da tale ondata furono in primis il settore dell'ICT (*information and communication technology*) e dei media, seguiti successivamente dal settore petrolifero, della chimica e dei beni di lusso. Effetti di tutto ciò, furono i ribilanciamenti e i consolidamenti degli assetti proprietari conseguenti a numerosi processi di concentrazione che hanno caratterizzato i diversi settori in quegli anni.

Infine, durante i primi anni del ventunesimo secolo, si è registrata la quinta grande ondata di fusioni e acquisizioni. Da segnalare, l'importante sviluppo dell'internazionalizzazione legato ad un processo di globalizzazione sempre più forte; numerose operazioni di M&A hanno avuto per oggetto imprese operanti in settori esteri (in Italia, per esempio, nel 2000, le operazioni di *merger and acquisition*, con oggetto imprese estere, sono aumentate del 26% rispetto all'anno precedente).

A livello mondiale, nel 2000 si è registrato il più alto picco, in termini lordi, delle fusioni e acquisizioni, passando da un valore di 280 miliardi di euro nel 1990 ad un valore approssimativo di 2.900 miliardi di euro nel 2000. Durante questa fase, a causa della globalizzazione dei mercati, della forte innovazione tecnologica e di un

ciclo di vita dei prodotti sempre più breve, le M&A sono diventate lo strumento più facile e veloce per realizzare strategie di crescita.

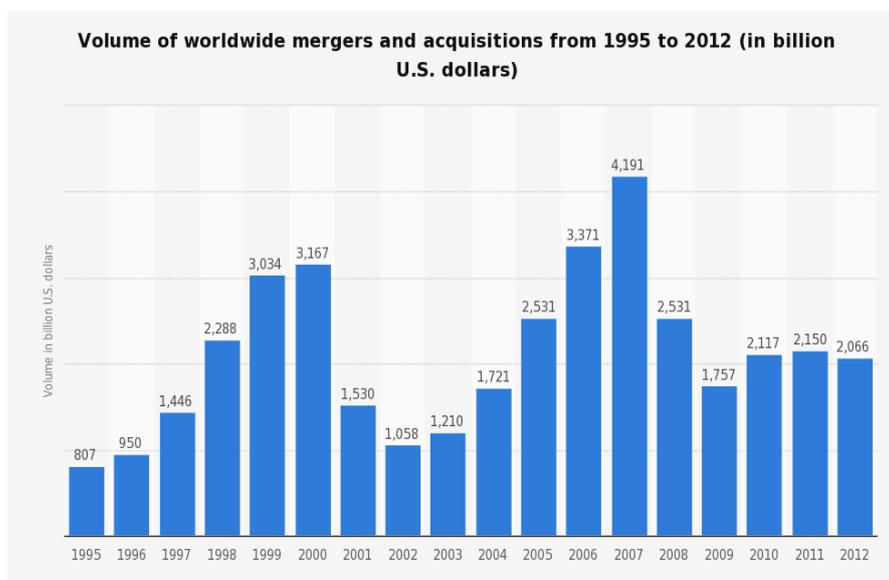


Grafico 1.2 – Volume mondiale di acquisizioni e fusioni tra il 1995 ed il 2012 ¹³

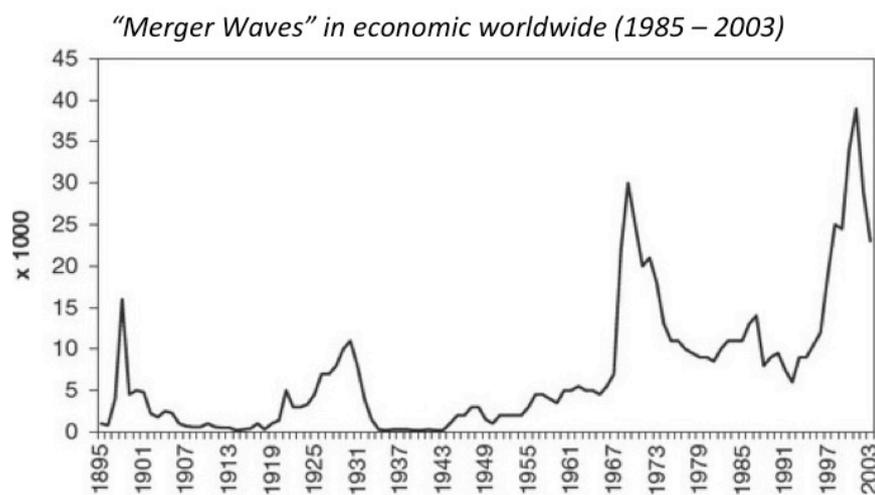


Grafico 1.3 – Le “grandi ondate” nell’economia mondiale tra il 1985 ed il 2003 ¹⁴

¹³ <http://www.statista.com/statistics/267369/volume-of-mergers-and-acquisitions-worldwide/>

¹⁴ Competition and coordination: reconsidering economic cooperation in Dutch business, 1900 – 2000, Revue Économique, Presses de Sciences-Po

1.6 Tipologie e finalità delle M&A

Le operazioni di *merger and acquisition* possono esser distinte in diverse categorie:

- M&A TRADIZIONALI: si tratta di acquisizioni e fusioni che coinvolgono soggetti operanti nel medesimo settore;
- M&A CONGLOMERATI: si tratta di acquisizioni e fusioni che coinvolgono soggetti operanti in settori completamente differenti;
- LARGE M&A: in questo caso l'operazione di fusione e acquisizione coinvolge almeno un soggetto giuridico caratterizzato da un valore dell'attivo complessivo superiore ad un miliardo di euro;
- SMALL M&A: a differenza del precedente, in questo caso tutti i soggetti coinvolti non hanno un valore dell'attivo complessivo superiore al miliardo di euro;
- M&A TRADIZIONALI E CONGLOMERATI DOMESTICI: si tratta di operazioni di M&A che coinvolgono soggetti operanti nel medesimo settore e appartenenti allo stesso paese d'origine;
- M&A TRADIZIONALI E CONGLOMERATI CROSS-BORDER: si tratta di operazioni di M&A che coinvolgono soggetti operanti nel medesimo settore e appartenenti a paesi d'origine differenti.

Per quanto riguarda le finalità, invece, “i principali obiettivi delle operazioni di M&A sono la razionalizzazione operativa e la razionalizzazione della posizione di competitività, mediante le quali procedere alla creazione di maggior valore.”¹⁵

La razionalizzazione operativa si focalizza, in particolar modo, sull'aumento della scala di produzione e sull'incremento del raggio d'azione dell'impresa. Si tratta, in questo caso, dello sfruttamento delle economie di produzione: *economia di scala*, *economia di scopo*, *economia di esperienza*.

Si ha un'economia di scala quando si registra una diminuzione del costo medio unitario in funzione dell'aumentare della quantità prodotta dall'azienda, data la capacità produttiva della stessa.

¹⁵ VERNA F., 2008. *La grande onda: Fusioni e acquisizioni*, Lulu Pr

Da un punto di vista microeconomico, parliamo di sfruttamento dell'economia di scala quando viene rispettata la seguente disequaglianza:

$$\text{costo marginale} < \text{costo medio unitario}$$

Si parla di economie di scopo quando si ha una riduzione del costo medio unitario come conseguenza della condivisione di un asset tra due business della stessa impresa. Da un punto di vista matematico, si ha economia di scopo quando il costo totale necessario per produrre due beni X e Y è inferiore alla somma dei costi totali necessari per produrre i due beni separatamente:

$$C_T(X;Y) < C_T(X) + C_T(Y)$$

Le economie di esperienza possono essere definite come la diminuzione del costo medio unitario come conseguenza dell'esperienza che si viene ad accumulare all'interno dell'impresa. Esperienza, a sua volta, misurata in relazione alla produzione cumulata dall'azienda dal momento della sua nascita.

La razionalizzazione della posizione competitiva, invece, si focalizza su tre specifici obiettivi: *il rafforzamento della quota di mercato, la diversificazione del rischio, la crescita dimensionale.*

Attraverso un'operazione di fusione e acquisizione, un'impresa è in grado di poter rafforzare significativamente la propria quota di mercato andando, di conseguenza, a consolidare il proprio potere contrattuale nei confronti dei fornitori e dei clienti. Inoltre, con questo tipo di operazione, l'impresa è in grado di ridimensionare il livello della concorrenza attraverso una riduzione del numero dei competitors (essendo quest'ultimi oggetto dell'M&A) e attraverso la creazione di barriere all'entrata che non permettono a nuovi *incumbents* la possibilità di entrare in quel mercato.

La diversificazione del rischio fa riferimento alla possibilità, attraverso la fusione o l'acquisizione di un'altra impresa, di poter diversificare rapidamente il proprio business e quindi i prodotti e servizi offerti; questo permette di poter minimizzare al minimo le perdite registrate in un singolo settore.

Infine, attraverso un'operazione di M&A un'impresa può subire una significativa crescita dimensionale. L'espansione territoriale, in questo caso, è frutto dell'entrata dell'impresa in nuove aree geografiche e in nuovi contesti competitivi. Ciò che generalmente spinge un'impresa a entrare in nuovi mercati riguarda la possibilità di poter ottenere e perseguire elevati e potenziali profitti.

Affianco a questi macro-obiettivi, esistono diversi altri fattori che possono spingere un soggetto giuridico a effettuare questo tipo di operazioni: la possibilità di disporre di nuove risorse, competenze e tecnologie utili al fine di perseguire e raggiungere una posizione di vantaggio competitivo; fronteggiare o quanto meno prevenire il rischio di possibili take-over ostili; la pressione del mercato che richiede il perseguimento di determinati valori di efficacia e efficienza che possono essere raggiunti soltanto attraverso un rafforzamento economico e strategico dell'impresa; infine, se si tratta di un istituto creditizio, la possibilità di prevenire o salvare imprese in crisi o con un basso standing creditizio.

1.7 Il ruolo geografico nelle M&A: i cross-border

Trattando il tema delle operazioni di M&A è opportuno soffermarsi su un'ultima importante questione: i *cross-border* M&A. Nonostante ancor oggi la maggior parte delle operazioni di fusione e acquisizioni vengano concluse all'interno delle tre aree geografiche più industrializzate (Stati Uniti, Europa e Giappone), a partire dagli inizi del ventunesimo secolo, si è assistito ad un crescente manifestarsi di operazioni focalizzate all'interno dei paesi attualmente in crescita o in via di sviluppo. Affianco ai paesi del Sud America o dell'Europa orientale, si stanno infatti anche affermando diverse potenze asiatiche, come la Cina, la Corea e l'India.

Esistono tre possibili scenari che possono riguardare il *cross-border* M&A:

- l'impresa acquirente opera nei paesi industrializzati mentre l'impresa target fa parte della seconda categoria;
- l'impresa acquirente opera nei paesi in via di sviluppo mentre l'impresa target fa parte della prima categoria (ciò è dovuto, nella maggior parte dei casi, all'ottenimento di tecnologie particolarmente avanzate)

- sia l'impresa acquirente che l'impresa acquisita operano in paesi attualmente in crescita.

Il fenomeno del *cross-border* M&A, che si contrappone al fenomeno del *domestic* M&A (le imprese coinvolte nell'operazioni hanno sede nel medesimo paese d'origine), riprendendo il discorso delle “*merger waves*”, ha avuto origine durante l'ultima grande ondata, quando il processo di internazionalizzazione ha avuto una svolta decisiva.

Per esempio, il valore complessivo delle operazioni di fusione e acquisizione che si sono portate a termine tra il 1998 ed il 2000, è stato di circa 400 miliardi di dollari (valore decisamente superiore al valore totale degli accordi che si sono conclusi nei trent'anni precedenti). Di questi 400 miliardi, circa il 40% è derivato da operazioni di tipo *cross-border* M&A, come conseguenza, in particolar modo, della significativa globalizzazione dei mercati che si è sviluppata nel corso di quel periodo.

Le *cross-border* M&A possono essere definite come quelle “transazioni in cui *assets* di aziende che appartengono a paesi differenti sono combinate per dar vita ad una nuova entità legale. Essi si configurano come investimenti diretti all'estero in quanto presuppongono l'intenzione dell'investitore di acquisire un significativo livello di influenza sulla gestione dell'impresa.”¹⁶

Le motivazioni che stanno spingendo un'impresa operante in un determinato mercato a realizzare operazioni di M&A in paesi differenti possono essere di natura macroeconomica (la crescita e l'importanza assunta dai paesi in via di sviluppo), di natura microeconomica (il ruolo sempre più attivo dei *private equity* e degli *institutional investors* nel campo economico) e di natura strategica (l'importanza di sfruttare e possedere specifiche conoscenze tecnologiche e informatiche).

La tabella qui sotto riportata, per esempio, dimostra come la crescita del *cross-border* M&A nel 2010 sia stata positiva nella maggior parte delle zone geografiche (a livello mondiale si è registrata una crescita del 36,7 %).

¹⁶ CAIAZZA R., 2011. *Cross-border M&A. Determinanti e fattori critici di successo*, Giappichelli, Torino

Valore delle *cross-border* M&A nel 2010 (Mld \$)

<i>Economia Regionale</i>	2009	2010	Tasso di crescita (%)
Mondo	249,7	341,4	36,7
Economie sviluppate:	203,5	252,1	23,9
Europa	133,9	125,0	- 6,6
Stati Uniti	40,1	79,6	98,6
Giappone	- 5,8	7,1	
Economie in via di sviluppo	39,1	85,1	117,6
Africa	5,1	7,7	49,3
America Latina e Caraibi	- 4,4	32,0	
Asia e Oceania	38,3	45,3	18,4
Sud-est Europa e CSI	7,1	4,3	- 39,8

Fonte: Wir, 2010.

*Grafico 1.4 – I cross-border M&A nel 2010*¹⁷

Il concetto di *cross-border* M&A è strettamente correlato con le strategie di internazionalizzazione, in quanto, sfruttare quest'ultimo tipo di strategia, vuol dire beneficiare dei vantaggi e dei benefici ottenibili operando in Paesi terzi.

¹⁷ CAIAZZA R., 2011. *Cross-border M&A. Determinanti e fattori critici di successo*, Giappichelli, Torino

CAPITOLO II: L'analisi di mercato del settore cinematografico e televisivo

2.1 Premessa

Il sociologo britannico Denis McQuail ha definito i “*mass media*” o “mezzi di comunicazione di massa” come i “mezzi progettati per mettere in atto forme di comunicazione aperte, a distanza, con tante persone in un breve lasso di tempo” - con le finalità di – “produrre e diffondere messaggi indirizzati a pubblici molto ampi e inclusivi, comprendenti settori estremamente differenziati della popolazione.”¹⁸

L'evoluzione di tale settore è stata lunga e particolarmente lenta fino alla rivoluzione industriale. Successivamente, con l'Ottocento, si sono susseguite una serie di invenzioni che hanno favorito una crescita rapida e progressiva della comunicazione a livello mondiale: inizialmente ci fu il telegrafo, seguito poi dall'invenzione del telefono ed infine dal cinema. Soltanto nel Novecento i media si sono sviluppati in ottica residenziale, con l'invenzione della radio, della televisione ed, infine, del computer e delle sue applicazioni.

Attualmente il settore dei mass media comprende diverse categorie: fumetti, giornali, libri, street art, cinema, televisione, radio, internet, pubblicità.

La seguente analisi si incentra sullo studio delle operazioni di fusione e acquisizioni che hanno riguardato un determinato campione di imprese operanti nel settore televisivo e cinematografico dal 1997 ad oggi. Di conseguenza, l'analisi del settore trattata in questo capitolo riguarderà, nello specifico, l'area cinematografica e televisiva.

2.2 Cenni storici: l'evoluzione del settore cinematografico e televisivo

“Arte plastica in movimento, capace di rappresentare l'introspeffivo e di evocare stati d'animo. Le arti classiche si esprimono in termini di spazio e di rapporti geometrici (architettura, scultura e pittura) o in termini ritmici e di tempo (poesia, danza e musica): il cinema le ha fuse in un unico blocco e ha incarnato l'arte totale, la somma

¹⁸ MCQUAIL, D., 2005. *Sociologia dei Media*, Il Mulino, Bologna

delle arti plastiche e delle arti ritmiche. L'arte totale dunque"¹⁹: la "Settima Arte" (Ricciotto Canudo, 1921. *Manifeste des sept arts*).

La cinematografia, il cui significato può essere sintetizzato come "proiezioni di immagini in movimento" ha origini poco specifiche.

Le ombre cinesi e la camera oscura leonardiana possono essere considerate come forme primitive dell'attuale strumentazione cinematografica.

La nascita del cinema non può essere attribuita ad una specifica persona, ne tantomeno essere localizzata in uno specifico luogo. I libri di storia, in questo caso, sono soliti attribuire l'origine del cinema ai fratelli Louis e Auguste Lumiere che, nel 1895 al "Gran Cafè del Boulevard des Capucines" a Parigi, attraverso il *cinematographe*, riprodusero per la prima volta in pubblico la pellicola stampata.

In quegli stessi anni, dall'altra parte del mondo, un altro importante personaggio, passato alla storia per gli importanti contributi che diede nel campo elettrico, inventò il Kinetografo (la prima forma rudimentale di macchina da presa) e il kinetoscopio (il precursore del proiettore): si tratta dell'inventore e imprenditore statunitense Thomas Alva Edison. Egli, sfruttando le pellicole 35mm inventate da George Eastman e prodotte successivamente dalla società americana Eastman-Kodak Company, contribuì in maniera significativa all'origine della settima arte.

Tuttavia, nonostante queste grandi innovazioni, era ancora presto parlare di "cinema": le pellicole mostrate in sequenza generavano un susseguirsi di immagini con una durata massima di 20 secondi, un'unica inquadratura e l'assenza di un qualsiasi suono musicale (in quegli anni, ad accompagnare le proiezioni, era frequente l'impiego di un'orchestra musicale o di fonografi e pianisti).

La vera svolta si registrò nei primi anni del Novecento con David Wark Griffith, da molti considerato il padre del "cinema narrativo". Attraverso l'impiego del montaggio analitico, di sua invenzione, che permetteva di ordinare le inquadrature a seconda delle diverse necessità, si riuscì a dare una trama ai film. Sulla base di tali cambiamenti, nel 1915 venne realizzata la pellicola "*Nascita di una nazione*", da molti considerata come il primo vero film muto dell'epoca moderna. Con lo sviluppo dei lungometraggi, il business cinematografico divenne uno dei settori più attraenti, soprattutto negli Stati Uniti. A causa della considerevole crescita di tale settore, fu

¹⁹ NATTA E., 2007. *Uno sguardo nel buio: cinema, critica, psicoanalisi*, Effatà Editrice, Torino

importante concentrare la produzione dei film in un'unica località, da qui il mito di Hollywood.

In questo stesso periodo, inoltre, si vanno a registrare le prime concentrazioni di imprese: diventa, infatti, necessario, per le società produttrici, detenere il controllo sul maggior numero di sale cinematografiche.

Un'altra importante svolta si registrò durante gli anni Venti, quando la Warner Bros introdusse, per la prima volta, il sonoro in una pellicola (*"Il cantante di jazz"*, 1927). Questo segnò il passaggio dal cinema muto al cinema classico. Sebbene il sonoro garantì elevati passi in avanti per il settore e favorì incrementi significativi nei guadagni delle imprese produttrici, si registrarono anche importanti ripercussioni negative: un notevole aumento dei costi di produzione e forti limitazioni alle esportazioni delle pellicole, in quanto non si era ancora inventato il doppiaggio. Diventò, quindi, necessario girare i film in diverse versioni; da qui la necessità di attori che fossero in grado di parlare diverse lingue.

Nel 1948, le maggiori imprese produttrici (ricordate come le cinque Major e le tre Minor) furono colpevolizzate di condotta oligopolistica da parte della Corte Suprema statunitense. Questo fatto, insieme all'importante sviluppo della televisione, determinarono una forte decrescita per il settore cinematografico; si ridusse drasticamente il numero di film prodotti e molte società fallirono e furono costrette a chiudere l'attività. Gli anni Sessanta furono quindi segnati da un importante declino del cinema. Molti grandi compagnie cinematografiche dell'epoca (come la Paramount, la Universal e la United Artists) furono oggetto di importanti acquisizioni da parte di gruppi all'epoca più solidi.

I nuovi interventi legislativi, l'avvento di un'innovativa scuola di registi e la crescente funzione attribuita al merchandising favorirono la ricrescita del settore cinematografico.

Le innovazioni in campo elettronico e tecnologico hanno permesso, poi, recentemente, al cinema di modernizzarsi (da qui appunto il nome "cinema moderno"). L'introduzione dapprima delle videocassette e poi del formato DVD, l'introduzione di effetti speciali computerizzati e della moderna tecnologia del 3D e il ruolo ormai primario della pubblicità e del merchandising sono state solo alcune

delle cause che hanno permesso al cinema di raggiungere i livelli che tutti noi oggi conosciamo.

Il mercato del cinema, ormai sempre più globalizzato, è diventato uno dei settori più redditizi e affascinanti del Ventunesimo secolo.

La televisione, fu inventata nel 1925 dall'ingegnere scozzese John Logie Baird, in linea con l'invenzione della radio. Quest'ultima ha spinto, infatti, l'inventore britannico a realizzare un apparecchio che, basandosi sulla logica della trasmissione via cavo, permettesse a chiunque di visionare una sequenza di immagini (i film) direttamente da "casa".

Baird, sfruttando il brevetto di Nipkow, che riguardava il "*master television patent*", uno strumento che permetteva la trasmissione delle immagini attraverso un disco ruotante, realizzò il *Televisor*, la cosiddetta televisione elettromeccanica.

La prima dimostrazione risale nel marzo del '95 in un negozio di Londra: si trattava della riproduzione di una *silhouette* di diverse gradazioni di grigio.

La svolta, tuttavia, si registrò nel 1927 quando Baird trasmise un segnale televisivo da Londra a Glasgow sfruttando una normale linea telefonica in cavo.

Tale successo consentì all'ingegnere scozzese di aprire una propria società per dedicarsi completamente a tale invenzione, contribuendo fortemente fino alla sua morte, al progresso della stessa.

Alla fine degli anni '20, tuttavia, vennero poste le basi per la realizzazione di una televisione totalmente elettronica. È a questi anni che risale l'importante attività del fisico tedesco Ferdinand Braun che, attraverso il perfezionamento del tubo a raggi catodici, rese possibile la captazione e riproduzione di immagini elettroniche. Quest'invenzione venne successivamente impiegata dall'inventore americano Philo Farnsworth per la realizzazione dell'apparato di ripresa elettronico, vecchio antenato della cosiddetta "televisione a tubo catodico", fortemente utilizzata prima dell'avvento della moderna tecnologia.

Se la televisione elettromeccanica si diffuse soltanto in alcune zone del mondo senza ricevere particolare successo, la televisione elettronica, viceversa, si diffuse rapidamente in tutti i paesi industrializzati del Novecento. In particolar modo, negli Stati Uniti, dove in breve tempo, da un sistema operante tramite circa 60 linee

adottato nel 1928 si passò ad un sistema con 441 linee del 1939. È durante questo periodo storico che sorgono alcune delle più importanti compagnie televisive statunitensi: CBS, NBC, ABC.

“Gli anni ’40 vedono svilupparsi negli Stati Uniti il sistema a 525 linee destinato - per le sue avanzate prestazioni e perciò, all’epoca denominato ad “alta definizione” - a dar vita a regolari emissioni televisive in bianco e nero fino all’avvento, nei successivi anni ’70, della televisione a colori.”²⁰

Nel 1989 nasce la HDTV (*High Definition TeleVision*) che sfrutta segnali analogici compressi attraverso un sistema di compressione chiamato “MUSE”. Si tratta della prima televisione ad alta definizione.

A partire dal ventunesimo secolo, con la tecnologia 3D e la moderna digitalizzazione anche il settore televisivo si sta affacciando ad un periodo di grande crescita.

Sebbene il cinema e la televisione abbiano avuto percorsi evolutivi completamente differenti, si tratta comunque di due settori rientranti nella categoria più ampia dei mezzi di comunicazione di massa. Entrambi utilizzano la riproduzione sequenziale di immagini (che si tratti di film, di animation, di documentari o altro) per perseguire un medesimo scopo: intrattenere il pubblico spettatore.

2.3 La catena del valore cinematografica e televisiva

Il decreto legislativo n.28 del 22 gennaio del 2004 definisce, nell’articolo 2 comma 1, il termine *film* come “lo spettacolo realizzato su supporti di qualsiasi natura, anche digitale, con contenuto narrativo o documentaristico, purché opera dell’ingegno, ai sensi della disciplina del diritto d’autore, destinato al pubblico, prioritariamente nella sala cinematografica, dal titolare dei diritti di utilizzazione”.

Data la specificità della definizione, è innanzitutto opportuno andare ad analizzare la catena del valore del settore cinematografico e televisivo; comprendere, quindi, i soggetti e le fasi coinvolte nella produzione e distribuzione di un film o di una serie televisiva (generalmente definita come un film diviso in episodi trasmessi direttamente sulla televisione).

²⁰ CANTONI V., FALCIASECCA G., PELOSI G., 2011. *Storia delle telecomunicazioni, volume 1*, Firenze University Press, Firenze

Secondo l'ANICA, l'Associazione Nazionale Industrie Cinematografiche Audiovisive e multimediali, la filiera cinematografica è costituita, generalmente, da quattro fasi: sviluppo, produzione, promozione e distribuzione.

Le prime due fasi (sviluppo e produzione) sono gestite dalle imprese di produzione. Il produttore è colui che si occupa, secondo la legge, dell' "organizzazione della produzione". Questo possiede i diritti sul film o sull'opera cinematografica, e quindi, i diritti per lo sfruttamento economico dello stesso.

Le imprese di produzione si occupano di diversi aspetti:

- finanziare e valorizzare economicamente l'opera;
- organizzare e produrre l'opera;
- gestire la promozione dell'opera sia nel paese di appartenenza che all'estero.

Poiché un'opera cinematografica è considerata come un bene immateriale, i benefici del produttore saranno strettamente correlati con la capacità di questo nello sfruttare al meglio i diritti dell'opera stessa sul mercato.

Lo sviluppo di un film è la fase iniziale nella quale si svolgono diverse operazioni:

la raccolta, innanzitutto, dei fondi necessari per poter attuare l'idea di un'opera cinematografica. Si parla, in questo caso di risorse pubbliche (comunitarie, come il programma MEDIA, e nazionali, come la legge finanziaria 2008 delle *tax credit* e delle *tax shelter*) e di risorse private (accordi con altri produttori, preferibilmente esteri, accordi con distributori o accordi con compagnie di *broadcasting* nazionali);

la scrittura della sceneggiatura del film che si intende realizzare. In questo caso viene scelto e nominato un soggetto ad hoc: lo sceneggiatore, il cui compito è quello di definire i dialoghi e i comportamenti degli attori;

l'individuazione e l'assunzione dei membri del cast che prenderanno parte al film: il regista, gli attori, il direttore della fotografia.

La produzione di un film, invece, è quel momento della catena del valore nella quale si va a realizzare l'opera cinematografica. Questa fase si suddivide, generalmente, in tre sotto-fasi: pre-produzione, produzione e post-produzione.

Nella fase di pre-produzione si va a progettare il film, controllare la sceneggiatura, definire la *location* o il set dove girare l'opera, stabilire il budget da utilizzare.

La produzione, o lavorazione del film è il momento centrale del processo di produzione. Durante questa fase la sola attività che deve essere effettuata è la ripresa del film.

Infine troviamo la post-produzione, quella fase durante la quale si procede al montaggio delle scene, la realizzazione dei doppiaggi e l'introduzione (o meno) di effetti speciali e sonori.

Una volta terminate le riprese e "montato" il film, questo è pronto per essere destinato alla visione del pubblico spettatore. La distribuzione dell'opera cinematografica, in questo caso, non è più di competenza del produttore. Questo, quindi, cederà, a determinate condizioni, i diritti per lo sfruttamento dell'opera a specifici soggetti: le imprese di distribuzione. È sulla base della cessione di tali diritti che il produttore realizza i propri ricavi, il cui ammontare dipende fortemente dal fascino e dal valore attribuito all'opera. I diritti di sfruttamento vengono venduti in relazione a tre importanti variabili: il territorio nel quale far esercitare il diritto, la durata dell'accordo tra le parti per lo sfruttamento dell'opera, le tipologie di canali di sfruttamento. Il produttore, inoltre, può scegliere se cedere la totalità dei diritti di sfruttamento o se mantenerne una determinata quota.

Un'impresa produttrice può anche decidere di non cedere tali diritti e di distribuire direttamente l'opera cinematografica, attraverso, per esempio, integrazioni verticali con le imprese a valle che si occupano proprio di questa attività.

Nella maggior parte dei casi, quindi, le altre due fasi della filiera cinematografica (promozione e distribuzione) sono gestite dalle imprese di distribuzione.

I distributori hanno il compito di andare a commercializzare le opere cinematografiche sfruttando, al tempo stesso, l'attrattiva della promozione e delle campagne pubblicitarie.

A seconda del successo ottenuto dalla pubblicità e dalla sponsorizzazione, si delinea la capacità delle imprese di offrire al pubblico i diversi film.

Tralasciando l'aspetto pubblicitario, su cui non è necessario soffermarsi, è invece opportuno andare a capire come funziona la distribuzione delle opere cinematografiche in tale settore. Si tratta della cosiddetta *distribuzione per piattaforma* o *windows*, attraverso la quale si vanno a definire, appunto, le

piattaforme impiegate nello sfruttamento dell'opera e la durata temporale di utilizzo sulle medesime.

Nel momento in cui un film è realizzato, questo viene affidato dalle imprese di distribuzione agli esercenti, che, inizialmente, lo riproducono nelle sale cinematografiche per un periodo di circa 2/3 settimane generando, mediamente, un quarto dei ricavi complessivi.

Successivamente, seguendo la filiera di distribuzione, il film viene erogato attraverso le *home edition* (noleggio, edicola, vendita), la *pay per view*, il *pay*, il *video on demand* ed infine il *free*. Quest'ultimo canale è in continua crescita a causa dei crescenti sviluppi in campo tecnologico che stanno incrementando il numero di piattaforme utilizzabili per la visione delle opere cinematografiche (*web, app mobile...*). La distribuzione di un film può avvenire sia nel paese d'origine che all'estero e i ricavi complessivi che si otterranno da tale attività, dati dalla somma dei ricavi parziali ottenuti dalla commercializzazione delle opere cinematografiche attraverso le *windows*, dipenderanno dall'attrattività e l'interesse che il film sarà in grado di generare verso il pubblico spettatore.

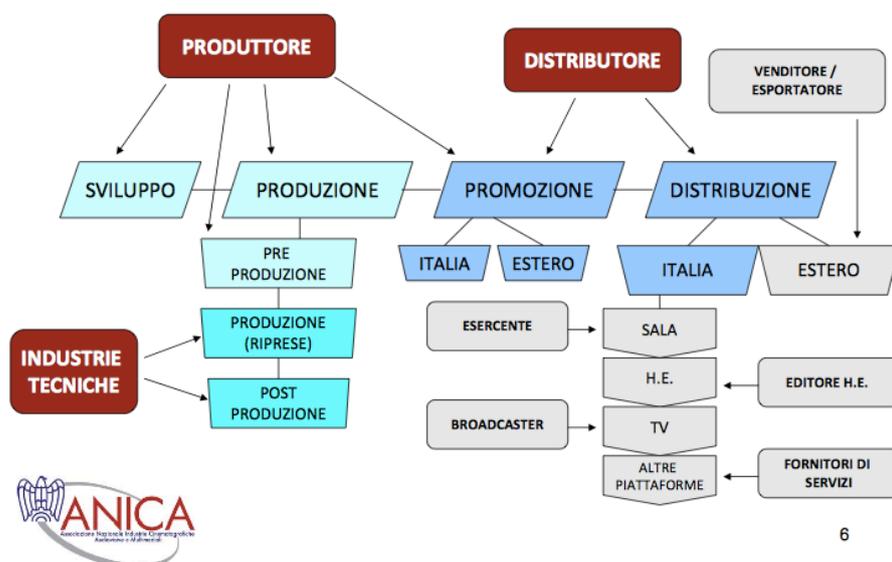


Grafico 2.1 – La catena del valore del settore cinematografico secondo l'ANICA (Associazione nazionale industrie cinematografiche audiovisive e multimediali)²¹

²¹http://www.anica.it/online/news/La%20filiera%20cinematografica%20e%20l%20importanza%20degli%20investitori%20esterni_27102011.pdf

La catena del valore del settore televisivo, seppur sotto diversi punti di vista risulta essere molto simile a quella del settore cinematografico, presenta, tuttavia, delle significative differenze.

Tenendo in considerazione la catena del valore secondo Porter, in cui è possibile distinguere le attività di un'impresa tra attività primarie e attività di supporto, nell'ambito televisivo le operazioni primarie sono: l'acquisto di programmi televisivi o la produzione audiovisiva, la programmazione, il marketing, la distribuzione e l'assistenza. Le operazioni secondarie, invece, riguardano la gestione, l'organizzazione, il personale, la ricerca e sviluppo e l'attività finanziaria.

Generalmente, quando si parla di imprese televisive, si fa riferimento alle imprese di *broadcasting* che si occupano della distribuzione e trasmissione di programmi televisivi.

Quando si tratta, quindi, della prima fase (produzione di un'opera televisiva) le aziende operanti in tale settore possono decidere se produrre direttamente l'opera o se acquistarla direttamente da una società esterna.

La produzione televisiva interna riprende in considerazione le fasi già viste per il settore cinematografico (pre-produzione, lavorazione e post-produzione), nonché le stesse figure coinvolte (regista, attori, direttore della fotografia etc.). Tuttavia, a differenza di quanto accade per il cinema, in ambito televisivo, un'impresa può decidere se autoprodurre l'opera, se affidarne la produzione in appalto a produttori indipendenti o se realizzarla tramite cooperazioni o consorzi con altre società televisive.

L'alternativa maggiormente ricorrente riguarda l'acquisto dell'opera da soggetti terzi.

“La decisione di acquistare parzialmente o totalmente i programmi ha un'influenza notevole sulla struttura dell'impresa in quanto, prendendo tale decisione e considerando il più favorevole rapporto tra profitti e costi d'entrata, si determina il posizionamento della televisione e la strategia da perseguire.”²²

Per esempio, le imprese private, rispetto alle imprese pubbliche e commerciali, sono solite sfruttare in maniera minore la pubblicità cercando, tuttavia, di ottenere il diritto di esclusiva sui programmi da trasmettere.

²² PRARIO B., 2005. *Le trasformazioni dell'impresa televisiva verso l'era digitale*, Peter Lang

Inoltre, un'impresa può anche decidere di non acquistare il programma televisivo ma solamente comprare i diritti esclusivi di trasmissione. In questo caso sarà necessario definire la durata del diritto e il contesto geografico in cui sfruttare tale diritto.

Successivamente alla fase "produttiva" si trova la programmazione, l'attività di definizione del palinsesto, attraverso la quale si vanno a collocare i programmi in maniera sequenziale sul canale di trasmissione. Da una giusta definizione della programmazione dipenderà il successo o meno di un'impresa.

La fase del marketing riguarda il contenuto prettamente pubblicitario. Come detto precedentemente, il marketing può essere più o meno importante a seconda se l'impresa è pubblica o privata.

Le imprese pubbliche, non potendo puntare sui diritti di esclusiva di molti programmi televisivi che genererebbero una differenza benefici/costi particolarmente alta, sono spinte a sfruttare fortemente l'elemento promozionale e pubblicitario, inserendo per esempio, spot pubblicitari tra un programma e l'altro o addirittura all'interno dello stesso programma televisivo.

In seguito all'attività di marketing, riscontriamo l'attività di distribuzione. Si tratta della semplice fornitura di programmi televisivi al pubblico spettatore. In questo caso, i programmi televisivi, una volta stabilito il palinsesto, verranno trasmessi dall'impresa sulla frequenza televisiva di proprietà. Nella fase di distribuzione si vanno a organizzare i contenuti in funzione del tipo di pubblico e della piattaforma utilizzata. È durante quest'attività che si generano la maggior parte dei ricavi per l'impresa.

In ultimo troviamo la fase dell'assistenza, che riguarda, in particolar modo, i problemi di trasmissione.

Per quanto riguarda le attività di supporto, si tratta di operazioni volte a tutelare e facilitare il processo della filiera televisiva.

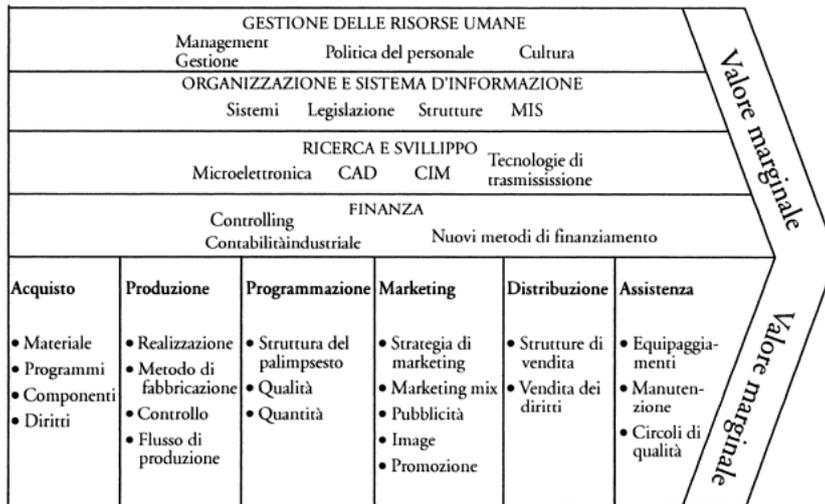


Grafico 2.2 La catena del valore del settore televisivo secondo il modello di Porter²³

2.4 L'analisi dei costi e dei benefici del settore cinematografico e televisivo

Attraverso un'analisi costi/benefici è possibile capire quali sono le aree o le attività su cui un'impresa si dovrebbe focalizzare per ottenere una performance positiva. Sebbene tale approccio venga principalmente impiegato per la valutazione di progetti di investimento e di finanziamento, in questo caso può essere utile conoscere i costi su cui un'impresa cinematografica o televisiva dovrebbe intervenire e le fonti di ricavo su cui dovrebbe concentrarsi.

Nel settore cinematografico questo tipo di raffronto è fondamentale per determinare il successo o meno di un'impresa.

Trattando, innanzitutto i ricavi, è opportuno fare una distinzione tra il “canale primario” ed il “canale secondario”:

- il canale primario è il canale delle “proiezioni cinematografiche”. In questo caso i ricavi derivano esclusivamente dagli incassi ottenuti dalle sale cinematografiche;

²³ SPITZ M., 1993. *Fattori critici di successo delle televisioni nazionali europee nel mercato degli anni '90*, Difo-Dr

- il canale secondario è, invece, il canale della “trasmissione televisiva”. I ricavi sono generati dalla cessione dei diritti di sfruttamento del film alle compagnie televisive o alle società di noleggio.

Il canale primario, fino agli anni ‘70, rappresentava la principale fonte di guadagno per le imprese cinematografiche; tuttavia, a partire dalla fine del Novecento, la distribuzione televisiva è cresciuta fortemente generando essa stessa più del 50% dei ricavi complessivi.

Questo è stato possibile anche grazie allo sfruttamento dello strumento del *licensing* (“l’attività di concessione di una licenza d’impiego relativa a personaggi, marchi, persone, oggetti, da parte di un soggetto (licenziante) ad un altro soggetto (licenziatario) che li utilizzerà per un determinato prodotto oppure per attuare campagne promozionali”²⁴) che ha permesso alle imprese cinematografiche di sfruttare e beneficiare anche dei ricavi derivanti dalle operazioni di *merchandising*.

I ricavi, come accennato precedentemente, derivano dalla proiezione dei film nelle sale cinematografiche o dalla cessione dei diritti di sfruttamento a società televisive e di noleggio.

Nel primo caso essi dipendono dal prezzo del biglietto pagato dal pubblico per prendere parte alla visione del film. Tuttavia, in questo circostanza, le manovre adottabili dall’impresa per incrementare i guadagni sono pressoché nulle. Non è possibile poter competere sul prezzo o differenziarlo a seconda dell’opera cinematografica. È necessario che tutti i film, indipendentemente dall’ora o dalla sala cinematografica in cui vengono proiettati, abbiano lo stesso prezzo. Applicare prezzi diversi potrebbe, infatti, avere ripercussioni fortemente negative: un prezzo troppo basso potrebbe essere sinonimo di bassa qualità o di basso valore, questo andrebbe significativamente a ridurre il numero degli spettatori danneggiando, di conseguenza, sia le imprese di distribuzione (le sale cinematografiche non verrebbero riempite), sia le imprese di produzione (il fallimento di un film, oltre a ridurre gli incassi generali, potrebbe influenzare negativamente la produzione dei film successivi dell’impresa).

²⁴ OPPOLA A., 1992. *Le strategie di marketing nell’industria cinematografica statunitense. Licensing e merchandising*, Economia e politica industriale

Nel secondo caso, i ricavi, dipendono dal valore di cessione, stabilito contrattualmente, dei diritti di sfruttamento pagati dalle compagnie televisive e dalle società di noleggio.

Questo valore di cessione è tanto maggiore quanto più sono presenti alcuni fattori:

- l'originalità dei soggetti: tanto più un soggetto risulta essere diverso e apprezzato dal pubblico tanto più facile è la possibilità di intervenire anche in altri campi dell'intrattenimento, come quello ludico o quello editoriale (per esempio, il successo del "Signore degli anelli" è stato talmente alto da consentire lo sviluppo successivo di videogiochi e fumetti);
- il successo al botteghino: maggiore è il successo che un film ha avuto sul mercato primario, maggiori saranno i ricavi che si otterranno sul mercato secondario;
- la colonna sonora: se i brani di un film rimangono impressi nella mente del pubblico, questo inciderà positivamente sulla distribuzione tramite il canale secondario;
- il fenomeno del collezionismo: il successo di un film può spingere i fan più accaniti ad appropriarsi o acquistare elementi scenici portando, quindi, grande successo e guadagno per l'opera cinematografica; questo può dipendere anche dalla notorietà elevata del cast di attori che vi hanno preso parte.

Per quanto riguarda i costi, un'impresa cinematografica deve tenere in considerazione:

- *i costi di produzione*, ovvero i costi necessari alla produzione di un'opera cinematografica. Tanto più un film vuole raggiungere un significativo successo o impiega un numero elevato di effetti speciali, tanto maggiori saranno tali costi. Le grandi produzioni cinematografiche americane richiedono mediamente un valore compreso tra i 40 e 200 milioni di dollari;
- *i costi di proiezione*; si tratta, in questo caso, di una commissione che, per legge, deve essere pagata alle sale cinematografiche. Se fino a qualche anno

fa tale costo era fisso, adesso questo dipende dal potere contrattuale tra l'impresa di distribuzione e la sala cinematografica stessa;

- *i costi di distribuzione*, legati alla duplicazione della pellicola e al trasporto della stessa presso le diverse sale cinematografiche; attualmente, la tecnologia moderna ha permesso la minimizzazione di tali costi;
- *i costi promozionali*, i costi legati al marketing e alla pubblicità. Si tratta di un aspetto ormai fondamentale per puntare al successo di una pellicola.

Nel settore televisivo i ricavi e i costi da considerare sono diversi da quelli visti, precedentemente, per il settore cinematografico.

Per quanto riguarda gli incassi di un'impresa televisiva, è possibile dividerli in tre categorie:

- *ricavi da pubblicità*, considerati come la forma di guadagno più vecchia per il settore televisivo. Si tratta di introiti che sono stabiliti sulla base di “contratti di pubblicità” e che la compagnia televisiva ottiene attraverso la trasmissione, sul proprio canale, di video pubblicitari di imprese terze. Tali contratti non sono altro che accordi realizzati tra chi intende promuovere e vendere un prodotto o servizio e chi, invece, dispone dei mezzi di comunicazione al pubblico. Questi filmati sono chiamati più generalmente spot pubblicitari, in quanto hanno una durata non superiore ai 20 secondi. Possono essere trasmessi in blocco (tra un programma ed un altro o addirittura durante il programma stesso) o singolarmente.

Il valore dei ricavi dipenderà, in questo caso, da diversi elementi: se lo spot pubblicitario è trasmesso individualmente, le imprese terze dovranno corrispondere un prezzo più alto alle imprese televisive, viceversa, il prezzo si abbasserà nel caso in cui lo spot venga trasmesso in blocco, con altri video pubblicitari; il prezzo da corrispondere sarà alto anche nel caso in cui lo spot venga trasmesso durante un programma fortemente seguito (per esempio in America, per poter far trasmettere una pubblicità di durata non superiore ai 30 secondi durante il Super Bowl, è necessario pagare una cifra intorno ai 4,5

milioni di dollari alla compagnia televisiva); il prezzo di un filmato pubblicitario dipenderà anche dall'ora e dal giorno in cui viene trasmesso, tenendo in considerazione i presunti impegni del pubblico spettatore;

- *ricavi da abbonamento*, si tratta di ricavi che valgono unicamente per le imprese televisive private in quanto per quelle pubbliche è previsto il pagamento di un canone televisivo. Il passaggio dalla televisione nazionale alla *Pay TV* e alla televisione satellitare, ha permesso alle compagnie televisive private, la possibilità di introdurre le campagne abbonamenti. Attraverso il pagamento mensile o annuale di un determinato prezzo, il cliente avrà la possibilità di poter vedere, 24 ore su 24, tutti i programmi di suo interesse (cinema, documentari, animazione, serie televisive, sport etc). In questo caso, il prezzo dell'abbonamento dipenderà dai "pacchetti" offerti dalla compagnia televisiva;
- *ricavi da fondi pubblici*, possono essere ricavi fissi o ricavi variabili. Nel primo caso, si tratta dei fondi che lo Stato ogni anno stanziava per il servizio televisivo; mentre nel secondo caso, si fa riferimento, per esempio, al pagamento del canone televisivo, il cui valore dipende dal numero di individui dotati di televisione e dal livello di evasione.

Mentre per le compagnie televisive pubbliche, la componente principale dei ricavi è data dagli spazi pubblicitari, per le compagnie televisive private questa è rappresentata dalle campagne abbonamenti sottoscritte dal pubblico. Questo perché, come già accennato nei paragrafi precedenti, le imprese private, a differenza delle imprese pubbliche, sono solite non ricorrere alla pubblicità e cercare, più che altro, di ottenere il diritto di esclusiva su programmi di elevato successo.

Per quanto riguarda i costi di un'impresa televisiva, questi si distinguono in:

- *costi dei programmi*, sono i costi legati alla fase della produzione di un programma televisivo. Se la produzione è svolta direttamente dall'impresa televisiva, tali costi riguarderanno l'acquisto delle risorse necessarie per la realizzazione dell'opera (attrezzature, impianti, macchinari, personale); se, invece, l'impresa decide di non produrre direttamente il programma

televisivo ma di acquistarlo da terzi, i costi di produzione, in questo caso, riguarderanno l'acquisto dei diritti televisivi. Questi costi, quindi, si possono dividere in tre categorie:

- i *costi dei diritti televisivi*: i costi sostenuti dall'impresa per acquistare il permesso di trasmettere uno specifico programma televisivo;
- i *costi artistici*: i costi sostenuti dall'impresa per il cast di attori che prenderà parte alla produzione del programma televisivo;
- i *costi tecnici*: i costi sostenuti dall'impresa per ottenere le attrezzature e gli strumenti necessari per poter realizzare il programma televisivo.

Mentre i costi sostenuti per l'ottenimento dei diritti televisivi riguardano il caso in cui l'impresa decide di non realizzare un programma ma di acquistarlo da terzi, i costi artisti e i costi tecnici, sono quelle spese da sostenere obbligatoriamente per poter produrre internamente e direttamente un'opera televisiva;

- *costi della struttura televisiva*, sono i costi legati alla gestione del personale. Maggiore è il numero dei dipendenti della società televisiva, maggiore sarà il valore di tali costi;
- *costi di trasmissione*, sono i costi sostenuti dall'impresa per poter diffondere il segnale. Possono essere divisi in costi fissi (trasmettitori, antenne, amplificatori di frequenza etc.) e costi variabili (per esempio, il quantitativo di energia impiegato per la trasmissione del segnale).

2.5 Il settore cinematografico secondo il modello delle cinque forze competitive di Porter

Il modello delle “cinque forze competitive di Porter” è un approccio che ci permette di analizzare e comprendere le dinamiche e le condizioni del contesto competitivo e delle interazioni che un’impresa realizza all’interno dell’ambiente stesso.

Come già descritto nel capitolo precedente, il modello di Porter si focalizza sull’analisi di cinque variabili: l’intensità della concorrenza, la minaccia di nuovi entranti, la minaccia di prodotti sostitutivi, il potere contrattuale dei clienti ed il potere contrattuale dei fornitori.

Il settore del cinema è particolarmente complesso in quanto il numero di attori coinvolti è molto elevato ed i suoi confini difficilmente definibili. Per cercare di dare una rappresentazione chiara dell’ambiente competitivo del settore cinematografico, il modello in questione avrà come riferimento le imprese di produzione, focalizzandosi sulla situazione di mercato esistente nel biennio 2014/2015.

Valutando l’*intensità della concorrenza* siamo in grado di comprendere il livello di competizione presente all’interno del settore. Questa è misurabile attraverso il calcolo della concentrazione assoluta e della concentrazione relativa. La prima dà informazioni circa il numero delle imprese complessive che operano all’interno del settore nonché la quota di mercato da esse possedute, mentre la seconda spiega come si distribuiscono le quote di mercato delle diverse imprese rispetto al valore medio (in quest’ultimo caso un indicatore molto utilizzato è l’indice di Hirschman-Herfindal o “HHI”).

Per quanto riguarda la concentrazione assoluta, il numero complessivo di imprese di produzione cinematografica, indipendentemente dal fatto che si tratti di società controllate o società indipendenti (sono escluse le società controllate), secondo il sito statunitense “*Box Office Mojo*” (che raccoglie annualmente i dati riguardanti il settore del cinema, ed in particolar modo quelli sugli incassi delle imprese stesse), si aggira intorno alle 1.000 imprese (circa 1.044 imprese di produzione). Di queste, soltanto 11 hanno una quota di mercato superiore al 1% mentre le rimanenti si aggirano al di sotto dello 0,6%.

	STUDIO	MARKET SHARE	TOTAL GROSS REVENUES IN BILLION
1	Warner Bros.	21.1%	\$621.2
2	Universal	18.1%	\$532.2
3	20th Century Fox	14.7%	\$431.4
4	Walt Disney Studios	10.8%	\$319.0
5	Paramount	9.3%	\$274.9
6	Lionsgate	6.4%	\$187.4
7	Weinstein Company	5.6%	\$164.5
8	Sony / Columbia	4.3%	\$127.9
9	Relativity	2.5%	\$73.6
10	Fox Searchlight	2.3%	\$67.6
11	Sony Classics	1.3%	\$38.7

Grafico 2.3 Le grandi Major del settore cinematografico²⁵

Il grado di concentrazione risulta essere molto alto, in quanto le prime cinque imprese detengono il 74% della quota di mercato complessiva e le prime dieci addirittura il 95,1%. Solitamente, un elevato grado di concentrazione assoluta è sinonimo di un basso grado di competitività. Sebbene questo si traduca anche nel settore cinematografico, la situazione, in questo caso, è particolarmente differente. Infatti, le 1.000 imprese considerate precedentemente, non sono altro che un numero limitato di imprese operanti nel più ampio settore dell'*entertainment*. Le interdipendenze con il settore della produzione televisiva e della produzione animata permettono, di fatto, di rafforzare ulteriormente la competitività nel settore in questione senza, tuttavia, comportare variazioni determinanti rispetto al valore delle quote di mercato delle imprese operanti.

Valutare la concentrazione assoluta, ad ogni modo, non è sufficiente per valutare l'intensità della concorrenza; è necessario, infatti, calcolare anche la concentrazione relativa.

Calcolando l'indice di Hirschman-Herfindal (dato come la somma dei quadrati delle quote di mercato delle imprese²⁶, il cui valore è compreso tra 0 e 10.000) si ottiene

²⁵ <http://www.boxofficemojo.com/studio/?view2=yearly&view=company&p=.htm>

²⁶ la formula matematica è la seguente: $\sum_{i=1}^n (q_i * 100)^2$

un valore approssimativo a 1.290. Tale valore non è abbastanza alto per assicurare una concentrazione forte nel settore cinematografico. Basandoci, quindi, su entrambi gli indicatori, possiamo concludere che, per quanto riguarda l'intensità della concorrenza nel settore, sebbene ci sia una forte concentrazione delle quote di mercato tra pochi grandi imprese, la competizione all'interno di tale business è relativamente forte.

La *minaccia di nuovi entranti* è il secondo aspetto su cui soffermarsi per la valutazione del contesto competitivo. La possibilità di nuovi *incumbents* nel settore dipende prevalentemente dalla presenza o meno di barriere all'entrata. Queste possono essere di tipo istituzionale, strategico e strutturale e hanno il compito di ostacolare, o quanto meno, mettere in difficoltà i nuovi concorrenti ad entrare nel settore di riferimento. Nel campo cinematografico vi è un'elevata presenza di barriere all'entrata, soprattutto di tipo strategico e strutturale, che rendono molto difficile poter entrare in tale settore. Il marchio ed il prestigio, per esempio, permettono ad un'impresa cinematografica di poter beneficiare di diversi vantaggi: costi di finanziamento e di produzione minori (sfruttamento delle economie di scala e di scopo), elevato gradimento da parte del pubblico, alto potere contrattuale con attori di elevata notorietà, facilitazioni dal punto di vista distributivo. Se questi fattori rappresentano un punto di forza per le imprese già operanti nel settore cinematografico, per i nuovi entranti rappresentano, invece, importanti ostacoli all'ingresso.

La *minaccia di prodotti sostitutivi* è probabilmente il problema più importante da affrontare per un'impresa cinematografica. Gli elevati passi in avanti fatti in campo tecnologico stanno favorendo una crescita quasi esponenziale di tale settore rendendo, quindi, elevata la competizione al suo interno. Inoltre, un'impresa cinematografica, al giorno d'oggi, oltre a doversi preoccupare della concorrenza diretta nel settore, deve tenere in considerazione anche la minaccia di compagnie che operano in settori diversi ma con i quali il cinema ha forti interdipendenze (l'animazione, la televisione, la musica, il teatro etc.). Quando si tratta di prodotti sostitutivi è opportuno, di conseguenza, tenere in considerazione diversi elementi:

- la qualità del prodotto che le imprese offrono;

- la differenza tecnica e tecnologica tra le diverse imprese cinematografiche;
- il servizio offerto dalle imprese al pubblico;
- la qualità dell'immagine con cui vengono realizzati i film;
- il prezzo di vendita dell'opera cinematografica ed il valore dei finanziamenti (scegliendo tra finanziamenti pubblici e privati).

Inoltre, quando si tratta di prodotti sostitutivi, è opportuno tenere in considerazione l'importante progresso fatto in campo tecnologico e informatico. La diffusione dei DVD e CD si sta lentamente sostituendo alle pellicole cinematografiche, mentre la pirateria (l'attività illegale di diffusione di prodotti cinematografici gratuiti sulla rete internet) sta crescendo notevolmente e rapidamente.

Infine, il modello di Porter, prevede un'analisi del *potere contrattuale dei clienti e dei fornitori*.

Per quanto riguarda il potere negoziale verso gli acquirenti e verso i fornitori, questo dipende dal "potere contrattuale relativo", ovvero la capacità di una delle due parti coinvolte a rinunciare alla transazione, a meno che non si rispettino le condizioni di negoziazione da esso stabilite.

Nel settore cinematografico il potere contrattuale relativo è tanto maggiore quanto maggiore è la quota di mercato, il valore del marchio e il prestigio di un'impresa. Più questi elementi sono forti, più l'impresa cinematografica sarà in grado di far prevalere le proprie condizioni e ottenere maggior profitto. Uno studio cinematografico come la "Walt Disney Studios" o la "Warner Bros" avrà sicuramente un potere negoziale maggiore rispetto ad una piccola casa di produzione cinematografica di recente sviluppo.

Il potere contrattuale verso i fornitori e acquirenti dipende anche dalla numerosità di questi. Nel settore in questione sono molti i clienti di uno studio cinematografico, dalle compagnie televisive, alle sale cinematografiche, alle società di noleggio, fino alle società che gestiscono le piattaforme internet. Stesso discorso per quanto riguarda le società di fornitura. Di conseguenza, avendo maggior scelta tra fornitori e clienti, si godrà di maggior potere contrattuale.

Tuttavia, è bene sottolineare come, nel settore cinematografico, ci sia una forte preferenza, soprattutto da parte delle grandi compagnie produttive, ad attuare delle

strategie di integrazione verticale in modo da ridurre i costi di transazione e beneficiare dei vantaggi derivanti dal controllo totale della catena del valore. È proprio grazie a questo tipo di strategia di livello corporate che si sono formate le cosiddette sette grandi “*Major*” dell’industria cinematografica (Walt Disney, Universal, 20 Century Fox, Warner Bros., Columbia, Lionsgate e Paramount). Questo tipo di operazioni ha permesso a questa categoria di imprese di disporre di un potere contrattuale molto alto. Questo tipo di operazione, oltre ad incidere sull’intensità della concorrenza, riduce il rischio di entrata di nuovi concorrenti e permette di godere di un elevato potere contrattuale.

2.6 Il settore televisivo secondo il modello delle cinque forze competitive di Porter

Per quanto riguarda il settore televisivo, il discorso da fare è molto simile a quanto visto per il settore cinematografico. Anche in questo caso parliamo di un sistema in cui è difficile definirne i confini, che ha forti relazioni con gli altri settori dell’*entertainment* e che coinvolge un numero molto elevato di attori.

L’*intensità della concorrenza* nel settore televisivo è cresciuta notevolmente a partire dalla fine del Novecento. Questo è dipeso principalmente dall’introduzione di nuove piattaforme o “*windows*” attraverso cui trasmettere i programmi televisivi. Oltre, infatti, alla tradizionale televisione terrestre sono state introdotte nuove forme per la trasmissione televisiva che hanno inciso profondamente sugli equilibri del settore: dalla TV satellitare alla *Pay TV*, dal *Video On Demand* alla televisione in *streaming*.

In Italia, per esempio, le reti nazionali Rai e Mediaset hanno dovuto affrontare il problema legato allo sviluppo e alla diffusione di reti satellitari come SKY e Mediaset Premium.

Parlare di numeri in questo caso sarebbe riduttivo, in quanto, tra imprese televisive private e pubbliche, nazionali e regionali, che trasmettono sui canali terrestri o sui canali satellitari, di grandi dimensioni o di piccole dimensioni, si raggiungerebbero cifre molto elevate. Inoltre, a differenza di quanto succede nel settore cinematografico, nell’ambiente televisivo non si riscontra la presenza di grandi “*major*” che detengono una quota rilevante del mercato. Ci si aspetta, quindi, che la concorrenza sia molto elevata e le quote di mercato particolarmente diffuse.

Per quanto riguarda la *minaccia di nuovi entranti*, anche in questo caso sono presenti molte barriere all'entrata volte ad ostacolare l'ingresso di potenziali concorrenti. Entrando, infatti, in un settore dinamico come quello televisivo, il rischio maggiore per le imprese già operanti al suo interno, riguarda soprattutto il rischio di perdere quote di mercato e risorse distintive, determinando, così, un incremento significativo dei costi di produzione e una successiva riduzione del margine di profitto. Questo riguarda soprattutto le imprese televisive regionali e locali che risentiranno maggiormente della concorrenza di un nuovo entrante. Quest'ultimo, infatti, potrebbe fornire un servizio sostitutivo e migliore nonché sottrarre potenziali clienti all'impresa locale, danneggiandola, quindi, sia dal punto di vista dell'immagine che dal punto di vista economico/finanziario. È in questo caso che le barriere all'entrata, date dalla presenza stabile e consolidata del marchio e la conoscenza approfondita del mercato locale, permettono a queste piccole imprese di poter fronteggiare positivamente e favorevolmente i presunti e possibili nuovi *incumbents*.

La *minaccia di prodotti sostitutivi* incide sul prezzo che un'impresa televisiva stabilisce. Si tratta di tenere in considerazione l'elasticità incrociata della domanda: tanto più è alto il prezzo di un bene, tanto più alta sarà la domanda del suo prodotto sostitutivo.

Per quanto riguarda il settore televisivo, i prodotti concorrenziali sono quelli offerti dagli altri mezzi di comunicazione di massa con cui la televisione ha delle interdipendenze. Come già detto nel caso del cinema, si tratta del settore dell'animazione, della musica, del teatro, dell'editoria etc.

Gli elementi su cui si va a fondare la concorrenza sono generalmente due:

- il tempo libero che il cliente può dedicare al mezzo di comunicazione e, di conseguenza, la scelta del mezzo stesso;
- il prezzo per gli spazi pubblicitari pagato dalle imprese di stampa al "mass media".

In questo caso, l'impresa dovrà cercare di convincere il pubblico a sfruttare il proprio tempo libero per dedicarlo al servizio offerto dalla medesima e, al tempo stesso, cercare di battere la concorrenza per riempire i propri spazi pubblicitari.

Tenendo in considerazione questi due elementi è da sottolineare, in particolar modo, la forte e diretta concorrenza tra il settore cinematografico e quello televisivo.

Negli ultimi anni, invece, sta crescendo in maniera sempre più rapida, la competizione tra la televisione e internet, soprattutto con riferimento al tempo libero dedicato dai clienti. Infatti al giorno d'oggi, con l'avvento dell'era digitale, un individuo è solito passare mediamente dalle 4 alle 6 ore giornaliere davanti ad un computer. Nel corso degli ultimi 10 anni gli utenti Internet sono aumentati più del 600%; basti pensare che nel biennio compreso tra il 2003 e il 2005 i clienti della rete sono passati da 40 milioni a 150 milioni, ed il 45% di questi ha ridotto, in maniera significativa, il proprio tempo libero davanti alla televisione.

L'impiego dello *streaming* si sta, quindi, lentamente sostituendo alla tradizionale funzione del televisore.

Con lo sviluppo della televisione satellitare da una parte, e la crescita esponenziale di internet e dei contenuti digitali dall'altra, si stanno registrando anche importanti cambiamenti in merito al *potere contrattuale dei fornitori e degli acquirenti*.

Secondo il regolamento previsto dalla legge 66/2001, approvato con delibera n. 435/01/CONS, i "fornitori di contenuti" sono quei soggetti che hanno la "responsabilità editoriale nella predisposizione dei programmi destinati alla radiodiffusione televisiva e sonora". Il loro potere contrattuale in campo televisivo è cresciuto notevolmente a causa dell'elevata competizione all'interno del settore. Infatti se fino a qualche tempo fa le imprese televisive operavano sulla "piattaforma terrestre", con i recenti sviluppi tecnologici, queste devono preoccuparsi anche della competizione della televisione satellitare e dello streaming su internet.

Per quanto riguarda il potere contrattuale dei clienti, questi, all'interno del settore televisivo, hanno e avranno sempre un ruolo determinante. Il potere deriva, in questo caso, dal concetto di *audiance*. Maggiore è il numero di spettatori che stanno guardando un determinato programma offerto da una specifica compagnia televisiva, maggiore sarà il guadagno economico e d'immagine ottenuto dalla stessa. Molte volte succede che diverse imprese televisive, per mantenere alti i propri profitti e per evitare che il proprio marchio possa deprezzarsi, sono solite lanciare degli episodi "pilota" riguardo un nuovo programma e decidere se continuare o cancellare la

produzione di quest'ultimo in relazione agli ascolti registrati da questo primo episodio.

Nonostante quanto detto, è opportuno sottolineare che, anche in questo caso, come già visto anche per il settore del cinema, sono importantissime le operazioni di integrazione verticale finalizzate a garantire un controllo completo sull'intera filiera televisiva.

CAPITOLO III: L'analisi statistico-descrittiva delle operazioni di M&A nel settore cinematografico e televisivo

3.1 Introduzione all'analisi statistica: obiettivi, vincoli e ipotesi

La finalità di questo lavoro è quella di valutare gli effetti e le conseguenze che possono generarsi dalle operazioni di acquisizione e fusione in un dato settore.

Questo capitolo si pone l'obiettivo di descrivere le fasi che hanno caratterizzato lo studio empirico svolto, rimandando i commenti e le considerazioni sui risultati ottenuti a quello successivo.

Utilizzando il database *Zephyr*, è stato scelto un campione di imprese quotate e non quotate sui mercati regolamentati ed operanti nel settore cinematografico e televisivo (più specificatamente imprese di produzione e distribuzione di “*motion picture, video and television programme*”) che hanno realizzato operazioni di fusione e acquisizione tra il 1° gennaio del 1997 ed il 1° gennaio del 2015.

Al fine di poter analizzare gli effetti delle operazioni di M&A su tali società, è stato necessario attuare una scrematura del campione, in modo tale da avere, in definitiva, un numero di osservazioni con informazioni, di carattere economico-finanziario e riguardanti le imprese acquirenti, relative al momento precedente e successivo all'operazione di fusione e acquisizione stessa.

In tal caso è stato preso come riferimento uno specifico indicatore, il valore dei ricavi, così diviso: *pre-deal acquiror operating revenue/turnover* e *post-deal acquiror operating revenue/turnover*.

Basandosi su tale indice, il campione è stato scremato fino a raggiungere un numero di osservazioni pari a 266 operazioni di M&A.

Di queste, oltre al valore del *turnover*, si conosce anche il *deal-value* (questo, tuttavia, solo per le operazioni che riguardano le società quotate) ed il paese d'origine delle imprese acquirenti e delle imprese acquisite.

Questo modello, tuttavia, presenta due importanti vincoli da tenere in considerazione nella valutazione dei risultati:

- la *limitata ampiezza campionaria* dovuta, in particolar modo, alla specificità del settore di analisi, alla brevità dell'arco temporale preso in considerazione e alla necessità di disporre di almeno un indicatore che fosse in grado di descrivere accuratamente l'operazione di M&A;
- il *criterio di valutazione dell'impresa*. Il valore dell'azienda, infatti, è stato calcolato come semplice differenza tra il valore dei ricavi post-operazione ed il valore dei ricavi pre-operazione. In questo caso, secondo le regole della matematica finanziaria, sarebbe stato opportuno utilizzare il calcolo attuariale: attualizzare il valore dei ricavi *post-deal* all'anno in cui si conosce il valore dei ricavi *pre-deal* e sottrarre quest'ultimo al risultato ottenuto. Tuttavia, non disponendo di informazioni relative al momento in cui sono stati calcolati i valori del *turnover*, non è stato possibile procedere con il criterio dell'attualizzazione.

L'obiettivo del modello è quello di realizzare un'analisi statistico-descrittiva delle diverse operazioni di M&A. Per procedere con tale tipo di attività, il campione di imprese precedentemente definito è stato classificato sulla base di tre distinte informazioni. Per ogni singola operazione di M&A, infatti, sono state analizzate:

- il *tipo di operazione*: è stata fatta una classificazione delle operazioni di fusione e acquisizione a seconda che si tratti di integrazione verticale, integrazione orizzontale, diversificazione correlata e diversificazione conglomerata;
- l'*origine geografica*: la classificazione delle operazioni riguarda, in questa circostanza, la presenza o meno di una strategia di internazionalizzazione;
- la *dimensione dell'azienda*, definita dal numero di dipendenti presenti all'interno delle imprese (calcolata sia per le imprese acquirenti che per le imprese acquisite).

Una volta effettuate tali classificazioni, per ognuna di esse è stata svolta una raccolta di informazioni per l'analisi statistica.

Infine, i risultati ottenuti, sono stati commentati, al fine di poter ottenere una valutazione esaustiva delle operazioni di M&A.

Riguardo le ipotesi introdotte, queste si differenziano a seconda del tipo di analisi effettuata.

Sebbene i valori statistici di base (come la media, la mediana, la deviazione standard, la varianza e la correlazione) siano stati calcolati direttamente sul differenziale dei ricavi post e pre operazione M&A delle imprese acquirenti (la variabile indipendente principale di tale modello), le analisi di frequenza sono state applicate su dati diversi. Nei casi riguardanti le strategie a livello corporate (integrazione, internazionalizzazione e diversificazione) è stata introdotta una variabile dipendente definita dalla variazione percentuale di valore generato (calcolata come rapporto tra l'*enterprise value* e il valore dei ricavi dell'impresa acquirente pre-operazione M&A, espresso in termini percentuali). Una volta calcolata tale variabile per le diverse operazioni, questa è stata successivamente raggruppata in classi.

È possibile trovare due diverse classificazioni.

La prima riguarda una suddivisione in dieci classi definite con un intervallo del 25%:

- operazioni che generano un incremento di valore superiore al 125%;
- operazioni che generano un incremento di valore compreso tra il 100% ed il 125%;
- operazioni che generano un incremento di valore compreso tra il 75% ed il 100%;
- operazioni che generano un incremento di valore compreso tra il 50% ed il 75%;
- operazioni che generano un incremento di valore compreso tra il 25% ed il 50%;
- operazioni che generano un incremento di valore compreso tra lo 0% ed il 25%;
- operazioni che generano una riduzione di valore compresa tra lo 0% ed il 25%;
- operazioni che generano una riduzione di valore compresa tra il 25% ed il 50%;
- operazioni che generano una riduzione di valore compresa tra il 50% ed il 75%;
- operazioni che generano una riduzione di valore superiore al 75%.

La seconda si limita a distinguere le operazioni che generano un incremento di valore superiore allo 0% da quelle che generano una perdita di valore maggiore dello 0%.

Per quanto riguarda l'analisi della dimensione aziendale, l'ipotesi introdotta riguarda la classificazione delle imprese secondo il numero dei dipendenti presenti al proprio interno. In base a ciò, le società considerate nel modello (sia esse acquirenti che acquisite) vengono suddivise in 8 categorie:

- imprese con un numero inferiore ai 10 dipendenti;
- imprese con un numero di dipendenti compreso tra 10 e 49;
- imprese con un numero di dipendenti compreso tra 50 e 199;
- imprese con un numero di dipendenti compreso tra 200 e 499;
- imprese con un numero di dipendenti compreso tra 500 e 999;
- imprese con un numero di dipendenti compreso tra 1.000 e 4.999;
- imprese con un numero di dipendenti compreso tra 5.000 e 9.999;
- imprese con un numero superiore ai 10.000 dipendenti.

Una volta definiti i limiti, gli obiettivi e le ipotesi del modello si è proseguito con l'analisi vera e propria.

Nella fase di descrizione statistica sono stati usati i seguenti programmi:

- EXCEL, per quanto riguarda il calcolo degli indicatori statistici di base e per l'analisi delle distribuzioni di frequenza dei sotto-campioni;
- STATA, per quanto riguarda il calcolo dei coefficienti di correlazione e per la definizione delle regressioni esistenti tra le variabili considerate.

3.2 Concetti di statistica descrittiva

Prima di soffermarsi sulla descrizione del modello è opportuno introdurre e comprendere alcuni elementi della statistica utilizzati per l'analisi in questione.

Quando si parla di analisi descrittiva di un campione di osservazioni è opportuno avere dimestichezza con alcuni concetti base.

Nella statistica esistono due tipologie di variabili: le variabili quantitative, che assumono valore numerico (nel nostro studio ci si riferisce alla variazione del valore dell'impresa) e le variabili categoriche, che, invece, assumono valore qualitativo (per

esempio, distinzione tra integrazione, diversificazione, internazionalizzazione e dimensione). E' opportuno, in questi casi, distinguere correttamente i due tipi di variabili perché, a seconda del loro carattere, si vanno ad applicare approcci analitici differenti.

Delle due tipologie di variabili, quella che maggiormente interessa, a livello statistico, è la prima.

Data una distribuzione di n osservazioni di carattere quantitativo, è possibile calcolare su di essa diversi indicatori per ottenere specifiche informazioni.

I principali sono: media, mediana, deviazione standard e varianza.

I primi due sono definiti “*indici di posizione*”, mentre i secondi due “*indici di variabilità*”.

La *media* è il baricentro di tutte le proiezioni dei punti; viene definita come il primo momento della variabile x . Se le nostre n osservazioni assumono valori $x_1, x_2, x_3, \dots, x_n$, tale indice può essere calcolato attraverso la seguente formula:

$$\bar{x} = E(x) = \mu = \sum_{i=1}^n x_i$$

La *mediana*, a differenza della precedente, è quel valore che divide a metà una distribuzione (il cosiddetto secondo quartile di una distribuzione).

La *varianza* e la *deviazione standard* sono, invece, due valori strettamente collegati. Questi ci dicono quanto alta o bassa sia la dispersione delle osservazioni rispetto alla media.

La varianza (definita anche come secondo momento della variabile x) non è altro che “la media dei quadrati delle deviazioni delle osservazioni dalla loro media”²⁷:

$$var(x) = s^2 = \frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2$$

La deviazione standard o “scarto quadratico medio” è semplicemente la radice quadrata della varianza. Il motivo del legame tra questi due indici è dovuto al fatto

²⁷ MOORE D.S., 2005. *Statistica di base*, Apogeo, Trento

che la somma delle deviazioni $(x_i - \bar{x})$ è sempre uguale a zero. Per ovviare a tale problema è necessario dapprima elevare tali scarti al quadrato e farne la somma (ottenendo così la varianza) e, in seguito, calcolare la radice quadrata del risultato ottenuto per poter conoscere la deviazione standard.

Altri indicatori tipicamente calcolati in campo statistico sono i seguenti: l'asimmetria, la curtosi, il range e i quartili.

L'*asimmetria* o "*skewness*", insieme alla curtosi, è un "*indice di forma*" ed è definita come quel valore che permette di verificare se i dati del campione sono simmetrici o meno rispetto alla media.

La formula dell'indice di asimmetria è la seguente:

$$Skewness = \frac{n}{(n-1)(n-2)} \sum_{i=1}^n \left(\frac{x_i - \bar{x}}{s} \right)^3$$

Tale equazione risulta, tuttavia, essere particolarmente complessa. Per far fronte a tale problema è possibile utilizzare un metodo alternativo. L'asimmetria di una distribuzione, infatti, può essere facilmente verificata attraverso il confronto tra la media (μ) e la mediana (Me) della distribuzione stessa:

- una distribuzione si definisce simmetrica se $\mu = Me$; in questo caso il suo baricentro la divide in parti specularmente uguali;
- una distribuzione si definisce asimmetrica a destra se $Me < \mu$; si parla di asimmetria positiva (il lato destro si estenderà verso l'esterno in maniera maggiore rispetto al lato sinistro);
- una distribuzione si definisce asimmetrica a sinistra se $Me > \mu$; si parla di asimmetria negativa (il lato sinistro si estenderà verso l'esterno in maniera maggiore rispetto al lato destro).

La *curtosi* dà, invece, informazioni circa la concentrazione delle osservazioni intorno alla media, determinando quindi l'appiattimento o meno delle code della curva di distribuzione.

La formula, in questo caso, risulta essere ancora più complessa di quanto visto precedentemente:

$$Kurtosis = \left\{ \frac{n(n+1)}{(n-1)(n-2)(n-3)} \sum_{i=1}^n \left(\frac{x_i - \bar{x}}{s} \right)^4 \right\} - \frac{3(n-1)^2}{(n-2)(n-3)}$$

Analizzando la forma è facile verificare la presenza o meno di possibili *outlier*, ovvero di elementi che si allontanano in maniera significativa dal modello generale della distribuzione.

Se la media e la varianza sono definiti come il primo e secondo momento della variabile x , l'asimmetria e la curtosi rappresentano rispettivamente il terzo ed il quarto momento.

Nonostante l'asimmetria e la curtosi diano informazioni riguardo la forma, il centro e la deviazione, non sempre le distribuzioni hanno un comportamento sufficientemente descrivibile, dovuto, nella maggior parte dei casi, ad un campione di osservazioni numericamente limitato.

Il *range* è, insieme alla varianza e la deviazione standard, un altro indicatore che misura la variabilità di un campione ed è definito come la semplice differenza tra il valore massimo ed il valore minimo della distribuzione.

Infine, per un'analisi descrittiva appropriata, può essere opportuno calcolare anche i *quartili*.

Una distribuzione è generalmente composta da quattro quartili:

- il primo quartile è il valore della mediana della prima metà delle osservazioni;
- il secondo quartile non è altro che il valore della mediana della distribuzione complessiva;
- il terzo quartile è il valore della mediana della seconda metà delle osservazioni;
- il quarto quartile è il valore massimo della distribuzione.

Questi quattro elementi, con l'aggiunta del valore minimo del campione, possono essere utilizzati per costruire i cosiddetti "grafici a scatola" o "box plot", che permettono di confrontare due o più distribuzioni simultaneamente.

Una volta compresi gli indicatori principali per un'analisi statistica è opportuno andare a capire come si relazionano le variabili disponibili.

Questo è verificabile sia tramite un approccio prettamente matematico, e quindi attraverso il calcolo della covarianza o della correlazione, sia tramite un approccio di tipo grafico.

Per quanto riguarda la covarianza e la correlazione, si tratta di indicatori che misurano l'intensità con cui due variabili si muovono simultaneamente. La covarianza viene definita come quel valore che misura la relazione lineare tra due variabili x ed y e viene calcolata attraverso la seguente formula:

$$Cov(x; y) = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{n - 1}$$

“Siccome la covarianza è il prodotto di x ed y , espresse in deviazioni dalle proprie medie, la sua unità di misura è purtroppo espressa nell'unità di misura di x moltiplicata per l'unità di misura di y . Questo problema di unità di misura può rendere difficile interpretare i valori numerici della covarianza. La correlazione è una misura alternativa di dipendenza tra x ed y che risolve il problema dell'unità di misura della covarianza.”²⁸

Per calcolare la correlazione si utilizza, generalmente, tale formula:

$$Corr(x; y) = \rho = \frac{Cov(x; y)}{s(x)s(y)}$$

In questa circostanza si ottiene un numero puro il cui valore è sempre compreso tra -1 ed 1.

²⁸ STOCK J.H., WATSON M.W., 2009. *Introduzione all'econometria*, Pearson Paravia Bruno Mondadori, Padova

Per quanto riguarda l'analisi grafica, se le variabili in questione sono entrambi di tipo quantitativo lo strumento maggiormente utilizzato è il “grafico a dispersione”.

Se, invece, le variabili considerate sono principalmente di tipo categorico, si tende ad utilizzare la “tabella di contingenza” o “tabella a doppia entrata”.

Sfruttando quest'ultima, è possibile conoscere la distribuzione marginale delle variabili considerate, e quindi la distribuzione di una variabile condizionata ad una data modalità dell'altra.

Il nostro modello va a confrontare una variabile di tipo quantitativo (la variazione del valore dell'impresa acquirente) rispetto a tre variabili di tipo qualitativo (le variabili *dummy* che riguardano il tipo di operazione, la coincidenza o meno del paese d'origine tra impresa acquirente e impresa acquisita, la dimensione aziendale).

3.3 La classificazione secondo il tipo di operazione: le strategie di integrazione verticale e di integrazione orizzontale

Come già ampiamente descritto nel primo capitolo, quando parliamo delle strategie di integrazione, è possibile distinguerle in integrazioni orizzontali e integrazioni verticali.

Le integrazioni orizzontali sono quelle strategie a livello corporate con le quali un'impresa incrementa le dimensioni delle proprie attività attraverso l'acquisto di altre imprese che effettuano le medesime operazioni, mentre le integrazioni verticali sono quelle strategie con le quali un'impresa decide di allargarsi a monte o a valle lungo la propria filiera produttiva, acquistando il controllo, per esempio, delle imprese produttrici o delle imprese distributrici.

Trattando, innanzitutto, le operazioni di integrazione orizzontale, delle 266 del campione analizzato, 72 rientrano in tale categoria.

Si tratta di un sottoinsieme di operazioni M&A in cui il valore delle imprese acquirenti ha una media pari a 143.872,273 mila euro ed una deviazione standard di 757.484,2684 mila euro.

Tenendo in considerazione il valore massimo (5.703.770,380 mila euro) ed il valore minimo (-145.620,717 mila euro) assunti dall'*enterprises value*, e osservando il

valore della mediana (5.039,329 mila euro), è facile ipotizzare la presenza di un'eccessiva asimmetria verso i valori più elevati.

Si tratta di una distribuzione campionaria significativamente asimmetrica a destra (*asimmetria positiva* = 6,40177), in quanto il valore della mediana è nettamente inferiore rispetto al valore della media ($Me < \mu$).

Il campione, in questo caso, è fortemente influenzato dalla presenza di due importanti *outlier*, che vanno a condizionare in maniera determinante il valore atteso e la varianza. Si tratta delle operazioni di M&A tra la “*Sony Corporation*” e la “*Deluxe Media Services LTD's UK DVD Replications Business*” e tra la “*Comcast Corporation*” e “*Adelphia Communications Corporation*” che hanno generato, rispettivamente, un incremento dei ricavi di circa 5,5 miliardi di euro e 3 miliardi di euro, valori nettamente superiori rispetto a quelli registrati dalle altre imprese che hanno realizzato tale strategia corporate.

valuehoriz				
Percentiles	Smallest			
1%	-145621	-145621		
5%	-25621	-138600		
10%	-17869	-39178	Obs	72
25%	-1499.5	-25621	Sum of Wgt.	72
50%	5039.5		Mean	143872.3
		Largest	Std. Dev.	757484.5
75%	35494.5	223660		
90%	108182	438994	Variance	5.74e+11
95%	223660	3047705	Skewness	6.40177
99%	5703772	5703772	Kurtosis	44.5427

Grafico 3.1 La distribuzione del campione relativo alle operazioni M&A per le quali è stata attuata una strategia di integrazione orizzontale²⁹

Dopo aver calcolato la variabile dipendente, definita dalle variazioni percentuali dei ricavi delle imprese acquirenti, e averla suddivisa in 10 classi con un intervallo del 25%, si è ottenuto la seguente distribuzione di frequenza:

²⁹ Attraverso il programma STATA sono stati raccolti i principali valori statistici della distribuzione del sotto-campione relativo alle operazioni di M&A per le quali sono state realizzate delle strategie di integrazione orizzontale. La variabile “valuehoriz” rappresenta, appunto, l'insieme delle osservazioni relative a tale sotto-campione.

CLASSIFICAZIONE	FREQUENZA ASSOLUTA	FREQUENZA RELATIVA	FREQUENZA PERCENTUALE
Operazioni che una generano perdita di valore > 75%	3	0,0417	4,17%
Operazioni che generano una perdita di valore 50% < x < 75%	4	0,0556	5,56%
Operazioni che generano una perdita di valore 25% < x < 50%	4	0,0556	5,56%
Operazioni che generano una perdita di valore 0% < x < 25%	15	0,2083	20,83%
Operazioni che generano un aumento di valore 0% < x < 25%	24	0,3333	33,33%
Operazioni che generano un aumento di valore 25% < x < 50%	7	0,0972	9,72%
Operazioni che generano un aumento di valore 50% < x < 75%	2	0,0278	2,78%
Operazioni che generano un aumento di valore 75% < x < 100%	3	0,0417	4,17%
Operazioni che generano un aumento di valore 100% < x < 125%	4	0,0556	5,56%
Operazioni che generano un aumento di valore > 125%	6	0,0833	8,33%
TOTALE	72	1	100,00%

Tabella 3.1 Le distribuzioni di frequenza assoluta, relativa e percentuale delle variazioni di valore delle operazioni di integrazione orizzontale, classificate sulla base di un intervallo del 25%

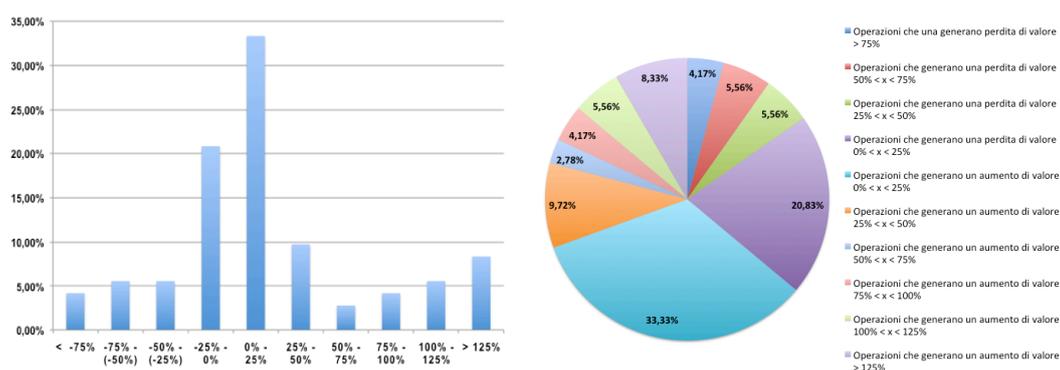


Grafico 3.2 Rappresentazione grafica della distribuzione percentuale delle variazioni di valore delle operazioni di integrazione orizzontale, classificate sulla base di un intervallo del 25%

Dalla tabella sopra riportata si può notare come più del 50% delle operazioni abbia generato una variazione dei ricavi compresa tra il -25% ed il 25%. Si parla di variazioni di valore di entità contenuta per poter essere definite determinanti ai fini valutativi.

Osservando, invece, l'istogramma relativo alla variazione percentuale del valore delle imprese è possibile rilevare, qualora si andasse ad escludere l'ultima classe (>125%) rappresentata da elementi *outlier* che generano una variazione percentuale eccessivamente alta, la presenza di una distribuzione quasi simmetrica (0,259) della variabile rispetto al valore medio.

Dato poi il grafico, qui sotto mostrato, relativo alla seconda tipologia di classificazione (<0% / >0%) ci si accorge che il 63,889% delle operazioni in questione ha generato un valore complessivo superiore allo 0% mentre il restante 36,111% ha registrato una perdita del *turnover*.

Del 63,889% generato, più della metà riguarda le operazioni che hanno registrato un incremento di valore compreso tra lo 0% ed il 25%.

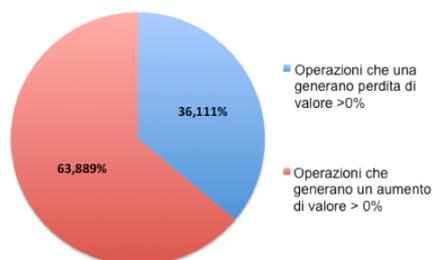


Grafico 3.3 Rappresentazione grafica della distribuzione percentuale delle variazioni di valore delle operazioni di integrazione orizzontale, classificate sulla base delle classi >0% e <0%

Applicando il medesimo approccio d'analisi per le operazioni di integrazione verticale è possibile ottenere informazioni simili a quanto visto precedentemente.

In questo secondo caso, il sotto-campione di riferimento riguarda 107 operazioni su 266, il valore medio dell'*enterprises value* è di circa 72.449,167 mila euro mentre la sua deviazione standard è pari a 382.098,8664 mila euro.

Il valore massimo ed il valore minimo della distribuzione sono rispettivamente 2.972.334,900 mila euro e -413.340,770 mila euro.

La mediana, invece, è pari a 1.115,338 mila euro. Anche per le strategie di integrazione verticale la mediana è inferiore al valore atteso ($Me < \mu$); questo comporta una distribuzione campionaria asimmetrica verso destra (*asimmetria positiva* = 5,771301) determinando, quindi, un lato destro che si estenderà verso l'esterno in maniera maggiore rispetto al lato sinistro.

Come per le integrazioni orizzontali, la distribuzione in questione risulta essere fortemente condizionata dalla presenza di due *outlier* che vanno ad incrementare in maniera significativa la media e la varianza della variabile considerata. Si tratta delle operazioni M&A tra la “*Sumitomo Corporation*” e la “*United Cinemas CO., LTD*” e tra la “*Comcast Corporation*” e la “*E! Networks*”, i cui valori, per le imprese acquirenti, sono aumentati di circa 2 miliardi di euro, nel primo caso, e poco meno di 3 miliardi di euro nel secondo.

valuevertic				
Percentiles		Smallest		
1%	-218875	-413341		
5%	-96411	-218875		
10%	-34000	-211605	Obs	107
25%	-3207	-129834	Sum of Wgt.	107
50%	1115		Mean	72449.18
		Largest	Std. Dev.	382098.8
75%	15772	918836		
90%	70309	929265	Variance	1.46e+11
95%	259704	2087528	Skewness	5.771301
99%	2087528	2972335	Kurtosis	39.58329

Grafico 3.4 La distribuzione del campione relativo alle operazioni M&A per le quali è stata attuata una strategia di integrazione verticale³⁰

Considerando la variazione percentuale del valore delle imprese, anche per quanto riguarda le integrazioni verticale, i risultati ottenuti non sono dissimili da quanto visto per la precedente operazione. Osservando, infatti, i dati riportati nelle tabelle sotto riprodotte, è possibile notare che più del 50% delle operazioni ha generato un valore compreso tra il -25% ed il 25% e che la distribuzione di frequenza, esclusa l'ultima classe (>125%) ha una forma quasi simmetrica (*asimmetria* = 0,221).

CLASSIFICAZIONE	FREQUENZA ASSOLUTA	FREQUENZA RELATIVA	FREQUENZA PERCENTUALE
Operazioni che una generano perdita di valore > 75%	4	0,0374	3,74%
Operazioni che generano una perdita di valore 50% < x < 75%	3	0,0280	2,80%
Operazioni che generano una perdita di valore 25% < x < 50%	7	0,0654	6,54%
Operazioni che generano una perdita di valore 0% < x < 25%	26	0,2430	24,30%
Operazioni che generano un aumento di valore 0% < x < 25%	38	0,3551	35,51%
Operazioni che generano un aumento di valore 25% < x < 50%	11	0,1028	10,28%
Operazioni che generano un aumento di valore 50% < x < 75%	5	0,0467	4,67%
Operazioni che generano un aumento di valore 75% < x < 100%	4	0,0374	3,74%
Operazioni che generano un aumento di valore 100% < x < 125%	3	0,0280	2,80%
Operazioni che generano un aumento di valore > 125%	6	0,0561	5,61%
TOTALE	107	1	100,00%

Tabella 3.2 Le distribuzioni di frequenza assoluta, relativa e percentuale delle variazioni di valore delle operazioni di integrazione verticale, classificate sulla base di un intervallo del 25%

³⁰ Attraverso il programma STATA sono stati raccolti i principali valori statistici della distribuzione del sotto-campione relativo alle operazioni di M&A per le quali sono state realizzate delle strategie di integrazione verticale. La variabile "valuevertic" rappresenta, appunto, l'insieme delle osservazioni relative a tale sotto-campione.

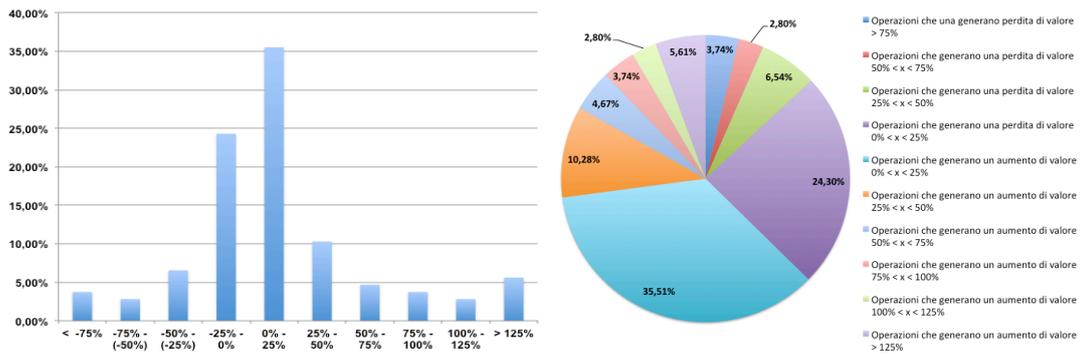


Grafico 3.5 Rappresentazione grafica della distribuzione percentuale delle variazioni di valore delle operazioni di integrazione verticale, classificate sulla base di un intervallo del 25%

Per quanto riguarda la semplice distinzione tra variazione percentuale di valore positiva e variazione percentuale di valore negativa, si ottengono, anche in questo caso, risultati fortemente simili a quanto visto per l'integrazione orizzontale: poco più del 60% delle operazioni ha generato una variazione dei ricavi superiore allo 0%, e di questo, più della metà (35%) riguarda le operazioni che hanno realizzato una variazione di valore compresa tra lo 0% ed il 25% .

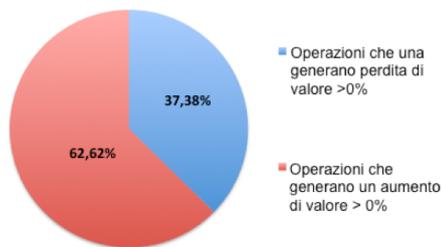


Grafico 3.6 Rappresentazione grafica della distribuzione percentuale delle variazioni di valore delle operazioni di integrazione verticale, classificate sulla base delle classi >0% e <0%

3.4 La classificazione secondo il tipo di operazione: le strategie di diversificazione correlata e di diversificazione conglomerata

La diversificazione correlata e la diversificazione conglomerata sono due importanti strategie imprenditoriali realizzate a livello *corporate*.

Per diversificazione correlata si intende quel tipo di operazione attraverso cui un'impresa entra in un nuovo *business* che ha degli elementi in comune con il settore d'origine.

Per diversificazione conglomerata, invece, si intende quel tipo di operazione in cui il vecchio ed il nuovo business dell'impresa non hanno alcun elemento in comune.

L'obiettivo della prima strategia è quello di sfruttare le forti interdipendenze che un nuovo settore ha con quello originario, mentre lo scopo della seconda è quello di operare in un settore indipendente dagli altri business e che, al tempo stesso, presenti potenzialità redditizie sufficientemente alte.

Sulla base di questo breve riepilogo è stato possibile classificare le rimanenti operazioni M&A del nostro modello.

Per quanto riguarda la diversificazione correlata, sono presenti 49 operazioni su 266, per le quali il valore massimo è pari a 1.446.129,950 mila euro mentre il valore minimo è -1.661.570,000 mila euro.

Il valore atteso del sotto-campione è di circa 23.966,157 mila euro mentre lo scarto quadratico medio è di circa 418.032,4651 mila euro.

La distribuzione, in questa circostanza, ha un'asimmetria negativa pari a -1,308997; una distribuzione asimmetrica verso i valori più bassi.

Per quanto riguarda la presenza di possibili *outlier*, la distribuzione presenta tre "anomalie" significative che vanno ad incidere sul valore atteso e sulla varianza della nostra variabile indipendente: due negative ed una positiva.

Le prime due riguardano le operazioni di diversificazione correlata tra la "Telecom Italia SPA" e la "Telecom Italia Audit and Compliance Services Scarl" e tra la "Toshiba Corporation" e la "Amuse Pictures Inc." per le quali si sono registrate delle perdite importanti di valore pari a 1.661.570,00 mila euro per la prima e 1.455.954,00 mila euro per la seconda, mentre la terza riguarda l'operazione di diversificazione tra "Viacom Inc." e "Xfire Inc." per la quale si è registrato un incremento dei ricavi tre volte maggiore rispetto alla seconda operazione con il valore più alto (1.446.130,00 mila euro rispetto ai 523.956,00 mila euro).

valueconcen				
Percentiles	Smallest			
1%	-1661569	-1661569		
5%	-139400	-1455954		
10%	-20197	-139400	Obs	49
25%	-808	-111914	Sum of Wgt.	49
50%	4000		Mean	23966.14
75%	16000	Largest	Std. Dev.	418032.4
90%	523956	523956	Variance	1.75e+11
95%	523956	523956	Skewness	-1.308997
99%	1446130	1446130	Kurtosis	12.02393

Grafico 3.7 La distribuzione del campione relativo alle operazioni M&A per le quali è stata attuata una strategia di diversificazione correlata³¹

Tenendo conto della variabile dipendente successivamente calcolata, la distribuzione di frequenza delle operazioni di diversificazione correlata è rappresentata dai successivi grafici:

CLASSIFICAZIONE	FREQUENZA ASSOLUTA	FREQUENZA RELATIVA	FREQUENZA PERCENTUALE
Operazioni che una generano perdita di valore > 75%	2	0,0408	4,08%
Operazioni che generano una perdita di valore 50% < x < 75%	2	0,0408	4,08%
Operazioni che generano una perdita di valore 25% < x < 50%	3	0,0612	6,12%
Operazioni che generano una perdita di valore 0% < x < 25%	6	0,1224	12,24%
Operazioni che generano un aumento di valore 0% < x < 25%	16	0,3265	32,65%
Operazioni che generano un aumento di valore 25% < x < 50%	4	0,0816	8,16%
Operazioni che generano un aumento di valore 50% < x < 75%	0	0,0000	0,00%
Operazioni che generano un aumento di valore 75% < x < 100%	1	0,0204	2,04%
Operazioni che generano un aumento di valore 100% < x < 125%	0	0,0000	0,00%
Operazioni che generano un aumento di valore > 125%	15	0,3061	30,61%
TOTALE	49	1	100,00%

Tabella 3.3 Le distribuzioni di frequenza assoluta, relativa e percentuale delle variazioni di valore delle operazioni di diversificazione correlata, classificate sulla base di un intervallo del 25%

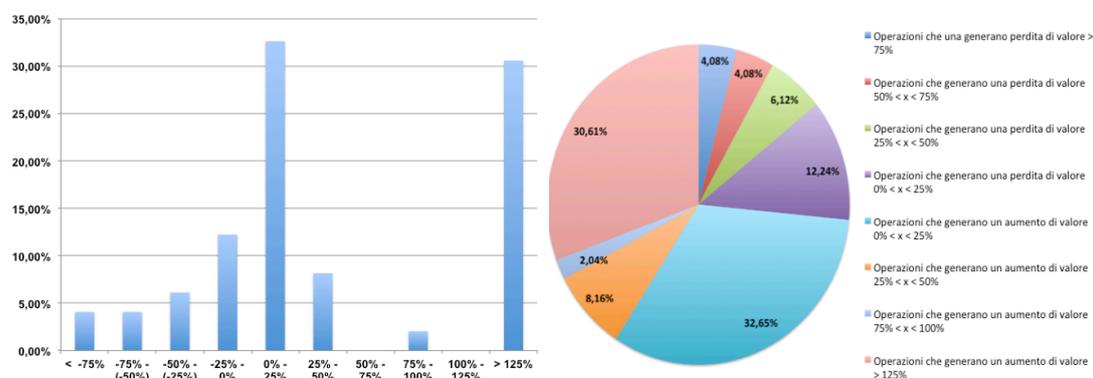


Grafico 3.8 Rappresentazione grafica della distribuzione percentuale delle variazioni di valore delle operazioni di diversificazione correlata, classificate sulla base di un intervallo del 25%

³¹ Attraverso il programma STATA sono stati raccolti i principali valori statistici della distribuzione del sotto-campione relativo alle operazioni di M&A per le quali sono state realizzate delle strategie di diversificazione correlata. La variabile "valueconcen" rappresenta, appunto, l'insieme delle osservazioni relative a tale sotto-campione.

Da tali grafici è facilmente osservabile la presenza dominante di due classi: nello specifico, il 32,65% delle operazioni di diversificazione correlata ha generato un incremento del valore compresa tra lo 0% ed il 25% mentre un altro 30% circa del nostro campione ha addirittura generato una variazione di valore superiore al 125%. La distribuzione della variazione percentuale del *turnover*, escludendo l'ultima classe (>125%), ha un'asimmetria negativa pari a -0,65099.

Se si va a considerare il caso in cui le classi sono suddivise in “valore generato maggiore e minore dello 0%”, si può notare come, circa il 73% delle operazioni abbia registrato risultati positivi. Ciò va a dimostrare come, in tali settori, le strategie di diversificazione correlata abbiano portato vantaggi notevoli alle imprese acquirenti.

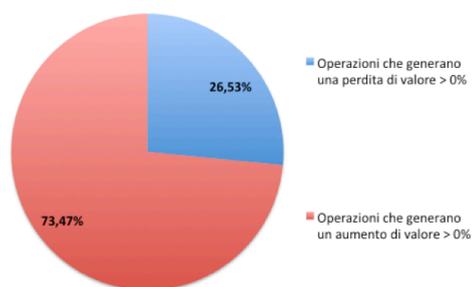


Grafico 3.9 Rappresentazione grafica della distribuzione percentuale delle variazioni di valore delle operazioni di diversificazione correlata, classificate sulla base delle classi >0% e <0%

Per quanto riguarda, invece, le operazioni di diversificazione conglomerata, si fa riferimento ad un sotto-campione di 38 operazioni, con una media il cui valore è pari a -69.192,548 mila euro ed uno scarto quadratico medio il cui valore è, invece, pari a 823.323,1051 mila euro.

Tale distribuzione campionaria ha un valore massimo di 914,769 mila euro ed un valore minimo di circa - 4.844.184,00 mila euro.

Dato il valore della mediana, 353,082 mila euro, e confrontando quest'ultimo con il valore atteso, si può osservare come il campione abbia un'asimmetria negativa (la media è nettamente inferiore al valore della mediana $Me > \mu$); si tratta, quindi, di un distribuzione asimmetrica per la quale il lato sinistro si estenderà verso l'esterno in maniera maggiore rispetto a quello destro (-5,2548).

Per quanto riguarda la presenza di possibili *outlier*, si riscontra una singola “anomalia”.

Si fa riferimento, in tal caso, all’operazione di diversificazione conglomerata tra la “*Sumitomo Corporation*” e la “*Asmik Ace Entertainment Inc.*”. L’impresa acquirente in questione, dopo aver acquisito la Asmik Ace Entertainment Inc, ha registrato una perdita dei ricavi pari a circa 4.844.184,00 mila euro; un valore 156 volte maggiore rispetto a quello registrato dalla seconda operazione in ordine di perdite subite.

valuecongl				
Percentiles	Smallest			
1%	-4844184	-4844184		
5%	-99630	-99630		
10%	-61396	-98961	Obs	38
25%	-6686	-61396	Sum of Wgt.	38
50%	353		Mean	-69192.66
75%	21273	132584	Std. Dev.	823323.1
90%	132584	597334	Variance	6.78e+11
95%	738742	738742	Skewness	-5.254842
99%	914768	914768	Kurtosis	31.49878

Grafico 3.10 La distribuzione del campione relativo alle operazioni M&A per le quali è stata attuata una strategia di diversificazione conglomerata³²

Calcolando la variazione percentuale dell’*enterprise value*, il campione delle operazioni di diversificazione conglomerata ha presentato la seguente distribuzione di frequenza:

CLASSIFICAZIONE	FREQUENZA ASSOLUTA	FREQUENZA RELATIVA	FREQUENZA PERCENTUALE
Operazioni che una generano perdita di valore > 75%	1	0,0263	2,63%
Operazioni che generano una perdita di valore 50% < x < 75%	3	0,0789	7,89%
Operazioni che generano una perdita di valore 25% < x < 50%	3	0,0789	7,89%
Operazioni che generano una perdita di valore 0% < x < 25%	11	0,2895	28,95%
Operazioni che generano un aumento di valore 0% < x < 25%	9	0,2368	23,68%
Operazioni che generano un aumento di valore 25% < x < 50%	3	0,0789	7,89%
Operazioni che generano un aumento di valore 50% < x < 75%	3	0,0789	7,89%
Operazioni che generano un aumento di valore 75% < x < 100%	1	0,0263	2,63%
Operazioni che generano un aumento di valore 100% < x < 125%	0	0,0000	0,00%
Operazioni che generano un aumento di valore > 125%	4	0,1053	10,53%
TOTALE	38	1	100,00%

Tabella 3.4 Le distribuzioni di frequenza assoluta, relativa e percentuale delle variazioni di valore delle operazioni di diversificazione conglomerata, classificate sulla base di un intervallo del 25%

³² Attraverso il programma STATA sono stati raccolti i principali valori statistici della distribuzione del sotto-campione relativo alle operazioni di M&A per le quali sono state realizzate delle strategie di diversificazione conglomerata. La variabile “valuecongl” rappresenta, appunto, l’insieme delle osservazioni relative a tale sotto-campione.

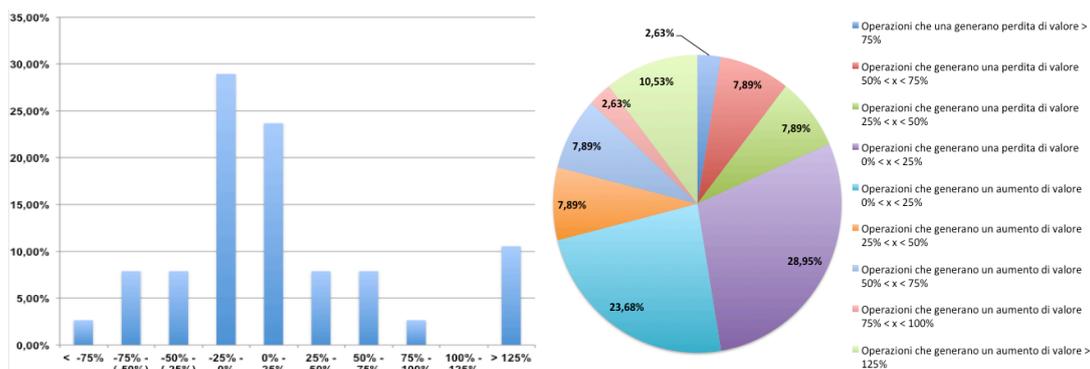


Grafico 3.11 Rappresentazione grafica della distribuzione percentuale delle variazioni di valore delle operazioni di diversificazione conglomerata, classificate sulla base di un intervallo del 25%

Per quanto riguarda tale tipologia di operazioni, più del 50% di queste hanno generato un valore compreso tra il - 25% ed il 25%. Anche in questo caso, così come lo era stato per le strategie di integrazione, si tratta di variazioni di valore contenute per poter essere considerate determinanti ai fini valutativi.

La distribuzione della variazione percentuale, escludendo la classe che genera valore superiore al 125%, risulta essere quasi simmetrica, con un valore pari a - 0,1625. Questa leggera asimmetria è confermata dal grafico successivo che mostra come, per questo tipo di strategia, le operazioni di fusione e acquisizione abbiano generato, per poco più del 50%, un valore superiore allo 0%, e, per poco meno il 50%, una perdita maggiore dello 0%.



Grafico 3.12 Rappresentazione grafica della distribuzione percentuale delle variazioni di valore delle operazioni di diversificazione conglomerata, classificate sulla base delle classi >0% e <0%

3.5 La classificazione secondo il tipo di operazione: le interazioni tra le diverse strategie

Dopo aver analizzato i principali valori statistici relativi alle strategie di integrazione verticale e orizzontale e alle strategie di diversificazione correlata e conglomerata, è stata verificata la relazione esistente tra queste quattro operazioni.

Ciò è stato realizzato attraverso il calcolo della correlazione e della regressione e, a seguire, attraverso la valutazione delle distribuzioni di frequenza condizionate.

La correlazione è stata verificata dapprima tra le quattro strategie in questione, e in seguito, calcolata rispetto all'*enterprise value*. Per poter fare ciò è stato necessario costruire, innanzitutto, le variabili indicatrici, o "variabili *dummy*", relative alle quattro operazioni.

In maniera sintetica, una variabile casuale indicatrice, che riguarda un determinato evento *E*, può essere definita come quella variabile "i cui valori possibili sono 0 ed 1, a seconda che l'evento *E* si verifichi o meno."³³

Questo passaggio è necessario affinché si possano confrontare campioni con diversa numerosità come nel nostro modello.

Una volta costruite le diverse variabili *dummy* si sono ottenute le seguenti correlazioni:

```
. correlate value vertic horiz congl concen
(obs=266)
```

	value	vertic	horiz	congl	concen
value	1.0000				
vertic	0.0138	1.0000			
horiz	0.0847	-0.4998	1.0000		
congl	-0.0920	-0.3349	-0.2487	1.0000	
concen	-0.0314	-0.3898	-0.2895	-0.1940	1.0000

Grafico 3.13 Le correlazioni calcolate tra la variazione di valore delle imprese acquirenti e le variabili *dummy* definite dalle quattro strategie³⁴

³³ WEISS N.A., 2008. *Calcolo delle probabilità*, Pearson Editore, Torino

³⁴ Dopo aver costruito, attraverso il programma STATA, le variabili *dummy* per ciascuna strategia di crescita, sono state calcolate le diverse correlazioni tra le variabili *dummy* stesse e tra quest'ultime e la variazione di valore delle imprese acquirenti. La variabile "value" rappresenta l'insieme delle variazioni di valore relative alle osservazioni del campione complessivo considerato. Le variabili "vertic", "horiz", "congl" e "concen" rappresentano, rispettivamente, le variabili *dummy* relative alle operazioni per le quali si è attuata una strategia di integrazione orizzontale, una strategia di integrazione verticale, una strategia di diversificazione conglomerata ed una strategia di integrazione correlata.

Da tale tabella si può osservare come le correlazioni tra le quattro strategie corporate e la variabile indipendente (la variazione di valore dell'impresa) siano particolarmente basse.

Nel caso delle strategie di integrazione, la correlazione con l'*enterprise value* risulta essere positiva mentre, per quanto riguarda le strategie di diversificazione, essa assume valore negativo.

Nonostante ciò, in tutti e quattro i casi considerati, si registra un valore approssimativo allo 0; di conseguenza è facile ipotizzare una relazione lineare significativamente debole tra le variabili considerate.

Per quanto riguarda la correlazione tra le sole quattro operazioni di crescita aziendale, si può notare un importante legame tra le integrazioni verticali e le altre tre operazioni. In particolar modo, esiste una significativa correlazione negativa tra tale strategia e l'integrazione orizzontale, per le quali r assume un valore di circa -0,5. Importanti sono anche le correlazioni tra la stessa strategia di integrazione verticale e le strategie di diversificazione correlata (-0,3898) e di diversificazione conglomerata (-0,3349).

Lo studio relazionale tra le diverse variabili si è focalizzato, anche, sull'analisi delle diverse regressioni esistenti; più nello specifico si sono andate a studiare le regressioni presenti tra la variabile indipendente e le quattro strategie di crescita (le nostre variabili *dummy*), nel caso in cui queste si verificano o meno.

Riguardo la strategia di integrazione orizzontale, si è ottenuta la seguente regressione da cui si è ricavato il successivo grafico:

```
. reg value horiz
```

Source	SS	df	MS			
Model	6.5182e+11	1	6.5182e+11	Number of obs =	266	
Residual	9.0251e+13	264	3.4186e+11	F(1, 264) =	1.91	
Total	9.0903e+13	265	3.4303e+11	Prob > F =	0.1685	
				R-squared =	0.0072	
				Adj R-squared =	0.0034	
				Root MSE =	5.8e+05	

value	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
horiz	111413.1	80685.8	1.38	0.169	-47456.47 270282.7
_cons	32459.19	41978.08	0.77	0.440	-50195.25 115113.6

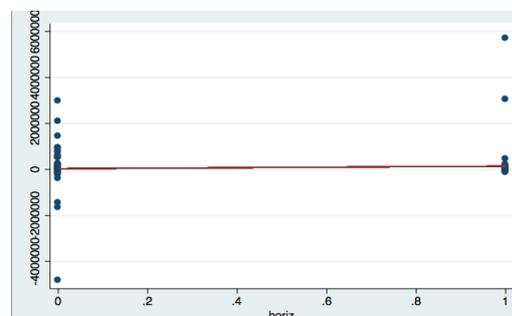


Grafico 3.14 Rappresentazione numerica e grafica della regressione tra la variazione di valore delle imprese acquisite e la variabile dummy relativa alla strategia di integrazione orizzontale³⁵

³⁵ Attraverso STATA è stata calcolata la correlazione tra "value" ed "horiz". Il grafico a destra mostra la retta che collega la media del "value" delle imprese che hanno attuato o meno un'integrazione orizzontale.

La regressione presenta la seguente equazione:

$$value = cons + \beta * horiz$$

dove *horiz* rappresenta la variabile dummy “integrazione orizzontale”, la quale può assumere valore pari a 0 o pari a 1

se *horiz* = 1 si è in presenza di integrazione orizzontale: $value = 32.459,19 + 1 * 111.413,1 = 143.872,29$

se *horiz* = 0 si è in assenza di integrazione orizzontale: $value = 32.459,19 + 0 * 111.413,1 = 32.459,19$

L’equazione della regressione rappresenta la retta che collega il valore medio nel caso in cui ci sia la presenza di una strategia di integrazione orizzontale (143.872,29 mila euro) con il valore medio nel caso in cui tale strategia non si verifichi (32.459,19 mila euro).

```
. tabulate horiz, sum(value)
```

horiz	Summary of value		
	Mean	Std. Dev.	Freq.
0	32459.186	506497.49	194
1	143872.29	757484.51	72
Total	62616.117	585686.36	266

Grafico 3.15 Media e deviazione standard del sotto-campione relativo alla variabile dummy “horiz”

Per quanto riguarda la regressione lineare tra l’*enterprise value* e la strategia di integrazione verticale, si ottengono i successivi risultati:

```
. reg value vert
```

Source	SS	df	MS			
Model	1.7308e+10	1	1.7308e+10	Number of obs =	266	
Residual	9.0885e+13	264	3.4426e+11	F(1, 264) =	0.05	
Total	9.0903e+13	265	3.4303e+11	Prob > F =	0.8228	
				R-squared =	0.0002	
				Adj R-squared =	-0.0036	
				Root MSE =	5.9e+05	

value	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
vertic	16450.28	73366.04	0.22	0.823	-128006.8	160907.3
_cons	55998.9	46531.41	1.20	0.230	-35621	147618.8

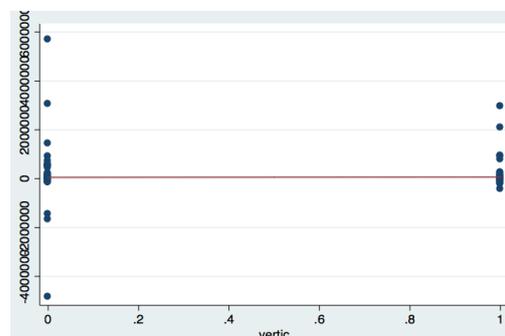


Grafico 3.16 Rappresentazione numerica e grafica della regressione tra la variazione di valore delle imprese acquirenti e la variabile dummy relativa alla strategia di integrazione verticale³⁶

³⁶ Attraverso STATA è stata calcolata la correlazione tra “value” e “vertic”. Il grafico a destra mostra la retta che collega la media del “value” delle imprese che hanno attuato o meno un’integrazione verticale.

La regressione, in questo caso, sarà la seguente:

$$value = cons + \beta * vertic$$

dove *vertic* rappresenta la variabile dummy “integrazione verticale”, la quale può assumere valore pari a 0 o pari a 1

se *vertic* = 1 si è in presenza di integrazione verticale: $value = 55.998,9 + 1 * 16.450,28 = 72.449,18$

se *vertic* = 0 si è in assenza di integrazione verticale: $value = 55.998,9 + 0 * 16.450,28 = 55.998,9$

Il risultato della regressione mostra il valore medio dell’*enterprise value* nel caso in cui si verificano o meno le strategie di integrazione verticale.

```
. tabulate vertic, sum(value)
```

vertic	Summary of value		
	Mean	Std. Dev.	Freq.
0	55998.899	690850.24	159
1	72449.178	382098.84	107
Total	62616.117	585686.36	266

Grafico 3.17 Media e deviazione standard del sotto-campione relativo alla variabile dummy “vertic”

Applicando sempre il medesimo ragionamento, la regressione tra la variabile indipendente e la strategia di diversificazione correlata genera i seguenti risultati:

```
. reg value concn
```

Source	SS	df	MS			
Model	8.9726e+10	1	8.9726e+10	Number of obs =	266	
Residual	9.0813e+13	264	3.4399e+11	F(1, 264) =	0.26	
Total	9.0903e+13	265	3.4303e+11	Prob > F =	0.6100	
				R-squared =	0.0010	
				Adj R-squared =	-0.0028	
				Root MSE =	5.9e+05	

value	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
concn	-47377.39	92765.09	-0.51	0.610	-230031 135276.2
_cons	71343.53	39814.55	1.79	0.074	-7050.935 149738

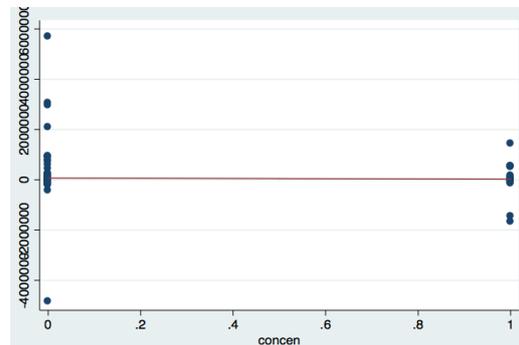


Grafico 3.18 Rappresentazione numerica e grafica della regressione tra la variazione di valore delle imprese acquisite e la variabile dummy relativa alla strategia di diversificazione correlata³⁷

³⁷ Attraverso STATA è stata calcolata la correlazione tra “value” e “concn”. Il grafico a destra mostra la retta che collega la media del “value” delle imprese che hanno attuato o meno una diversificazione correlata.

La regressione avrà la seguente formula:

$$value = cons + \beta * conc$$

dove *conc* rappresenta la variabile dummy “diversificazione correlata”, la quale può assumere valore pari a 0 o pari a 1

se *conc* = 1 si è in presenza di diversificazione correlata:

$$value = 71.343,53 + 1 * (-47.377,39) = 23.966,143$$

se *conc* = 0 si è in assenza di diversificazione correlata:

$$value = 71.343,53 + 0 * (-47.377,39) = 71.343,53$$

. tabulate conc, sum(value)

concen	Summary of value		Freq.
	Mean	Std. Dev.	
0	71343.53	617734.73	217
1	23966.143	418032.43	49
Total	62616.117	585686.36	266

Grafico 3.19 Media e deviazione standard del sotto-campione relativo alla variabile dummy “conc”

Infine, analizzando la regressione tra la variazione di valore delle imprese e la strategia di diversificazione conglomerata si sono ottenuti i seguenti valori:

. reg value congl

Source	SS	df	MS				
Model	7.7023e+11	1	7.7023e+11	Number of obs =	266		
Residual	9.0132e+13	264	3.4141e+11	F(1, 264) =	2.26		
Total	9.0903e+13	265	3.4303e+11	Prob > F =	0.1343		
				R-squared =	0.0085		
				Adj R-squared =	0.0047		
				Root MSE =	5.8e+05		

value	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
congl	-153776.9	102381.1	-1.50	0.134	-355364.4 47810.57
_cons	84584.25	38696.43	2.19	0.030	8391.341 160777.2

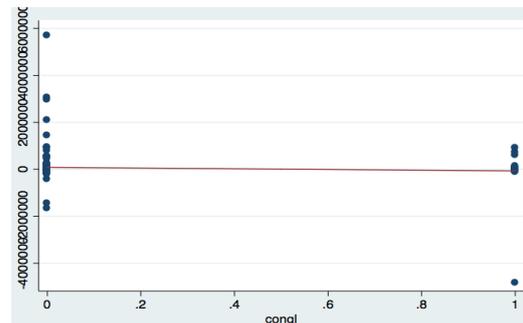


Grafico 3.20 Rappresentazione numerica e grafica della regressione tra la variazione di valore delle imprese acquisite e la variabile dummy relativa alla strategia di diversificazione conglomerata³⁸

³⁸ Attraverso STATA è stata calcolata la correlazione tra “value” e “congl”. Il grafico a destra mostra la retta che collega la media del “value” delle imprese che hanno attuato o meno una diversificazione conglomerata.

L'equazione della regressione, in quest'ultimo caso, sarà data dalla seguente formula:

$$value = cons + \beta * congl$$

dove *congl* rappresenta la variabile dummy "diversificazione conglomerata", la quale può assumere valore pari a 0 o pari a 1

se *congl* = 1 si è in presenza di diversificazione conglomerata:

$$value = 84.584,25 + 1 * (-153.776,9) = -69.182,15$$

se *congl* = 0 si è in assenza di diversificazione conglomerata:

$$value = 84.584,25 + 0 * (-153.776,9) = 84.584,25$$

In presenza di una strategia di diversificazione conglomerata il valore medio dell'enterprise value è di -69.182,15 mila euro; viceversa, in assenza di tale strategia, la media della variazione di valore delle imprese è di 84.584,25 mila euro.

`. tabulate congl, sum(value)`

congl	Summary of value		Freq.
	Mean	Std. Dev.	
0	84584.246	535322.68	228
1	-69192.658	823323.09	38
Total	62616.117	585686.36	266

Grafico 3.21 Media e deviazione standard del sotto-campione relativo alla variabile dummy "congl"

L'analisi relativa alla distribuzione della frequenza condizionata viene svolta, invece, considerando la variabile dipendente, calcolata in funzione della variazione del valore delle imprese (la variazione percentuale dell'enterprise value, sia nel caso in cui le classi abbiano un intervallo del 25% sia nel caso in cui le classi siano distinte per un valore generato maggiore o inferiore allo 0%), in relazione al tipo di strategia applicata dalle imprese stesse per realizzare l'operazione di M&A.

Una volta comprese le variabili coinvolte, è possibile realizzare due distinte distribuzioni di frequenza condizionata:

- la distribuzione del tipo di operazione condizionata alla variazione percentuale del valore dell'impresa;

- la distribuzione della variazione percentuale del valore dell'impresa condizionata al tipo di operazione.

Nel primo caso si va ad analizzare la distribuzione percentuale delle 4 strategie di livello corporate per ciascuna classe di variazione percentuale, mentre nel secondo caso si effettua un'analisi contraria (verificare la distribuzione percentuale della variazione percentuale del turnover delle imprese per ciascun tipo di operazione).

La prima distribuzione presenta tale frequenza condizionata:

DISTRIBUZIONE DEL TIPO DI OPERAZIONE CONDIZIONATA ALLA VARIAZIONE PERCENTUALE DEL VALORE DELL'IMPRESA	< -75%	-75% - (-50%)	-50% - (-25%)	-25% - 0%	0% - 25%	25% - 50%	50% - 75%	75% - 100%	100% - 125%	> 125%	TOTALE
INTEGRAZIONE ORIZZONTALE	30,00%	33,33%	23,53%	25,86%	27,59%	28,00%	20,00%	33,33%	57,14%	19,35%	27,07%
INTEGRAZIONE VERTICALE	40,00%	25,00%	41,18%	44,83%	43,68%	44,00%	50,00%	44,44%	42,86%	19,35%	40,23%
DIVERSIFICAZIONE CORRELATA	20,00%	16,67%	17,65%	10,34%	18,39%	16,00%	0,00%	11,11%	0,00%	48,39%	18,42%
DIVERSIFICAZIONE CONGLOMERATA	10,00%	25,00%	17,65%	18,97%	10,34%	12,00%	30,00%	11,11%	0,00%	12,90%	14,29%
TOTALE	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Tabella 3.5 La distribuzione del tipo di operazione condizionata alle variazioni percentuali di valore delle imprese classificate sulla base di un intervallo del 25%

Da tale tabella è possibile ottenere poi il seguente istogramma:

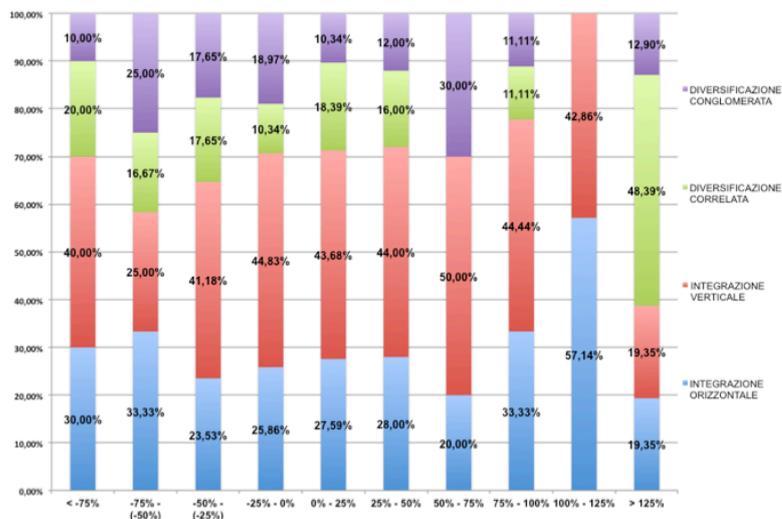


Grafico 3.22 Rappresentazione grafica della distribuzione del tipo di operazione condizionata alle variazioni percentuali di valore delle imprese classificate sulla base di un intervallo del 25%

Tale grafico mostra semplicemente come si vanno a distribuire le diverse operazioni tra le diverse classi. Si può notare una notevole prevalenza delle strategie di integrazione rispetto a quelle di diversificazione (ciò è dovuto principalmente al fatto che, a livello campionario, 179 operazioni su 266 rientrano in tale categoria).

Analizzando nel particolare l'istogramma, si può osservare come, fino ad una variazione percentuale di valore compresa tra il 25% ed il 50%, alla quale si aggiunge la variazione di valore del 75% - 100%, la distribuzione percentuale delle diverse operazioni si mantiene, per ciascuna delle diverse classi, pressoché costante (per le integrazioni orizzontali 28,80%, per le integrazioni verticali 40,44%, per le diversificazioni correlate 15,73%, per le diversificazioni conglomerate 15,01%).

Mentre per le restanti tre classi la situazione risulta essere particolarmente diversa.

Nel caso di una variazione di valore compresa tra il 50% ed il 75% non si riscontra la presenza di operazioni di diversificazione correlata mentre si registra una forte presenza della diversificazione conglomerata che assume un valore proporzionale pari al 30%.

Per quanto riguarda la classe di variazione 100% - 125%, non sono state compiute alcune operazioni di diversificazione. In questo caso il 57,14% delle operazioni riguarda integrazioni orizzontali, mentre il restante 42,86% riguarda le operazioni di integrazione verticale.

Infine, per quanto riguarda l'ultima classe (>125%), c'è una significativa presenza delle operazioni di diversificazione correlata, pari al 48,39%, ed un valore percentuale delle operazioni di integrazione particolarmente basso (19,35% sia per l'integrazione orizzontale che per l'integrazione verticale) se si tiene conto della media assunta da tali operazioni nelle altre classi di valore.

Per quanto riguarda il secondo caso, la distribuzione della variazione percentuale del valore dell'impresa condizionata al tipo di operazione assume la seguente frequenza percentuale:

DISTRIBUZIONE DELLA VARIAZIONE PERCENTUALE DEL VALORE DELL'IMPRESA CONDIZIONATA AL TIPO DI OPERAZIONE	< -75%	-75% - (-50%)	-50% - (-25%)	-25% - 0%	0% - 25%	25% - 50%	50% - 75%	75% - 100%	100% - 125%	> 125%	TOTALE
INTEGRAZIONE ORIZZONTALE	4,17%	5,56%	5,56%	20,83%	33,33%	9,72%	2,78%	4,17%	5,56%	8,33%	100,00%
INTEGRAZIONE VERTICALE	3,74%	2,80%	6,54%	24,30%	35,51%	10,28%	4,67%	3,74%	2,80%	5,61%	100,00%
DIVERSIFICAZIONE CORRELATA	4,08%	4,08%	6,12%	12,24%	32,65%	8,16%	0,00%	2,04%	0,00%	30,61%	100,00%
DIVERSIFICAZIONE CONGLOMERATA	2,63%	7,89%	7,89%	28,95%	23,68%	7,89%	7,89%	2,63%	0,00%	10,53%	100,00%
TOTALE	3,76%	4,51%	6,39%	21,80%	32,71%	9,40%	3,76%	3,38%	2,63%	11,65%	100,00%

Tabella 3.6 La distribuzione delle variazioni percentuali di valore delle imprese, classificate sulla base di un intervallo del 25%, condizionata al tipo di operazione

Da cui si ottiene il seguente istogramma:

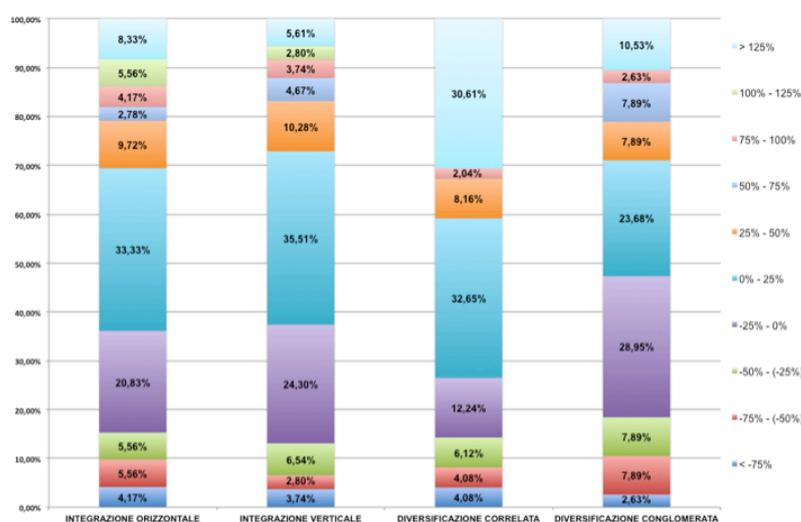


Grafico 3.23 Rappresentazione grafica della distribuzione delle variazioni percentuali di valore delle imprese, classificate sulla base di un intervallo del 25%, condizionata al tipo di operazione

A differenza dell'altro, questo grafico mostra come si distribuiscono le variazioni percentuali del valore delle imprese (divise in classi) tra le quattro tipologie di operazioni.

Sulla base delle informazioni già riportate nei due paragrafi precedenti, si può osservare che la maggior parte delle operazioni di M&A ha generato una variazione di valore compresa tra il -25% ed il 25% (mediamente il 52,87% delle operazioni complessive).

Le perdite di valore superiore al 25% sono molto contenute: si tratta del 15,28 per le integrazioni orizzontali e del 13,08% per le integrazioni verticali, del 14,29% per le diversificazioni correlate e del 18,42% per le diversificazioni conglomerate.

Le anomalie presenti in tale istogramma sono date dalle variazioni di valore superiore al 50%.

Se, per quanto riguarda le strategie di integrazione, tali valori sono pressoché simili e relativamente contenuti intorno ad una media del 20% (nello specifico 20,83% per le orizzontali e 16,82% per le verticali), per quanto riguarda le strategie di diversificazione, riscontriamo diverse particolarità.

Riguardo la diversificazione correlata, troviamo una quasi totale presenza di operazioni che hanno generato una variazione positiva del valore dell'impresa superiore al 125%; in questo caso, infatti, escluso un 2,04% rappresentato dalle operazioni che hanno determinato una variazione compresa tra il 75% ed il 100%, il rimanente 30,61% fa parte della precedente classe.

Riguardo, invece, la diversificazione conglomerata, non vi sono operazioni che hanno generato una variazione percentuale di valore compresa tra il 100% ed il 125%; tuttavia si riscontra una significativa presenza di operazioni che hanno generato un valore compreso tra il 50% ed il 75% (7,89%) ed un valore superiore al 125% (10,53%).

Questo tipo di analisi è stato poi replicato, sostituendo alla variabile rappresentata dalla variazione percentuale dei ricavi dell'impresa divisa in classi con intervallo del 25%, la variabile data dalla variazione percentuale del valore superiore ed inferiore allo 0%.

Le due distribuzioni condizionate, ottenuta con questa diversa variabile, hanno dato le seguenti frequenze percentuali:

DISTRIBUZIONE DEL TIPO DI OPERAZIONE CONDIZIONATA ALLA VARIAZIONE PERCENTUALE DEL VALORE DELL'IMPRESA	< 0%	> 0%	TOTALE
INTEGRAZIONE ORIZZONTALE	26,80%	27,22%	27,07%
INTEGRAZIONE VERTICALE	41,24%	39,64%	40,23%
DIVERSIFICAZIONE CORRELATA	13,40%	21,30%	18,42%
DIVERSIFICAZIONE CONGLOMERATA	18,56%	11,83%	14,29%
TOTALE	100,00%	100,00%	100,00%

DISTRIBUZIONE DELLA VARIAZIONE PERCENTUALE DEL VALORE DELL'IMPRESA CONDIZIONATA AL TIPO DI OPERAZIONE	< 0%	> 0%	TOTALE
INTEGRAZIONE ORIZZONTALE	36,11%	63,89%	100,00%
INTEGRAZIONE VERTICALE	37,38%	62,62%	100,00%
DIVERSIFICAZIONE CORRELATA	26,53%	73,47%	100,00%
DIVERSIFICAZIONE CONGLOMERATA	47,37%	52,63%	100,00%
TOTALE	36,47%	63,53%	100,00%

Tabella 3.6 Le distribuzioni condizionate tra il tipo di operazione e le variazioni percentuali di valore delle imprese, classificate sulla base delle classi >0% e <0%

Sulla base dei dati qua sopra riportati è stato possibile realizzare i relativi istogrammi:

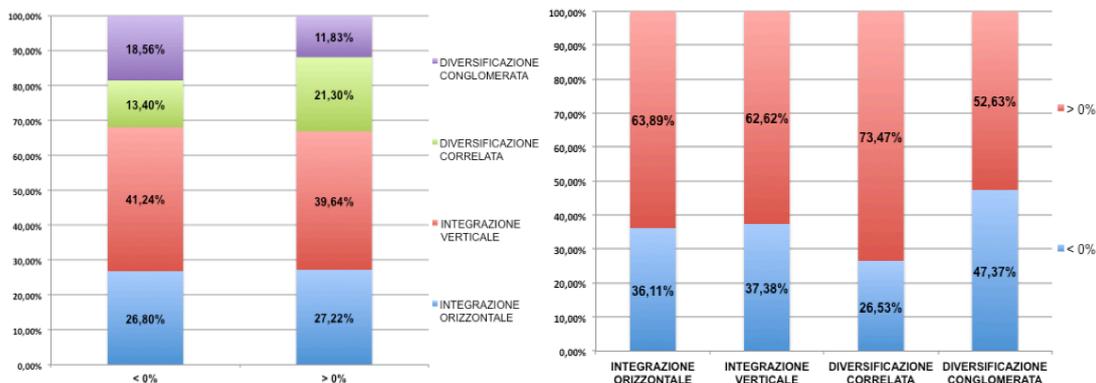


Grafico 3.24 Rappresentazione grafica della distribuzione condizionate tra il tipo di operazione e le variazioni percentuali di valore delle imprese, classificate sulla base delle classi >0% e <0%

Nonostante il cambiamento della variabile, dettata dalle ipotesi introdotte nel primo paragrafo, le valutazioni da fare non sono eccessivamente diverse o contrastanti con quanto detto riguardo alla precedente variabile.

Dal primo grafico si può osservare come più del 60% delle operazioni complessive, sia che esse abbiano generato una perdita (68,04%) o che abbiano generato un guadagno (66,86%), siano operazioni di integrazione orizzontale e verticale. Questo perché, come già detto anche precedentemente, sono state realizzate 72 integrazioni orizzontali e 107 integrazioni verticali su 266 operazioni complessive.

Dal secondo grafico, invece, è possibile notare una forte presenza di operazioni che hanno generato un surplus di ricavi rispetto a quelle per le quali si è registrata una perdita di valore, indipendentemente dalla strategia corporate adottata. Nel complesso, per ogni strategia, più del 50% delle operazioni ha generato valore superiore allo 0% (se si esclude la diversificazione conglomerata tale valore risulta essere superiore anche al 60%).

3.6 La classificazione secondo l'origine geografica: le strategie di internazionalizzazione

Dopo aver analizzato le strategie di integrazione e di diversificazione è necessario occuparsi dell'ultima strategia a livello corporate: la strategia di internazionalizzazione.

Riprendendo quanto detto nel primo capitolo, l'internazionalizzazione non è altro che quella strategia con la quale un'impresa decide di estendere le proprie attività e le proprie operazioni oltre i confini del paese d'origine. Con questo tipo di strategia, un'impresa allarga il proprio business sui mercati esteri.

Nel momento in cui si vuole effettuare l'analisi sul nostro campione, è opportuno distinguere le operazioni di M&A in cui si è realizzata una internazionalizzazione (il paese di origine dell'impresa acquisita è differente da quello dell'impresa acquirente) da quelle in cui si è registrata un'assenza di tale strategia (coincidenza del paese d'origine dell'impresa acquisita e dell'impresa acquirente).

Trattando, innanzitutto, le prime, delle 266 operazioni di M&A considerate, 54 hanno realizzato tale strategia.

La distribuzione di questo sotto-campione ha un valore massimo pari a 5.703.770,380 mila euro ed un valore minimo di -145.620,717 mila euro.

Per quanto riguarda i principali indicatori statistici, il valore atteso è di 117.617,939 mila euro, lo scarto quadratico medio è di 775.824,7701 mila euro e la mediana è 6.204,901 mila euro.

Poiché il valore della mediana è inferiore al valore della media ($Me < \mu$), il sotto-campione risulta essere asimmetrico a destra. Si parla, quindi, di asimmetria positiva ed il valore assunto da questa è pari a 7,105317.

La distribuzione, inoltre, presenta un *outlier* che va ad incidere significativamente sul valore della media e della varianza. Si tratta dell'operazione di M&A tra la “Sony Corporation” e la “Deluxe Media Services LTD's UK DVD Replications Business”, già presente e discussa nell'analisi delle integrazioni orizzontali. Questo perché per tale operazione è stata realizzata simultaneamente una strategia di integrazione orizzontale ed una strategia di internazionalizzazione.

valueintern				
	Percentiles	Smallest		
1%	-145621	-145621		
5%	-61396	-129834		
10%	-16000	-61396	Obs	54
25%	-7	-23601	Sum of Wgt.	54
50%	6204.5		Mean	117617.9
75%	31947	Largest	Std. Dev.	775825
		71416		
90%	69402	108182	Variance	6.02e+11
95%	108182	139217	Skewness	7.105317
99%	5703772	5703772	Kurtosis	51.67089

Grafico 3.25 La distribuzione del campione relativo alle operazioni M&A per le quali è stata attuata una strategia di internazionalizzazione³⁹

Dopo aver calcolato la variabile dipendente definita come variazione percentuale del valore delle imprese, ed averla suddivisa per classi, si è ottenuto la seguente distribuzione di frequenza:

CLASSIFICAZIONE	FREQUENZA ASSOLUTA	FREQUENZA RELATIVA	FREQUENZA PERCENTUALE
Operazioni che una generano perdita di valore > 75%	1	0,0185	1,85%
Operazioni che generano una perdita di valore 50% < x < 75%	3	0,0556	5,56%
Operazioni che generano una perdita di valore 25% < x < 50%	3	0,0556	5,56%
Operazioni che generano una perdita di valore 0% < x < 25%	7	0,1296	12,96%
Operazioni che generano un aumento di valore 0% < x < 25%	19	0,3519	35,19%
Operazioni che generano un aumento di valore 25% < x < 50%	6	0,1111	11,11%
Operazioni che generano un aumento di valore 50% < x < 75%	0	0,0000	0,00%
Operazioni che generano un aumento di valore 75% < x < 100%	4	0,0741	7,41%
Operazioni che generano un aumento di valore 100% < x < 125%	4	0,0741	7,41%
Operazioni che generano un aumento di valore > 125%	7	0,1296	12,96%
TOTALE	54	1	100,00%

Tabella 3.7 Le distribuzioni di frequenza assoluta, relativa e percentuale delle variazioni di valore delle operazioni per le quali è stata attuata una strategia di internazionalizzazione, classificate sulla base di un intervallo del 25%

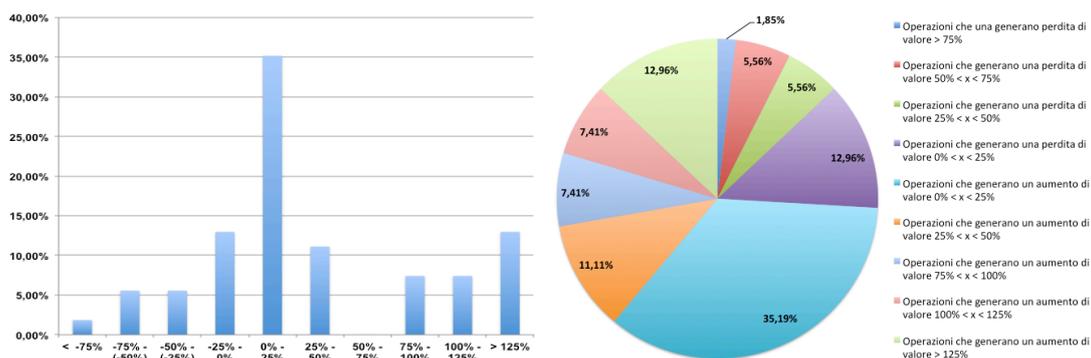


Grafico 3.26 Rappresentazione grafica della distribuzione percentuale delle variazioni di valore delle operazioni per le quali è stata attuata una strategia di internazionalizzazione, classificate sulla base di un intervallo del 25%

³⁹ Attraverso il programma STATA sono stati raccolti i principali valori statistici della distribuzione del sotto-campione relativo alle operazioni di M&A per le quali sono state realizzate delle strategie di internazionalizzazione. La variabile "valueintern" rappresenta, appunto, l'insieme delle osservazioni relative a tale sotto-campione.

Osservando i grafici qua sopra riportati si può notare come poco meno del 50% delle operazioni considerate dal nostro campione (più specificatamente 46,30%) abbia generato una variazione positiva di valore compresa tra lo 0% ed il 50%.

La distribuzione della variabile dipendente, in questo caso, se si va ad escludere l'ultima classe costituita da elementi eccessivamente devianti ai fini valutativi, ha un'asimmetria positiva con valore pari ad 0,3859.

Questo valore è confermato anche dal successivo grafico, che mostra la distribuzione di frequenza tenuto conto della sola variazione positiva e negativa di valore.

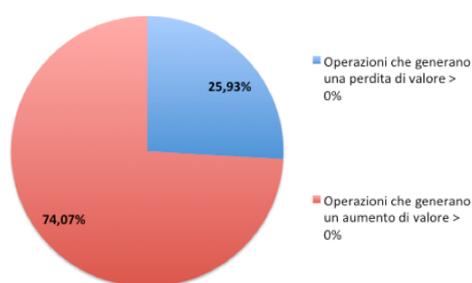


Grafico 3.27 Rappresentazione grafica della distribuzione percentuale delle variazioni di valore delle operazioni per le quali è stata attuata una strategia di internazionalizzazione, classificate sulla base delle classi >0% e <0%

Tenendo conto del grafico a torta sopra riportato, infatti, si può osservare come circa il 75% delle operazioni del sotto-campione abbiano generato un risultato positivo e come solo poco più del 25% abbiano registrato una perdita. Inoltre di questo 25%, il 12,96% (circa la metà) riguarda operazioni di internazionalizzazione per le quali la perdita è compresa tra lo 0% ed il 25%, valori decisamente contenuti per poter essere definiti incisivi dal punto di vista della performance.

Di conseguenza, i risultati ottenuti da questo tipo di strategia sono stati complessivamente positivi.

L'analisi valutativa delle operazioni per le quali non si è applicata una strategia di internazionalizzazione è la medesima.

Si tratta di un sotto-campione di numerosità decisamente più consistente rispetto al caso precedente: 212 operazioni di M&A su 266 totali.

Questo potrebbe essere sinonimo del fatto che, nel settore di riferimento (cinematografico e televisivo), vi sia una preferenza nonché una convenienza, delle imprese operanti, ad acquistare società che operano nel medesimo mercato di riferimento, senza quindi ricercare i vantaggi derivanti da una strategia di internazionalizzazione. Di questo, tuttavia, non vi è alcuna dimostrazione certa, perché, nonostante l'eccessivo dislivello dato dal nostro modello, il motivo che può spingere un'impresa ad internazionalizzare non necessariamente è legato a ragioni economiche e finanziarie, ma può essere legato anche a ragioni di tipo strategico, operativo, dimensionale etc.

Per quanto riguarda gli indicatori statistici, tale sotto-campione ha un valore massimo pari a 3.047.703,570 mila euro ed un valore minimo pari a -4.844.183,869 mila euro. La media assume un valore di 48.606,230 mila euro, la mediana un valore di 1.266,188 mila euro mentre lo scarto quadratico medio un valore di 527.879,8088 mila euro.

La distribuzione ha un'asimmetria negativa con valore pari a -1,90692.

Per quanto riguarda la presenza di possibili "anomalie", non si registrano particolari *outlier* che possono andare ad incidere significativamente sui valori statistici del campione, essendo quest'ultimo particolarmente numeroso. Le operazioni, che nelle precedenti strategie avevano registrato valori particolarmente alti, nel caso di assenza di internazionalizzazione, non vengono considerate "deviazioni determinanti" della distribuzione.

valuenointer				
Percentiles		Smallest		
1%	-1455954	-4844184		
5%	-99630	-1661569		
10%	-34000	-1455954	Obs	212
25%	-2636.5	-413341	Sum of Wgt.	212
50%	1266		Mean	48606.23
		Largest	Std. Dev.	527879.8
75%	15854	1446130		
90%	149050	2087528	Variance	2.79e+11
95%	523956	2972335	Skewness	-1.90692
99%	2087528	3047705	Kurtosis	46.88478

Grafico 3.28 La distribuzione del campione relativo alle operazioni M&A per le quali non è stata attuata una strategia di internazionalizzazione⁴⁰

⁴⁰ Attraverso il programma STATA sono stati raccolti i principali valori statistici della distribuzione del sotto-campione relativo alle operazioni di M&A per le quali non sono state realizzate delle strategie di

Applicando le ipotesi introdotte e, quindi, calcolando la variazione percentuale del valore delle imprese, si ottiene la seguente tabella di contingenza:

CLASSIFICAZIONE	FREQUENZA ASSOLUTA	FREQUENZA RELATIVA	FREQUENZA PERCENTUALE
Operazioni che una generano perdita di valore > 75%	9	0,0425	4,25%
Operazioni che generano una perdita di valore 50% < x < 75%	9	0,0425	4,25%
Operazioni che generano una perdita di valore 25% < x < 50%	14	0,0660	6,60%
Operazioni che generano una perdita di valore 0% < x < 25%	51	0,2406	24,06%
Operazioni che generano un aumento di valore 0% < x < 25%	68	0,3208	32,08%
Operazioni che generano un aumento di valore 25% < x < 50%	19	0,0896	8,96%
Operazioni che generano un aumento di valore 50% < x < 75%	10	0,0472	4,72%
Operazioni che generano un aumento di valore 75% < x < 100%	5	0,0236	2,36%
Operazioni che generano un aumento di valore 100% < x < 125%	3	0,0142	1,42%
Operazioni che generano un aumento di valore > 125%	24	0,1132	11,32%
TOTALE	212	1	100,00%

Tabella 3.8 Le distribuzioni di frequenza assoluta, relativa e percentuale delle variazioni di valore delle operazioni per le quali non è stata attuata una strategia di internazionalizzazione, classificate sulla base di un intervallo del 25%

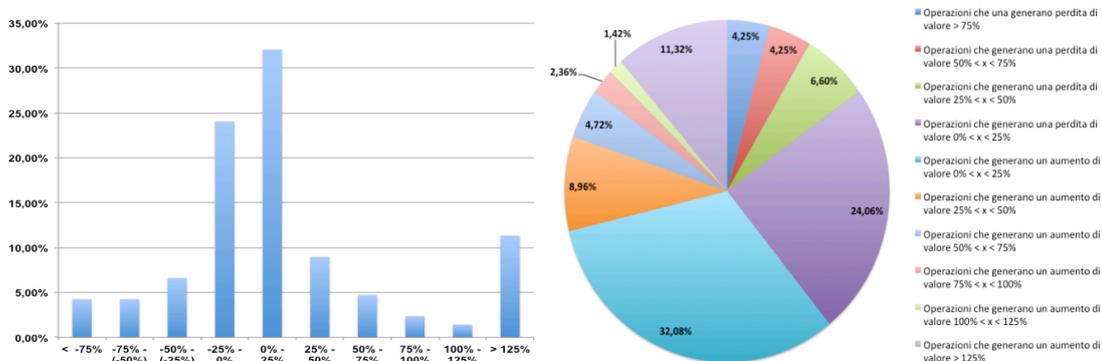


Grafico 3.29 Rappresentazione grafica della distribuzione percentuale delle variazioni di valore delle operazioni per le quali non è stata attuata una strategia di internazionalizzazione, classificate sulla base di un intervallo del 25%

Attraverso l'analisi della distribuzione di frequenza si può osservare come il 56,14% delle società che non hanno adottato una strategia di internazionalizzazione, abbia generato un valore percentuale compreso tra il -25% ed il 25%. Si tratta di valori contenuti che non vanno ad incidere in maniera determinante sulla performance aziendale.

È tuttavia necessario sottolineare il ruolo fondamentale, da una parte, delle operazioni che hanno generato un incremento del valore compreso tra il 25% ed il

internazionalizzazione. La variabile "valuenointer" rappresenta, appunto, l'insieme delle osservazioni relative a tale sotto-campione.

50% e quelle che hanno realizzato un surplus superiore al 125%, che rappresentano una “fetta” consistente del sotto-campione complessivo (rispettivamente l’8,96% ed l’11,32%), e dall’altra, delle operazioni che hanno determinato una perdita di valore compresa tra il 25% ed il 50% che rappresentano, a loro volta, il 6,60% del sotto-campione considerato.

Le rimanenti operazioni, invece, tendono a mantenersi su valori contenuti, senza superare la soglia del 5%.

La distribuzione di tale variabile dipendente, escludendo la classe di operazioni che genera un incremento di valore del 125%, ha una forma quasi simmetrica; si tratta di un’asimmetria leggermente negativa il cui valore è pari a -0,0751.

Analizzando il caso in cui la variazione percentuale viene distinta in variazione positiva e in variazione negativa, si ottengono risultati molto simili alla maggior parte degli studi verificati precedentemente. In assenza di internazionalizzazione, infatti, circa il 60% delle operazioni ha garantito un guadagno per le imprese acquirenti, mentre poco meno del 40% ha generato una perdita. Situazione molto analoga a quanto visto per le strategie di integrazione orizzontale e verticale.

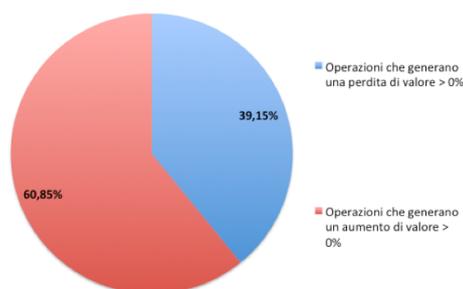


Grafico 3.30 Rappresentazione grafica della distribuzione percentuale delle variazioni di valore delle operazioni per le quali non è stata attuata una strategia di internazionalizzazione, classificate sulla base delle classi >0% e <0%

Dopo aver analizzato singolarmente le due variabili (presenza e assenza di una strategia di internazionalizzazione) è opportuno valutare, come già fatto nel caso delle altre due strategie corporate, la relazione esistente tra le medesime.

Anche per questo tipo di strategia è stata verificata, dapprima, la correlazione e la regressione rispetto all’*enterprise value* e, successivamente, l’analisi della distribuzioni di frequenza condizionata.

Dopo aver costruito le variabili *dummy*, relativamente alle operazioni in cui c'è o meno la presenza di una strategia di internazionalizzazione, sono state ottenute le seguenti correlazioni:

```
. correlate value intern nointern
(obs=266)
```

	value	intern	nointern
value	1.0000		
intern	0.0475	1.0000	
nointern	-0.0475	-1.0000	1.0000

Grafico 3.31 Le correlazioni calcolate tra la variazione di valore delle imprese acquirenti e le variabili *dummy* definite dalla presenza o meno di una strategia di internazionalizzazione⁴¹

Da tale tabella si può osservare come la correlazione, tra la presenza di una strategia di internazionalizzazione o l'assenza di questa rispetto al valore dell'impresa, sia molto contenuta (il valore è prossimo allo 0). Si tratta di una relazione lineare fortemente debole, sebbene nel primo caso tale indice sia positivo mentre nel secondo caso negativo.

La particolarità che si può notare immediatamente riguarda il fatto che, per entrambe le strategie, il valore della correlazione è il medesimo. L'*enterprise value* è correlato con le operazioni di M&A in cui è presente una strategia di internazionalizzazione allo stesso modo con cui è correlato con le operazioni per le quali tale strategia non è applicata, pur essendo, nel primo caso, una correlazione positiva, mentre nel secondo, una correlazione negativa.

Ciò è conseguenza del fatto che la correlazione tra le due strategie assume valore pari a -1. Esiste, infatti, una perfetta correlazione negativa in quanto le 266 operazioni considerate nel modello hanno adottato o l'una o l'altra strategia.

L'analisi di regressione si basa sullo stesso procedimento applicato per le altre due strategie di crescita. Si va, anche in questo caso, ad analizzare il legame esistente tra

⁴¹ Dopo aver costruito, attraverso il programma STATA, le variabili *dummy* relative alla presenza o meno di una strategia di internazionalizzazione, sono state calcolate le diverse correlazioni tra le variabili *dummy* stesse e tra quest'ultime e la variazione di valore delle imprese acquirenti. La variabile "value" rappresenta l'insieme delle variazioni di valore relative alle osservazioni del campione complessivo considerato. Le variabili "intern" e "nointern" rappresentano, rispettivamente, le variabili *dummy* relative alle operazioni per le quali si è attuata una strategia di internazionalizzazione e le operazioni per le quali tale strategia non è stata realizzata.

tali operazioni e la variabile indipendente del modello. La relazione tra l'*enterprise value* e la presenza o meno di una strategia di internazionalizzazione ha registrato i seguenti valori:

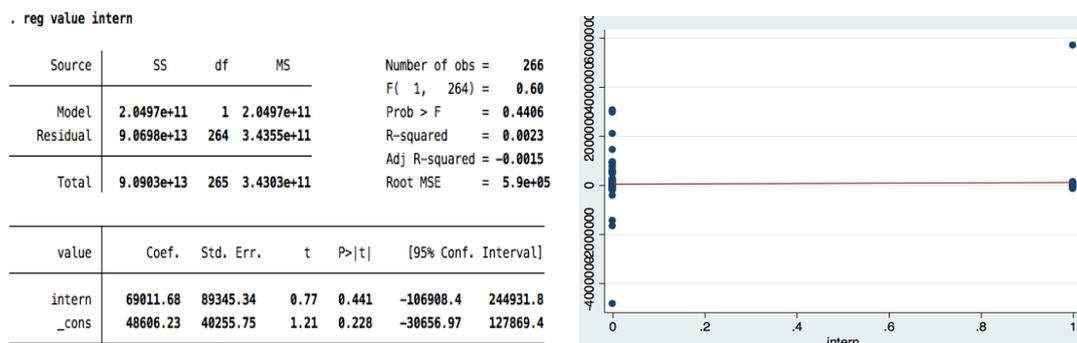


Grafico 3.32 Rappresentazione numerica e grafica della regressione tra la variazione di valore delle imprese acquisite e la variabile dummy relativa alla strategia di internazionalizzazione⁴²

La formula della retta di regressione è la seguente:

$$value = cons + \beta * intern$$

dove *intern* rappresenta la variabile dummy “internazionalizzazione”, la quale può assumere valore pari a 0 o pari a 1

se *intern* = 1 si è in presenza di internazionalizzazione:

$$value = 48.606,23 + 1 * 69.011,68 = 117.617,91$$

se *intern* = 0 si è in assenza di internazionalizzazione:

$$value = 48.606,23 + 0 * 69.011,68 = 48.606,23$$

Il risultato dell’equazione esprime, nel primo caso, il valore medio dell’enterprise value in presenza di una strategia di internazionalizzazione, nel secondo caso, la media della variazione di valore delle imprese in assenza di una strategia di internazionalizzazione. La regressione rappresenta la retta che collega il valore medio delle operazioni per le quali è stata attuata una strategia di internazionalizzazione con il valore medio delle operazioni per le quali tale strategia non è stata applicata.

⁴² Attraverso STATA è stata calcolata la correlazione tra “value” e “intern”. Il grafico a destra mostra la retta che collega la media del “value” delle imprese che hanno attuato o meno una strategia di internazionalizzazione

. tabulate intern, sum(value)

intern	Summary of value		Freq.
	Mean	Std. Dev.	
0	48606.226	527879.83	212
1	117617.91	775825	54
Total	62616.117	585686.36	266

Grafico 3.33 Media e deviazione standard del sotto-campione relativo alla variabile dummy "intern"

Per quanto riguarda, invece, la frequenza condizionata, anche in questa circostanza, sono state valutate due possibili distribuzioni percentuali:

- la distribuzione della presenza o meno di una strategia di internazionalizzazione condizionata alla variazione percentuale del valore dell'impresa;
- la distribuzione della variazione percentuale del valore dell'impresa condizionata alla presenza o meno di una strategia di internazionalizzazione.

Nel primo caso si ottiene la seguente tabella di contingenza dalla quale deriva il successivo istogramma:

DISTRIBUZIONE DEL TIPO DI OPERAZIONE CONDIZIONATA ALLA VARIAZIONE PERCENTUALE DEL VALORE DELL'IMPRESA	< -75%	-75% - (-50%)	-50% - (-25%)	-25% - 0%	0% - 25%	25% - 50%	50% - 75%	75% - 100%	100% - 125%	> 125%	TOTALE
PRESENZA DI INTERNAZIONALIZZAZIONE	10,00%	25,00%	17,65%	12,07%	21,84%	24,00%	0,00%	44,44%	57,14%	22,58%	20,30%
ASSENZA DI INTERNAZIONALIZZAZIONE	90,00%	75,00%	82,35%	87,93%	78,16%	76,00%	100,00%	55,56%	42,86%	77,42%	79,70%
TOTALE	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Tabella 3.9 La distribuzione del tipo di operazione condizionata alle variazioni percentuali di valore delle imprese classificate sulla base di un intervallo del 25%

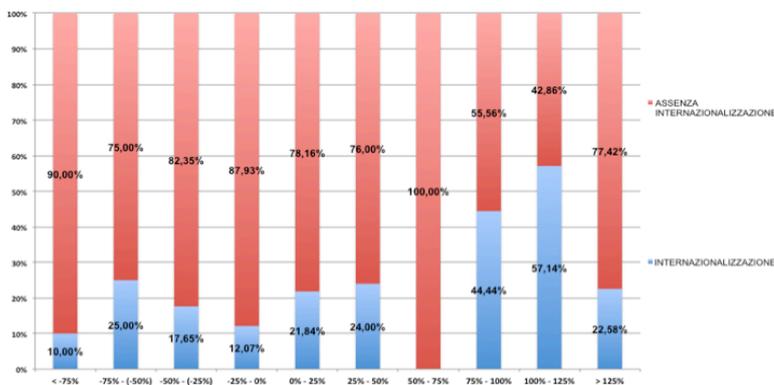


Grafico 3.34 Rappresentazione grafica della distribuzione del tipo di operazione condizionata alle variazioni percentuali di valore delle imprese classificate sulla base di un intervallo del 25%

Dall'analisi di tale grafico possiamo notare una significativa prevalenza di un'assenza di internazionalizzazione rispetto al caso contrario. Questo è semplicemente dovuto alle diverse numerosità campionarie delle due strategie. Si tratta, infatti, di mettere a confronto un sotto-campione di 54 operazioni su 266 (internazionalizzazione) con un sotto-campione di 212 operazioni su 266 (per le quali sussiste una coincidenza d'origine tra imprese acquirenti e imprese acquisite). Entrando maggiormente nello specifico, si può osservare come per le prime sei classi (da una variazione < -75% ad una variazione compresa tra il 25% ed il 50%), alle quali si aggiunge anche l'ultima classe (> 125%), i valori percentuali si mantengono intorno ad una media costante (19,02% per le operazioni in cui si realizza tale strategia; 80,98% per quelle per le quali invece questa non viene applicata).

Diversa è la situazione, invece, per le 3 classi rimanenti:

per la classe 50% - 75% si verificano soltanto operazioni che non prevedono un'internazionalizzazione (il 100% delle operazioni di M&A sono state realizzate sulla base dell'acquisto di imprese operante nel medesimo mercato nazionale);

per le classe 75% - 100% e 100% - 125% si verifica, al contrario, una maggior presenza di tale strategia corporate (44,44% per la prima classe, 578,14% per la seconda), andando quindi a controbilanciare l'elevato valore assunto dalla strategia contraria nelle classi precedenti. Tali valori vanno a dimostrare come, l'applicazione di una strategia di internazionalizzazione, nella maggior parte dei casi, sia conveniente in quanto va a generare un consistente incremento dei ricavi per le imprese acquirenti.

Per quanto riguarda il secondo caso, ovvero la distribuzione della variazione percentuale del valore dell'impresa in relazione alla possibile presenza o meno di una strategia di internazionalizzazione, si ha la seguente distribuzione di frequenza condizionata:

DISTRIBUZIONE DELLA VARIAZIONE PERCENTUALE DEL VALORE DELL'IMPRESA CONDIZIONATA AL TIPO DI OPERAZIONE	< -75%	-75% - (-50%)	-50% - (-25%)	-25% - 0%	0% - 25%	25% - 50%	50% - 75%	75% - 100%	100% - 125%	> 125%	TOTALE
PRESENZA DI INTERNAZIONALIZZAZIONE	1,85%	5,56%	5,56%	12,96%	35,19%	11,11%	0,00%	7,41%	7,41%	12,96%	100,00%
ASSENZA DI INTERNAZIONALIZZAZIONE	4,25%	4,25%	6,60%	24,06%	32,08%	8,96%	4,72%	2,36%	1,42%	11,32%	100,00%
TOTALE	3,76%	4,51%	6,39%	21,80%	32,71%	9,40%	3,76%	3,38%	2,63%	11,65%	100,00%

Tabella 3.10 La distribuzione delle variazioni percentuali di valore delle imprese, classificate sulla base di un intervallo del 25%, condizionata al tipo di operazione

Da tale distribuzione percentuale si ottiene il seguente grafico:



Grafico 3.35 Rappresentazione grafica della distribuzione del tipo di operazione condizionata alle variazioni percentuali di valore delle imprese classificate sulla base di un intervallo del 25%

Come già visto per le altre due strategie a livello corporate, anche per quanto riguarda l'internazionalizzazione circa il 50% delle operazioni di M&A ha generato una variazione di valore compresa tra il -25% ed il 25%.

Escludendo tali classi di variazioni, dal grafico sopra riportato si può osservare come le ulteriori variazioni negative del *turnover* siano molto contenute in entrambe i casi (il 15,09% delle operazioni in cui vi è assenza di internazionalizzazione ha generato ulteriori perdite, mentre, nell'altro caso, soltanto il 12,96%).

Ciò che determina una sostanziale differenza tra le due strategie, riguarda la variazione di valore generata superiore al 25%. Nel caso delle strategie di internazionalizzazione, infatti, quasi il 40% delle operazioni ha generato un surplus maggiore del 25%; inoltre, se a questo si vanno ad aggiungere le imprese che hanno realizzato fusioni ed acquisizioni e che hanno ottenuto un incremento del valore compreso tra lo 0% ed il 25%, il numero complessivo percentuale di operazioni che hanno ottenuto una variazione positiva ($>0\%$) sale fino al 74% (come già descritto precedentemente).

Nel caso di coincidenza tra il paese d'origine dell'impresa acquirente e paese d'origine dell'impresa acquisita, la variazione percentuale di valore superiore al 25% riguarda circa il 30% delle operazioni in questione. Un valore, in questo caso molto

alto, se si tiene conto del fatto che, in assenza di internazionalizzazione, il sotto-campione considerato conta circa 216 imprese su 266.

3.7 La classificazione secondo la dimensione aziendale

Lo studio svolto in tale paragrafo si discosta sotto molti punti di vista, da quanto visto nei casi precedenti.

Come già introdotto all'inizio del capitolo, l'analisi relativa all'aspetto dimensionale è stata realizzata andando a raggruppare le imprese coinvolte (sia esse acquirenti che esse acquisite) sulla base del numero dei dipendenti al loro interno.

Quando si utilizza questo parametro per definire la dimensione, bisogna tenere in considerazione se si sta calcolando il personale riferito all'intera impresa oppure se tale valutazione riguarda solo un determinato ramo aziendale (una specifica unità produttiva).

La scelta degli *employees* per la definizione della dimensione di un'impresa è comunque una scelta relativamente approssimativa. Questo elemento, infatti, non è vincolante per l'ottenimento di risultati certi. Aziende che hanno lo stesso numero di personale occupato, possono ottenere e conseguire risultati economici differenti.

A causa di tale incertezza si è solito utilizzare altri parametri, in sostituzione o in concomitanza con il numero dei dipendenti. Le alternative maggiormente impiegate sono, generalmente, “dati esponenziali della capacità economica come il fatturato, l'entità degli investimenti, il valore aggiunto, etc.”⁴³

Nonostante ciò, il diritto del lavoro continua a privilegiare l'idea del personale impiegato come parametro primario per la determinazione della dimensione aziendale.

Nell'analizzare la questione “*size*” del nostro modello è opportuno riprendere le ipotesi introdotte nel primo paragrafo.

Dopo aver verificato il numero di dipendenti presenti all'interno delle due tipologie di imprese (acquirenti ed acquisite) coinvolte nelle operazioni di M&A, queste sono state suddivise nelle otto classi precedentemente descritte. In base alla classe di

⁴³ MAZZOTTA O., 2013. *Diritto del lavoro*, Giuffrè Editore

appartenenza, si sono, poi, ottenute le seguenti tabelle di frequenza assoluta e percentuale:

CLASSIFICAZIONE	FREQUENZA ASSOLUTA		FREQUENZA PERCENTUALE	
	IMPRESE ACQUIRENTI	IMPRESE ACQUISITE	IMPRESE ACQUIRENTI	IMPRESE ACQUISITE
Imprese con numero di dipendenti < 10	0	49	0,00%	18,42%
Imprese con numero di dipendenti compreso tra 10 - 49	26	88	9,77%	33,08%
Imprese con numero di dipendenti compreso tra 50 - 199	49	75	18,42%	28,20%
Imprese con numero di dipendenti compreso tra 200 - 499	42	28	15,79%	10,53%
Imprese con numero di dipendenti compreso tra 500 - 999	31	9	11,65%	3,38%
Imprese con numero di dipendenti compreso tra 1.000 - 4.999	66	15	24,81%	5,64%
Imprese con numero di dipendenti compreso tra 5.000 - 9.999	28	1	10,53%	0,38%
Imprese con numero di dipendenti > 10.000	24	1	9,02%	0,38%
TOTALE	266	266	100,00%	100,00%

Tabella 3.11 Le distribuzioni di frequenza assoluta e percentuale delle imprese coinvolte nelle operazioni di M&A (acquirenti ed acquisite), classificate sulla base di 8 classi dimensionali.

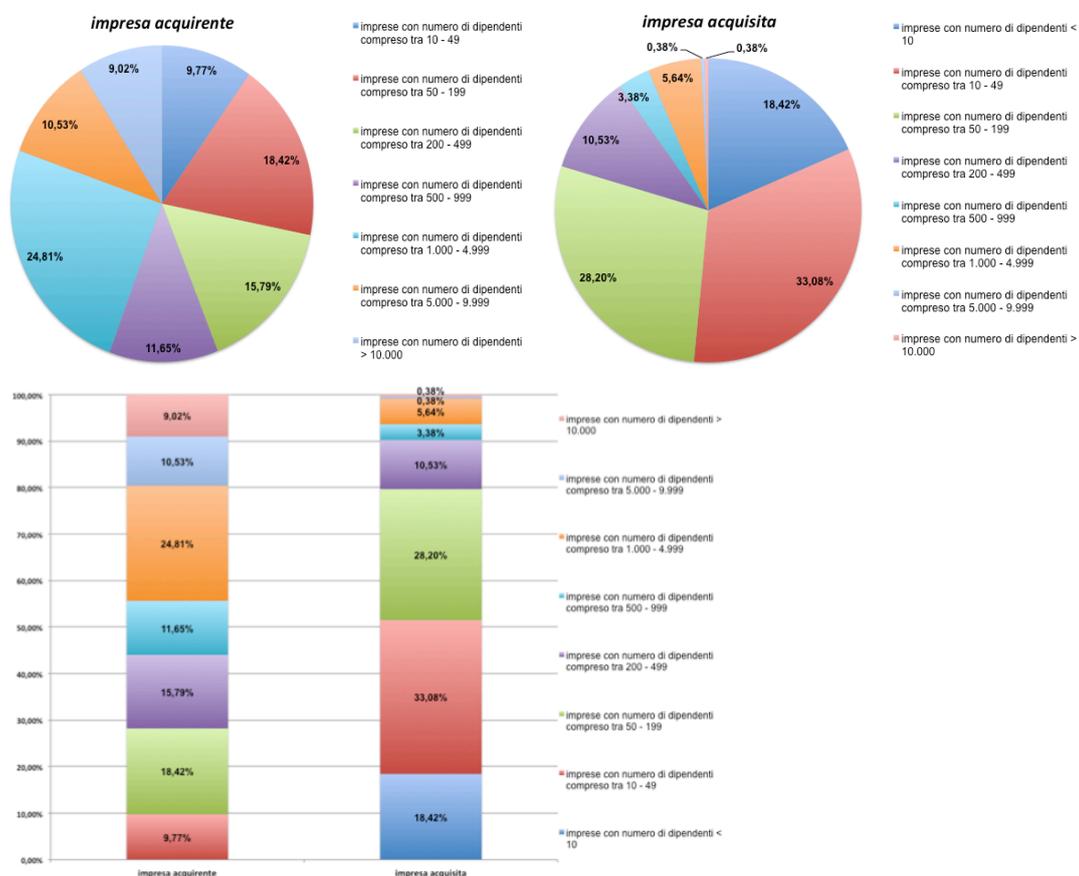


Grafico 3.36 Rappresentazione grafica della distribuzione percentuale delle imprese acquirenti ed acquisite classificate sulla base di otto classi dimensionali

Da tali grafici risalta subito la differenza tra le imprese acquirenti e le imprese acquisite.

Nel primo caso si registra una consistente eterogeneità dei valori. Escluse, infatti, le imprese con un numero di dipendenti compreso tra i 1.000 ed i 4.999, che rappresentano circa un quinto delle imprese acquirenti totali, ed escluse le imprese con un numero di dipendenti compreso tra 50 e 199, che ne rappresentano un sesto, si può notare come le rimanenti società si distribuiscano in maniera pressoché equivalente. Le restanti classi, infatti, prese singolarmente, costituiscono ciascuna circa il 10% - 15% delle imprese acquirenti totali.

Tuttavia, per quanto riguarda tale categoria, c'è da sottolineare la totale mancanza di imprese con un numero di dipendenti inferiore a 10. L'assenza delle cosiddette micro imprese è, generalmente, legata alle operazioni di M&A. Potrebbe, in tale circostanza, sussistere una correlazione significativa positiva tra la dimensione dell'impresa acquirente e l'operazione di acquisizione stessa (maggiore è la dimensione dell'impresa acquirente, più è facile, per quest'ultima, realizzare un'operazione di fusione ed acquisizione).

Diverso è il discorso per quanto riguarda le imprese acquisite. Le imprese con un numero di dipendenti superiore ai 5.000 non raggiungono neanche l'1% delle imprese acquisite totali. Relativamente basso è, anche, il numero delle imprese che hanno tra i 200 ed i 499 dipendenti. La situazione è dominata, invece, da quelle società che hanno un numero di *employees* compreso tra 0 e 199, rappresentando circa l'80% del totale. Inoltre, entrando più nello specifico, si può osservare che più della metà delle imprese acquisite sia costituita da massimo 50 dipendenti (micro e piccole imprese).

La valutazione statistico-descrittiva è stata svolta in maniera più specifica da quanto visto nei casi precedenti. La variazione di valore delle imprese (*l'enterprise value*), data dalla differenza tra i ricavi post e pre operazione M&A, rappresenta ancora la variabile indipendente di riferimento. Gli indicatori statistici sono calcolati sempre su tale variabile. Tuttavia, le operazioni di fusione e acquisizione, in questo caso, vengono suddivise in diversi sotto-campioni, a seconda delle dimensioni delle imprese acquirenti e delle imprese acquisite. I valori statistici così ottenuti, pur

essendo sempre calcolati sulla medesima variabile, vanno a considerare anche le diverse classi dimensionali delle imprese coinvolte.

Nel procede con questo tipo di valutazione, si è dapprima analizzata la situazione relativa alle imprese acquirenti e, in seguito, quella relativa alle imprese acquisite.

Per quanto riguarda la prima, sono stati ottenuti i seguenti valori:

```
. summarize valuesize1 valuesize2 valuesize3 valuesize4 valuesize5 valuesize6 valuesize7
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
valuesize1	24	561740.1	1504300	-1661569	5703772
valuesize2	28	-70022.61	1025299	-4844184	2087528
valuesize3	66	68712	221386.7	-111914	1446130
valuesize4	31	4399.452	94458.93	-413341	149050
valuesize5	42	825.7857	11927.54	-32251	43562
valuesize6	49	1642.327	15277.85	-43556	57247
valuesize7	26	13393.27	25961.93	-8158	66734

Grafico 3.37 La distribuzione delle operazioni M&A classificate in base alla classe dimensionale delle imprese acquirenti⁴⁴

Per tale categoria, non esistono le micro imprese (imprese che hanno una dimensione data da un numero di dipendenti inferiore ai 10) per cui le classi dimensionali disponibili sono solamente sette.

Applicando su tutte il medesimo ragionamento, si ottengono le seguenti informazioni:

- le operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti superiore ai 10.000, sono 24. Questo sotto-campione ha un valore atteso pari a 561.740,1 mila euro ed una deviazione standard pari a 1.504.300 mila euro. Il valore massimo è di 5.703.770 mila euro mentre il valore

⁴⁴ Attraverso il programma STATA, le imprese acquirenti sono state classificate sulla base di sette classi dimensionali. La variabile "valuesize1" rappresenta le operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti superiore ai 10.000, la variabile "valuesize2" rappresenta le operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 5.000 ed i 9.999, la variabile "valuesize3" rappresenta le operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 1.000 ed i 4.999, la variabile "valuesize4" rappresenta le operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 500 ed i 999, la variabile "valuesize5" rappresenta le operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 200 ed i 499, la variabile "valuesize6" rappresenta le operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 50 ed i 199, infine, la variabile "valuesize7" rappresenta le operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 10 ed i 49.

- minimo e -1.661.570 mila euro. La distribuzione, per tale livello dimensionale, ha un'asimmetria positiva pari a 1,8780;
- le operazioni di fusione e acquisizione, per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 5.000 ed i 9.999, sono complessivamente 28. Il valore massimo è 2.087.529 mila euro mentre il valore minimo è pari a -4.844.184 mila euro. La media di tale campione è di -70.022,43 mila euro, la mediana di 4.213,50 mila euro mentre lo scarto quadratico medio di 1.025.299,56 mila euro. La distribuzione ha un'asimmetria negativa con valore pari a -3,4433;
 - le operazioni in cui le imprese acquirenti hanno una dimensione data da un numero di *employees* compreso tra i 1.000 ed i 4.999, sono complessivamente 66 su 266. Il valore atteso, in questo caso, è di circa 68.712 mila euro mentre la deviazione standard è di circa 221.236 mila euro. Essendo la mediana pari a 4.086 mila euro, la distribuzione è positivamente asimmetrica (4,2284);
 - la classe dimensionale di 500 – 999 dipendenti riguarda, invece, 31 operazioni di M&A con valore medio pari a 4.399,45 mila euro e scarto quadratico medio pari a 94.458,93 mila euro. L'asimmetria, per tale sottocampione, è negativa ed assume un valore di -2,7139;
 - le operazioni in cui le imprese acquirenti hanno un numero di lavoratori compreso tra i 200 ed i 499 sono circa 42. Il valore massimo è di 43.562 mila euro mentre il valore minimo è di 32.250 mila euro. La distribuzione, in tal caso, ha un'asimmetria di 0,855 in quanto la media, pari a 825,74 mila euro, è superiore alla mediana, il cui valore è di 184,5 mila euro (lo scarto quadratico medio assume valore di 11.927 mila euro circa);
 - la classe dimensionale 50 -199 riguarda 49 operazioni di M&A, la cui distribuzione ha un valore massimo è 57.247 mila euro ed un valore minimo di 43.557 mila euro. La media è pari a 1.642,33 mila euro, la deviazione standard a 15.277,87 mila euro e la mediana a 539 mila euro. Essendo quest'ultima inferiore al valore atteso, la distribuzione ha un'asimmetria positiva verso destra di circa 0.30;
 - le operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 10 ed i 49 sono, infine, 26. Queste hanno un valore

medio pari a circa 13,393 mila euro ed uno scarto quadratico medio pari a 25.961,82 mila euro. Il campione ha una distribuzione asimmetrica positiva (1,4345).

Per quanto riguarda le imprese acquisite, le informazioni statistiche sono le seguenti:

```
. summarize valuesize_1 valuesize_2 valuesize_3 valuesize_4 valuesize_5 valuesize_6 valuesize_7 valuesize_8
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
valuesize_1	1	34000	.	34000	34000
valuesize_2	1	8480	.	8480	8480
valuesize_3	15	487322.9	771213.8	-211605	2972335
valuesize_4	9	-1403.333	43641.07	-99630	63512
valuesize_5	28	414522.5	1242965	-129834	5703772
valuesize_6	75	-86640.67	627503.5	-4844184	738742
valuesize_7	88	32572.15	180766.2	-139400	1446130
valuesize_8	49	27372.76	132332	-18082	918836

Grafico 3.38 La distribuzione delle operazioni M&A classificate in base alla classe dimensionale delle imprese acquisite⁴⁵

- si registra la presenza di una sola operazione, nella quale l'impresa acquisita con un numero di dipendenti è superiore ai 10.000. Si tratta della “*Universal Studios Inc*” acquisita dalla “*Vivendi Universal SA*”. L'operazione ha generato un *enterprise value* pari a 34.000 mila euro;
- discorso analogo al precedente per quanto riguarda le imprese acquisite con un numero di dipendenti compreso tra i 5.000 ed i 9.999. Anche per tale classe dimensionale, esiste una sola operazione: l'acquisto di “*Endemol MV*” da parte della società telefonica “*Telefonica SA*”. La variazione di valore data dall'operazione è di 8.480 mila euro;

⁴⁵ Attraverso il programma STATA, le imprese acquisite sono state classificate sulla base di otto classi dimensionali. La variabile “*valuesize_1*” rappresenta le operazioni per le quali le imprese acquisite hanno un numero di dipendenti superiore ai 10.000, la variabile “*valuesize_2*” rappresenta le operazioni per le quali le imprese acquisite hanno un numero di dipendenti compreso tra i 5.000 ed i 9.999, la variabile “*valuesize_3*” rappresenta le operazioni per le quali le imprese acquisite hanno un numero di dipendenti compreso tra i 1.000 ed i 4.999, la variabile “*valuesize_4*” rappresenta le operazioni per le quali le imprese acquisite hanno un numero di dipendenti compreso tra i 500 ed i 999, la variabile “*valuesize_5*” rappresenta le operazioni per le quali le imprese acquisite hanno un numero di dipendenti compreso tra i 200 ed i 499, la variabile “*valuesize_6*” rappresenta le operazioni per le quali le imprese acquisite hanno un numero di dipendenti compreso tra i 50 ed i 199, la variabile “*valuesize_7*” rappresenta le operazioni per le quali le imprese acquisite hanno un numero di dipendenti compreso tra i 10 ed i 49, infine, la variabile “*valuesize_8*” rappresenta le operazioni per le quali le imprese acquisite hanno un numero di dipendenti inferiore a 10.

- le operazioni per le quali le imprese acquisite hanno un numero di dipendenti compreso tra i 1.000 ed i 4.999 sono 15 su 266. Tale sotto-campione ha un valore massimo di 2.973.334,90 mila euro ed un valore minimo di -211.604,74 mila euro. Il valore atteso è di 487.322,9 mila euro, la mediana è di 438.993,82 mila euro mentre lo scarto quadratico medio è di 771.213,8 mila euro. Poiché il valore medio è maggiore del valore della mediana, la distribuzione presenterà un'asimmetria positiva di valore pari a 2,3486;
- la classe dimensionale 500 – 999 dipendenti riguarda 9 operazioni di M&A. In questo caso, la media è di -1.403,17 mila euro mentre la deviazione standard è di 43.641,14 mila euro. Essendo la mediana (3.871,28) superiore al valore atteso, la distribuzione avrà un'asimmetria negativa verso sinistra pari a -1,05;
- le operazioni che comprendono imprese acquisite con un numero di lavoratori compreso tra i 200 ed i 499 sono 28. Il campione ha un valore massimo di 5.703.770,38 mila euro ed un valore minimo di 129.834 mila euro e presenta un valore medio pari a 414.522,5 mila euro ed uno scarto quadratico medio di circa 1.242.964 mila euro. La distribuzione, in tal caso, ha un'asimmetria positiva pari a 3,3238;
- le imprese acquisite con un numero di *employees* compreso tra i 50 ed i 199 riguardano 75 operazioni di fusione ed acquisizione. Tale sotto-campione presenta un valore atteso di -86.640,64 mila euro ed una deviazione standard di 627.503,57 mila euro. La mediana, il cui valore è pari a 2.258 mila euro, è nettamente superiore alla media campionaria; di conseguenza la distribuzione presenterà una forte asimmetria verso sinistra (-6,2311);
- le operazioni per le quali le imprese acquisite hanno tra i 10 ed i 49 dipendenti sono complessivamente 88 su 266. Il valore massimo, in tale circostanza, è di circa 1.446.129 mila euro mentre il valore minimo di 139.399,99 mila euro. La media campionaria è di 32.572,15 mila euro mentre lo scarto quadratico medio è di 180.766,2 mila euro. La distribuzione presenta un'asimmetria positiva di valore 6,392072;
- infine, le imprese acquisite che presentano un numero di dipendenti inferiore a 10 riguardano le rimanenti operazioni di M&A (49 /266), la cui

distribuzione avrà un valore massimo di circa 918.835 mila euro, un valore minimo di circa 18.081 mila euro, un valore medio di circa 27.372 mila euro ed una deviazione standard di circa 132.332 mila euro. La mediana è pari a 1.417,04 mila euro; poiché quest'ultima inferiore alla media campionaria, la distribuzione avrà un'asimmetria positiva verso i valori più alti (6,4335).

Dopo aver verificato la frequenza con la quale si presentano i dipendenti all'interno delle diverse imprese ed i principali valori statistici per le diverse classi dimensionali, è stata analizzata la relazione esistente tra le imprese acquirenti e le imprese acquisite. Il ragionamento realizzato, in questo caso, è lo stesso visto per le precedenti valutazioni. Dapprima si è verificata la correlazione e la regressione esistente tra le variabili considerate e, successivamente, si è realizzata la classica distribuzione di frequenza condizionata in relazione alle dimensioni aziendali.

Nel valutare la correlazione tra la dimensione delle aziende e l'*enterprise value* si è seguito lo stesso approccio che è stato applicato nei casi precedenti. Anche in questa circostanza sono state realizzate tante variabili *dummy* quante sono le classi dimensionali prese a riferimento, tenendo, tuttavia, in considerazione, solamente le imprese acquirenti.

I risultati così ottenuti sono i seguenti:

```
. correlate value size1 size2 size3 size4 size5 size6 size7
(obs=266)
```

	value	size1	size2	size3	size4	size5	size6	size7
value	1.0000							
size1	0.2689	1.0000						
size2	-0.0778	-0.1080	1.0000					
size3	0.0060	-0.1809	-0.1970	1.0000				
size4	-0.0362	-0.1144	-0.1246	-0.2086	1.0000			
size5	-0.0458	-0.1364	-0.1485	-0.2487	-0.1573	1.0000		
size6	-0.0496	-0.1496	-0.1630	-0.2730	-0.1726	-0.2058	1.0000	
size7	-0.0277	-0.1037	-0.1129	-0.1891	-0.1195	-0.1425	-0.1564	1.0000

Grafico 3.39 Le correlazioni calcolate tra la variazione di valore delle imprese acquirenti e le variabili *dummy* definite dalle operazioni classificate in base alla dimensione delle imprese acquirenti⁴⁶

⁴⁶ Dopo aver costruito, attraverso il programma STATA, le variabili *dummy* relative alle operazioni per le quali le imprese acquirenti rientrano nelle 8 classi dimensionali definite dal modello, sono state calcolate le diverse correlazioni tra le variabili *dummy* stesse e tra quest'ultime e la variazione di valore delle imprese acquirenti. La variabile "value" rappresenta l'insieme delle variazioni di valore relative alle osservazioni del campione complessivo considerato. La variabile "size1" rappresenta la variabile *dummy* relativa alle

Da tale tabella si può notare una forte prevalenza di valori negativi, a rappresentanza di una quasi omogenea presenza di una correlazione negativa tra le diverse variabili. Tuttavia, nella maggior parte dei casi analizzati, i valori assunti da tali indicatori sono molto bassi (difficilmente, infatti, si può riscontrare la presenza di un valore della correlazione maggiore dello 0,2). Questo dimostra la significativa assenza di una relazione lineare tra le diverse variabili considerate. Entrando più nello specifico si può osservare come l'*enterprise value* sia debolmente correlato con le diverse operazioni di M&A raggruppate secondo le classi dimensionali delle imprese acquirenti. Da sottolineare, la presenza di una minima, ma comunque significativa, correlazione (0,2689) tra il valore aziendale e le operazioni che riguardano le imprese con un numero di dipendenti superiore ai 10.000. Gli altri rapporti, pur presentando, nella maggior parte dei casi, segno negativo, assumono valori talmente bassi per poter essere considerati determinanti ai fini dell'esistenza di una possibile relazione. Tali valori, tutti prossimi allo zero, dimostrano un'assenza di linearità tra il valore delle imprese e le diverse operazioni raggruppate per classi dimensionali.

Anche la relazione diretta tra le diverse "size" non registra particolari anomalie. In tutti i casi, la correlazione assume valori negativi compresi tra il -0,1 ed il -0,3 determinando, quindi, una relazione lineare negativa particolarmente debole.

La regressione, in questa circostanza, viene valutata mettendo a confronto l'*enterprise value* rispetto alle diverse variabili *dummy* che rappresentano i diversi sotto-campioni delle operazioni di M&A classificate sulla base delle dimensioni delle imprese acquirenti.

Sulla base di ciò, sono state realizzate 7 regressioni. La prima riguarda la relazione tra la variabile indipendente e le operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti maggiore di 10.000; si sono ottenuti tali valori:

operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno più di 10.000 dipendenti, la variabile "size2" rappresenta la variabile *dummy* relativa alle operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 5.000 ed i 9.999, la variabile "size3" rappresenta la variabile *dummy* relativa alle operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 1.000 ed i 4.999, la variabile "size4" rappresenta la variabile *dummy* relativa alle operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 500 ed i 999, la variabile "size5" rappresenta la variabile *dummy* relativa alle operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 200 ed i 499, la variabile "size6" rappresenta la variabile *dummy* relativa alle operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 50 ed i 199, infine, la variabile "size7" rappresenta la variabile *dummy* relativa alle operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 10 ed i 49.

```
. reg value size1
```

Source	SS	df	MS			
Model	6.5720e+12	1	6.5720e+12	Number of obs =	266	
Residual	8.4331e+13	264	3.1943e+11	F(1, 264) =	20.57	
Total	9.0903e+13	265	3.4303e+11	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.0723	
				Adj R-squared =	0.0688	
				Root MSE =	5.7e+05	

value	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
size1	548623.9	120953.4	4.54	0.000	310467.8 786780
_cons	13116.21	36331.47	0.36	0.718	-58420.1 84652.53

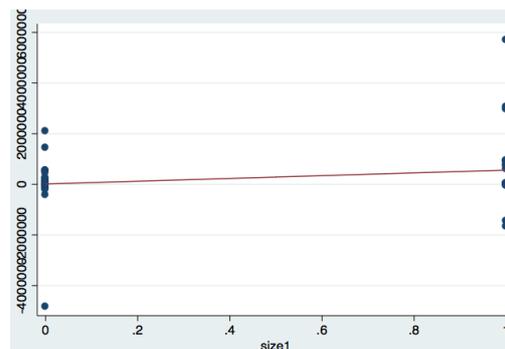


Grafico 3.40 Rappresentazione numerica e grafica della regressione tra la variazione di valore delle imprese acquirenti e la variabile dummy relativa alla classe dimensionale >10.000 dipendenti⁴⁷

La retta di regressione avrà la seguente formula:

$$value = cons + \beta * size1$$

dove *size1* rappresenta la variabile dummy “numero di dipendenti > 10.000”, la quale può assumere valore pari a 0 o pari a 1

se *size1* = 1 si è in presenza delle sole operazioni di M&A per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti > 10.000 :

$$value = 13.116,21 + 1 * 548.623,9 = 561.740,11$$

se *size1* = 0 si è in presenza di tutte le operazioni per le quali le imprese acquirenti non hanno un numero di dipendenti > 10.000:

$$value = 13.116,21 + 0 * 548.623,9 = 13.116,21$$

Sulla base dei risultati ottenuti, si può osservare che il “*value*” rappresenta, nel primo caso, il valore medio dell’*enterprise value* in presenza di operazioni costituite da imprese acquirenti con un numero di dipendenti maggiore di 10.000; nel secondo caso, il valore atteso di tutte le operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno una diversa dimensione. Questo è confermato anche dalla tabella successiva:

```
. tabulate size1, sum(value)
```

size1	Summary of value			Freq.
	Mean	Std. Dev.		
0	13116.215	366000.52		242
1	561740.13	1504299.9		24
Total	62616.117	585686.36		266

Grafico 3.41 Media e deviazione standard del sotto-campione relativo alla variabile dummy “*size1*”

⁴⁷ Attraverso STATA è stata calcolata la correlazione tra “*value*” e “*size1*”. Il grafico a destra mostra la retta di regressione che collega la media del “*value*” delle operazioni di M&A per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti superiore ai 10.000 con le restanti operazioni.

La seconda analisi di regressione riguarda la relazione tra la variazione di valore delle imprese e le operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 5.000 ed i 9.999.

```
. reg value size2
```

Source	SS	df	MS			
Model	5.5056e+11	1	5.5056e+11	Number of obs =	266	
Residual	9.0352e+13	264	3.4224e+11	F(1, 264) =	1.61	
Total	9.0903e+13	265	3.4303e+11	Prob > F =	0.2058	
				R-squared =	0.0061	
				Adj R-squared =	0.0023	
				Root MSE =	5.9e+05	

value	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
size2	-148243.3	116880	-1.27	0.206	-378378.9	81892.35
_cons	78220.67	37920.88	2.06	0.040	3554.814	152886.5

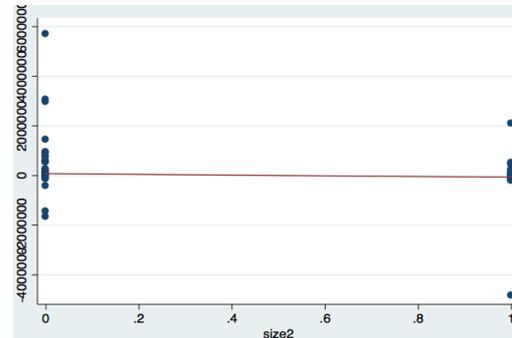


Grafico 3.42 Rappresentazione numerica e grafica della regressione tra la variazione di valore delle imprese acquirenti e la variabile dummy relativa alla 5.000 – 9.999 dipendenti⁴⁸

La retta di regressione, in questo caso, sarà pari ad:

$$value = cons + \beta * size2$$

dove *size2* rappresenta la variabile dummy “numero di dipendenti 5.000 - 9.999”, che può assumere valore pari a 0 o pari a 1

se *size2* = 1 si è in presenza delle sole operazioni di M&A per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra 5.000 ed 9.999:

$$value = 78.220,67 + 1 * (-148.243,3) = -70.022,63$$

se *size2* = 0 si è in presenza di tutte le operazioni di M&A per le quali le imprese acquirenti non hanno un numero di dipendenti compreso tra 5.000 ed 9.999:

$$value = 78.220,67 + 0 * (-148.243,3) = 78.220,67$$

Le operazioni che coinvolgono imprese acquirenti con numero di dipendenti compreso tra i 5000 ed i 9.999 hanno un *enterprise value* medio di -70.022,63 mila euro mentre le rimanenti operazioni un valore medio di 78.220,67 mila euro.

⁴⁸ Attraverso STATA è stata calcolata la correlazione tra “*value*” e “*size2*”. Il grafico a destra mostra la retta di regressione che collega la media del “*value*” delle operazioni di M&A per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 5.000 ed i 9.999 con le restanti operazioni.

```
. tabulate size2, sum(value)
```

size2	Summary of value		
	Mean	Std. Dev.	Freq.
0	78220.672	511342.01	238
1	-70022.607	1025299.5	28
Total	62616.117	585686.36	266

Grafico 3.43 Media e deviazione standard del sotto-campione relativo alla variabile dummy "size2"

La relazione tra la variabile indipendente e le operazioni per le quali il numero di dipendenti è compreso tra i 1.000 ed i 4.999 è rappresentato dalla seguente regressione:

```
. reg value size3
```

Source	SS	df	MS			
Model	3.2619e+09	1	3.2619e+09	Number of obs =	266	
Residual	9.0899e+13	264	3.4432e+11	F(1, 264) =	0.01	
Total	9.0903e+13	265	3.4303e+11	Prob > F =	0.9225	
				R-squared =	0.0000	
				Adj R-squared =	-0.0038	
				Root MSE =	5.9e+05	

value	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
size3	8107.525	83297.53	0.10	0.923	-155904.5 172119.6
_cons	60604.48	41491.9	1.46	0.145	-21092.68 142301.6

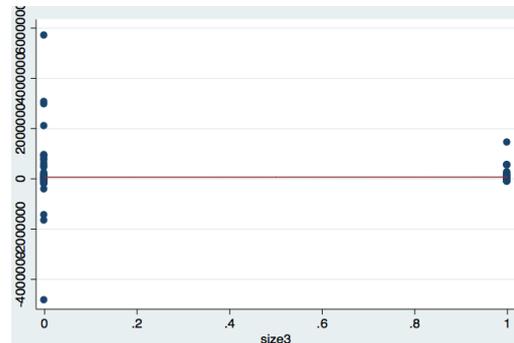


Grafico 3.44 Rappresentazione numerica e grafica della regressione tra la variazione di valore delle imprese acquirenti e la variabile dummy relativa alla 1.000 – 4.999 dipendenti⁴⁹

La regressione presenta tale equazione:

$$value = cons + \beta * size3$$

dove *size3* rappresenta la variabile dummy “numero di dipendenti 1.000 - 4.999”, che può assumere valore pari a 0 o pari a 1

se *size3* = 1 si è in presenza delle sole operazioni di M&A per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra 1.000 ed 4.999:

$$value = 60.604,48 + 1 * 8.107,525 = 68.712,005$$

se *size2* = 0 si è in presenza di tutte le operazioni di M&A per le quali le imprese acquirenti non hanno un numero di dipendenti compreso tra 1.000 ed 4.999:

$$value = 60.604,48 + 0 * 8.107,525 = 60.604,48$$

⁴⁹ Attraverso STATA è stata calcolata la correlazione tra “value” e “size3”. Il grafico a destra mostra la retta di regressione che collega la media del “value” delle operazioni di M&A per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 1.000 ed i 4.999 con le restanti operazioni.

I risultati così ottenuti sono riportati sulla tabella qua sotto riportata:

```
. tabulate size3, sum(value)
```

size3	Summary of value		Freq.
	Mean	Std. Dev.	
0	60604.475	663906.18	200
1	68712	221386.67	66
Total	62616.117	585686.36	266

Grafico 3.45 Media e deviazione standard del sotto-campione relativo alla variabile dummy "size3"

L'analisi di regressione tra la variabile indipendente e le imprese che hanno un numero di dipendenti compreso tra i 500 ed i 999 definisce i seguenti valori dell'intercetta e del coefficiente angolare:

```
. reg value size4
```

Source	SS	df	MS			
Model	1.1892e+11	1	1.1892e+11	Number of obs =	266	
Residual	9.0784e+13	264	3.4388e+11	F(1, 264) =	0.35	
Total	9.0903e+13	265	3.4303e+11	Prob > F =	0.5570	
				R-squared =	0.0013	
				Adj R-squared =	-0.0025	
				Root MSE =	5.9e+05	

value	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
size4	-65896.31	112054.1	-0.59	0.557	-286529.8 154737.2
_cons	70295.76	38253.21	1.84	0.067	-5024.445 145616

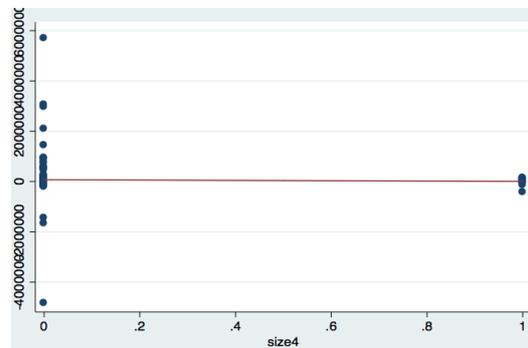


Grafico 3.46 Rappresentazione numerica e grafica della regressione tra la variazione di valore delle imprese acquirenti e la variabile dummy relativa alla 500 – 999 dipendenti⁵⁰

La formula della regressione sarà pari ad:

$$value = cons + \beta * size4$$

dove *size4* rappresenta la variabile dummy "numero di dipendenti 500 - 999", la quale può assumere valore pari a 0 o pari a 1

se *size4* = 1 si è in presenza delle sole operazioni di M&A per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra 500 - 999:

$$value = 70.295,76 + 1 * (-65.896,31) = 4.399,45$$

⁵⁰ Attraverso STATA è stata calcolata la correlazione tra "value" e "size4". Il grafico a destra mostra la retta di regressione che collega la media del "value" delle operazioni di M&A per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 500 ed i 999 con le restanti operazioni.

se $size4 = 0$ si è in presenza di tutte le operazioni di M&A per le quali le imprese acquirenti non hanno un numero di dipendenti compreso tra 500 - 999:

$$value = 70.295,76 + 0 * (-65.896,31) = 70.295,76$$

Il valore medio dell'*enterprise value*, considerando le sole operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 500 ed i 999, è molto basso (4.426,45 mila euro) rispetto al caso opposto, nel quale si vanno a considerare tutte le rimanenti operazioni (70.295,76 mila euro).

```
. tabulate size4, sum(value)
```

size4	Summary of value		Freq.
	Mean	Std. Dev.	
0	70295.762	621948.82	235
1	4399.4516	94458.926	31
Total	62616.117	585686.36	266

Grafico 3.47 Media e deviazione standard del sotto-campione relativo alla variabile dummy "size4"

La regressione tra la variazione di valore delle imprese e le operazioni che riguardano imprese con una classe dimensionale di 200 – 499 dipendenti assume i seguenti valori:

```
. reg value size5
```

Source	SS	df	MS			
Model	1.9042e+11	1	1.9042e+11	Number of obs =	266	
Residual	9.0712e+13	264	3.4361e+11	F(1, 264) =	0.55	
Total	9.0903e+13	265	3.4303e+11	Prob > F =	0.4573	
				R-squared =	0.0021	
				Adj R-squared =	-0.0017	
				Root MSE =	5.9e+05	

value	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
size5	-73376.02	98565.04	-0.74	0.457	-267449.6	120697.6
_cons	74201.8	39165.77	1.89	0.059	-2915.233	151318.8

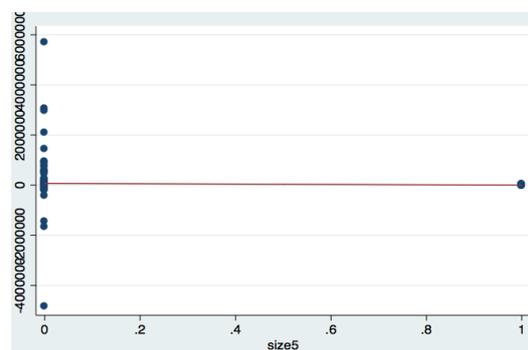


Grafico 3.48 Rappresentazione numerica e grafica della regressione tra la variazione di valore delle imprese acquirenti e la variabile dummy relativa alla 200 - 499 dipendenti⁵¹

⁵¹ Attraverso STATA è stata calcolata la correlazione tra "value" e "size5". Il grafico a destra mostra la retta di regressione che collega la media del "value" delle operazioni di M&A per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 200 ed i 499 con le restanti operazioni.

Da tale tabella si evince che la retta di regressione avrà tali valori dell'intercetta e del coefficiente angolare:

$$value = cons + \beta * size5$$

dove *size5* rappresenta la variabile dummy “numero di dipendenti 200 - 499”, la quale può assumere valore pari a 0 o pari a 1

se *size5* = 1 si è in presenza delle sole operazioni di M&A per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra 200 - 499:

$$value = 74.201,8 + 1 * (-73.376,02) = 825,78$$

se *size5* = 0 si è in presenza di tutte le operazioni di M&A per le quali le imprese acquirenti non hanno un numero di dipendenti compreso tra 200 - 499:

$$value = 74.201,8 + 0 * (-73.376,02) = 74.201,8$$

Il valore medio dell'enterprise value è pari a 825,78 mila euro per le imprese con un numero di dipendenti compreso tra i 200 ed i 499, mentre è pari a 74.201,8 mila euro per tutte le rimanenti imprese:

```
. tabulate size5, sum(value)
```

size5	Summary of value		Freq.
	Mean	Std. Dev.	
0	74201.804	637773.24	224
1	825.78571	11927.537	42
Total	62616.117	585686.36	266

Grafico 3.49 Media e deviazione standard del sotto-campione relativo alla variabile dummy “size5”

Per quanto riguarda la relazione tra la variabile indipendente e le operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno una classe dimensionale compresa tra 50 e 199, si ottiene la seguente tabella di regressione:

```
. reg value size6
```

Source	SS	df	MS			
Model	2.2331e+11	1	2.2331e+11	Number of obs =	266	
Residual	9.0679e+13	264	3.4340e+11	F(1, 264) =	0.65	
Total	9.0903e+13	265	3.4303e+11	Prob > F =	0.4208	
				R-squared =	0.0025	
				Adj R-squared =	-0.0013	
				Root MSE =	5.9e+05	

value	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
size6	-74742.07	92696.83	-0.81	0.421	-257261.3 107777.1
_cons	76384.39	39785.25	1.92	0.056	-1952.394 154721.2

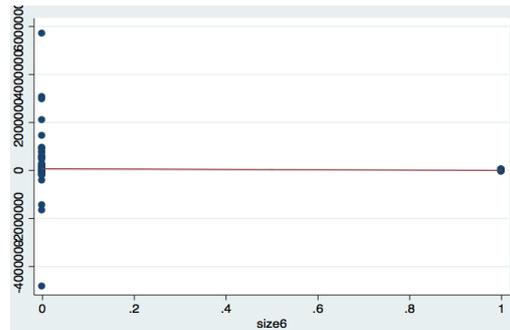


Grafico 3.50 Rappresentazione numerica e grafica della regressione tra la variazione di valore delle imprese acquirenti e la variabile dummy relativa alla 50 - 199 dipendenti⁵²

La retta di regressione sarà la seguente:

$$value = cons + \beta * size6$$

dove *size6* rappresenta la variabile dummy “numero di dipendenti 50 - 199”, la quale può assumere valore pari a 0 o pari a 1

se *size6* = 1 si è in presenza delle sole operazioni di M&A per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra 50 e 199:

$$value = 76.384,39 + 1 * (-74.742,07) = 1.642,32$$

se *size6* = 0 si è in presenza di tutte le operazioni di M&A per le quali le imprese acquirenti non hanno un numero di dipendenti compreso tra 50 e 199:

$$value = 76.384,39 + 0 * (-74.742,07) = 76.384,39$$

I risultati corrispondono a quanto descritto nella successiva tabella:

```
. tabulate size6, sum(value)
```

size6	Summary of value		
	Mean	Std. Dev.	Freq.
0	76384.392	647888.47	217
1	1642.3265	15277.853	49
Total	62616.117	585686.36	266

Grafico 3.51 Media e deviazione standard del sotto-campione relativo alla variabile dummy “size6”

⁵² Attraverso STATA è stata calcolata la correlazione tra “value” e “size6”. Il grafico a destra mostra la retta di regressione che collega la media del “value” delle operazioni di M&A per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 50 ed i 199 con le restanti operazioni.

Infine, analizzando la relazione tra l'enterprise value e le operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di lavoratori compreso tra i 10 ed i 49, si ottiene tale regressione:

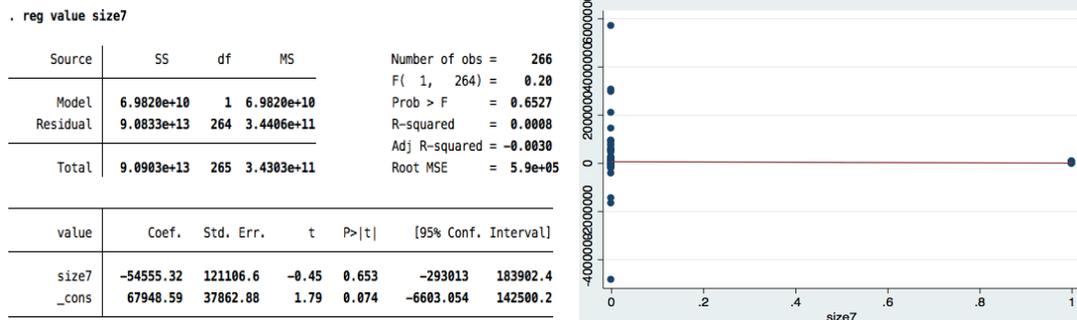


Grafico 3.52 Rappresentazione numerica e grafica della regressione tra la variazione di valore delle imprese acquirenti e la variabile dummy relativa alla 10 - 49 dipendenti⁵³

In quest'ultimo caso, la retta di regressione avrà la seguente equazione:

$$value = cons + \beta * size7$$

dove size7 rappresenta la variabile dummy "numero di dipendenti 10 - 49", la quale può assumere valore pari a 0 o pari a 1

se size7 = 1 si è in presenza delle sole operazioni di M&A per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra 10 e 49:

$$value = 67.948,59 + 1 * (-54.555,32) = 13.393,27$$

se size7 = 0 si è in presenza di tutte le operazioni di M&A per le quali le imprese acquirenti non hanno un numero di dipendenti compreso tra 10 e 49:

$$value = 67.948,59 + 0 * (-54.555,32) = 67.948,59$$

Da tali risultati si evince che il valore medio dell'enterprise value delle operazioni che coinvolgono imprese acquirenti con un numero di dipendenti compreso tra i 10 ed i 49 è pari a 13.393,27 mila euro mentre il valore atteso delle operazioni che riguardano tutte le altre tipologie di imprese acquirenti è pari a 67.948,59 mila euro. Questo viene confermato dalla tabella qua sotto riportata:

⁵³ Attraverso STATA è stata calcolata la correlazione tra "value" e "size7". Il grafico a destra mostra la retta di regressione che collega la media del "value" delle operazioni di M&A per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 10 ed i 49 con le restanti operazioni.

. tabulate size7, sum(value)

size7	Summary of value		Freq.
	Mean	Std. Dev.	
0	67948.592	616427.44	240
1	13393.269	25961.93	26
Total	62616.117	585686.36	266

Grafico 3.53 Media e deviazione standard del sotto-campione relativo alla variabile dummy "size7"

Per quanto riguarda l'analisi della distribuzione di frequenza condizionata, questa viene svolta, innanzitutto, considerando la distribuzione delle imprese acquisite condizionata alle differenti classi dimensionali delle imprese acquirenti, per poi considerare anche il caso inverso.

Sulla base di ciò, si sono ottenute le seguenti frequenze percentuali ed il relativo istogramma:

CLASSI DIMENSIONALI DELLE IMPRESE ACQUIRENTI	CLASSI DIMENSIONALI DELLE IMPRESE ACQUISITE								TOTALE
	< 10 dipendenti	10 - 49 dipendenti	50 - 199 dipendenti	200 - 499 dipendenti	500 - 999 dipendenti	1.000 - 4.999 dipendenti	5.000 - 9.999 dipendenti	> 10.000 dipendenti	
10 - 49 dipendenti	76,92%	23,08%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%
50 - 199 dipendenti	24,49%	65,31%	8,16%	2,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%
200 - 499 dipendenti	19,05%	54,76%	26,19%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%
500 - 999 dipendenti	3,23%	25,81%	41,94%	22,58%	6,45%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%
1.000 - 4.999 dipendenti	9,09%	18,18%	40,91%	13,64%	6,06%	12,12%	0,00%	0,00%	100,00%
5.000 - 9.999 dipendenti	3,57%	14,29%	46,43%	17,86%	7,14%	10,71%	0,00%	0,00%	100,00%
> 10.000 dipendenti	4,17%	12,50%	29,17%	25,00%	4,17%	16,67%	4,17%	4,17%	100,00%
TOTALE	18,42%	33,08%	28,20%	10,53%	3,38%	5,64%	0,38%	0,38%	100,00%

Tabella 3.12 La distribuzione delle classi dimensionali delle imprese acquisite condizionata alle differenti classi dimensionali delle imprese acquirenti

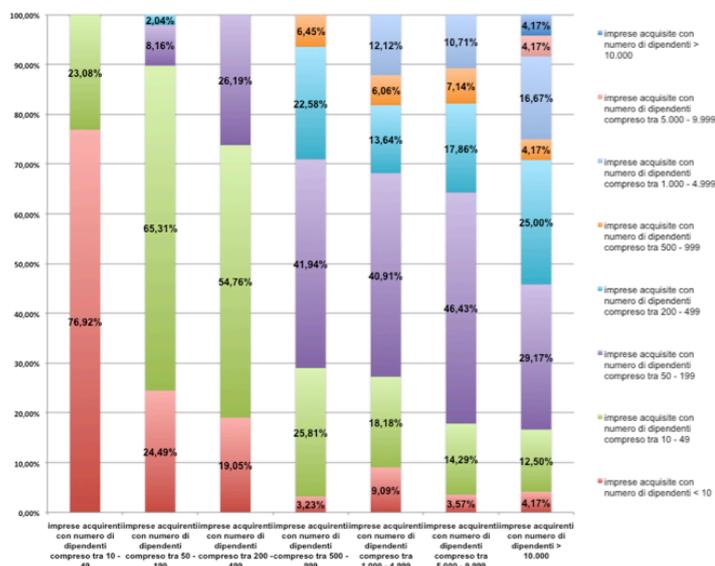


Grafico 3.54 Rappresentazione grafica della distribuzione delle classi dimensionali delle imprese acquisite condizionata alle differenti classi dimensionali delle imprese acquirenti

Da tale grafico si può osservare che circa la totalità delle imprese acquirenti coinvolte in un'operazione di M&A ha acquisito un'impresa di inferiore o uguale dimensione. Si è, infatti, riscontrato soltanto un caso in cui l'acquisto fosse rivolto ad un'impresa di dimensioni maggiori. Le motivazioni alla base di ciò possono essere moltissime: di tipo strategico, di tipo funzionale, di tipo operativo. Tuttavia è facile ipotizzare che la ragione principale di tale comportamento sia di carattere prettamente economico e finanziario, soprattutto in settori particolarmente competitivi come quello televisivo o quello cinematografico.

Il caso "eccezionale" in questione riguarda l'operazione di M&A tra la società italiana "Euphon SPA" e la società francese "Mikros Image SA". Si tratta di un'operazione nella quale un'impresa di dimensioni relativamente ridotte (numero di dipendenti compreso tra i 50 ed i 199) acquisisce il controllo di una società estera di dimensioni maggiori (*employees*: 200 - 499). È difficile ipotizzare, in questo caso, motivazioni di tipo economico alla base di tale operazione di finanza straordinaria, mentre risulta essere più facile credere che ciò sia stato frutto di considerazioni di natura strategica, soprattutto se visto in ottica di una realizzazione di una strategia di internazionalizzazione (acquisire un'impresa di per sé redditizia, anche se di maggiori dimensioni e quindi ad un prezzo molto elevato, che opera in un mercato esterno in modo tale da estendere il proprio raggio d'azione)

Per quanto riguarda le rimanenti operazioni, si può notare come le micro imprese (< 10 dipendenti) vengono acquisite principalmente dalle società con 10 – 49 dipendenti (rappresentano, infatti, circa il 75% delle imprese acquisite da quest'ultime) perdendo significativamente quota al crescere delle dimensioni aziendali.

La classe dimensionale 50 - 199 risulta essere il target societario su cui si fa maggiormente affidamento. Le percentuali di imprese acquisite con tali dimensioni si mantengono molto alte, oscillando tra il 30% ed il 40%, a partire dalle imprese acquirenti con un numero di dipendenti compreso tra i 500 ed i 999, e raggiungendo addirittura per la classe 5.000 – 9.999 il 46,43%.

L'analisi della distribuzione di frequenza può essere approfondita considerando, come detto precedentemente, anche il caso inverso in cui si considera la frequenza delle imprese acquirenti condizionata alle diverse classi dimensionali delle imprese acquisite.

DISTRIBUZIONE DELLE IMPRESE ACQUIRENTI CONDIZIONATA ALLE DIFFERENTI CLASSI DIMENSIONALI DELLE IMPRESE ACQUISITE	CLASSI DIMENSIONALI DELLE IMPRESE ACQUISITE								
	< 10 dipendenti	10 - 49 dipendenti	50 - 199 dipendenti	200 - 499 dipendenti	500 - 999 dipendenti	1.000 - 4.999 dipendenti	5.000 - 9.999 dipendenti	> 10.000 dipendenti	TOTALE
10 - 49 dipendenti	40,82%	6,82%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	9,77%
50 - 199 dipendenti	24,49%	36,36%	5,33%	3,57%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	18,42%
200 - 499 dipendenti	16,33%	26,14%	14,67%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	15,79%
500 - 999 dipendenti	2,04%	9,09%	17,33%	25,00%	22,22%	0,00%	0,00%	0,00%	11,65%
1.000 - 4.999 dipendenti	12,24%	13,64%	36,00%	32,14%	44,44%	53,33%	0,00%	0,00%	24,81%
5.000 - 9.999 dipendenti	2,04%	4,55%	17,33%	17,86%	22,22%	20,00%	0,00%	0,00%	10,53%
> 10.000 dipendenti	2,04%	3,41%	9,33%	21,43%	11,11%	26,67%	100,00%	100,00%	9,02%
TOTALE	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Tabella 3.13 La distribuzione delle classi dimensionali delle imprese acquirenti condizionata alle differenti classi dimensionali delle imprese acquisite

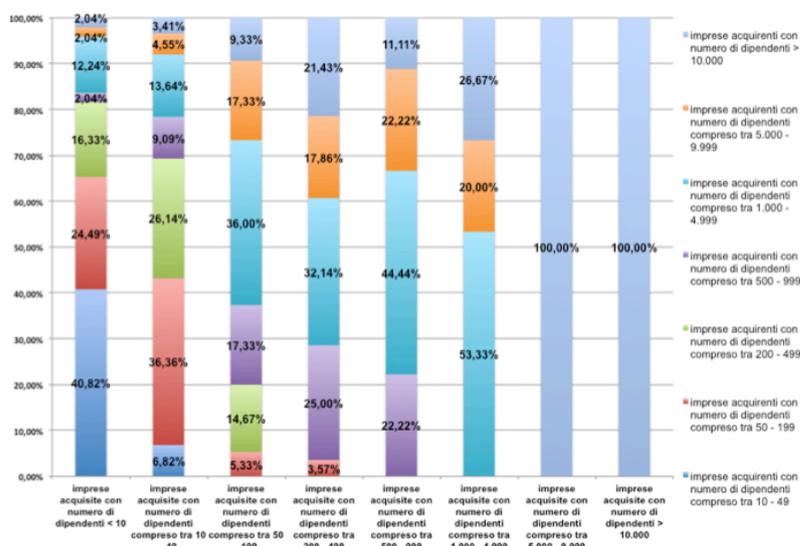


Grafico 3.55 La distribuzione delle classi dimensionali delle imprese acquirenti condizionata alle differenti classi dimensionali delle imprese acquisite

Da tale grafico risalta subito quanto detto precedentemente. Le micro imprese sono, per il 41% circa, oggetto di acquisizione delle imprese di piccola dimensione (10 – 50 dipendenti) e, per il 25% circa, oggetto delle imprese di media dimensione (50 – 199 dipendenti). Il rimanente 34% si distribuisce tra le restanti classi dimensionali che, tuttavia, tendono a privilegiare imprese di dimensioni più elevate.

Un caso particolare riguarda le società acquirenti con un numero di dipendenti superiore ai 10.000: mentre nelle imprese di piccola dimensione (fino ai 200 dipendenti) la loro presenza è fortemente contenuta (non superano il 10%), nelle imprese di dimensioni decisamente elevate (oltre i 5.000 dipendenti) esse tendono ad assumere una posizione dominante (il 100%). Questa considerazione, tuttavia, è assolutamente relativa e quindi abbastanza fuorviante per una valutazione accurata.

Infatti, dal grafico non si è in grado di sapere che le operazioni di M&A che riguardano le aziende acquisite appartenenti alle ultime due classi, acquisite al 100% dalle sole imprese di elevata dimensione (> 10.000 dipendenti), in realtà sono soltanto due. Di conseguenza, essendoci una sola operazione per parte è normale che la frequenza percentuale relativa assuma valori così alti.

CAPITOLO IV: Interpretazione e discussione dei risultati ottenuti

4.1 Le valutazioni riguardo al tipo di operazione

I risultati ottenuti dall'analisi descrittiva e dai valori assunti dai principali indicatori statistici, devono essere oggetto di una attenta valutazione.

Innanzitutto è necessario soffermarsi sul primo tipo di operazioni: le integrazioni verticali e orizzontali e le diversificazioni correlate e conglomerate.

Il primo elemento da analizzare è dato, sicuramente, dalla numerosità dei diversi sotto-campioni. Le operazioni di fusione ed acquisizione con le quali si è realizzata un'integrazione orizzontale sono state 72, quelle attraverso le quali si è effettuata un'integrazione verticale sono state 107, le operazioni che hanno portato ad una diversificazione correlata sono state 49 e, infine, quelle che hanno garantito l'attuazione di una strategia di diversificazione conglomerata sono state 38.

Sulla base di questi numeri si può affermare che, nel settore cinematografico e televisivo, ci sia un elevato interesse delle imprese operanti ad acquisire altre società che operano nel medesimo settore, in modo tale da estendersi a monte o a valle della filiera economico-produttiva (integrazioni verticali), o in modo tale da allargare le dimensioni delle attività operative già svolte (integrazioni orizzontali). L'intento delle imprese acquirenti, in questo caso, è quello di espandersi all'interno del business, cercando di gestire ogni singola fase della catena del valore, così da poter incrementare significativamente la propria quota di mercato e prevalere sull'elevata concorrenza che tali settori presentano (è proprio per tale motivo che con il tempo si sono formate le cosiddette grandi *Major* del settore cinematografico).

I valori bassi presentati dalle numerosità delle strategie di diversificazione sono comuni nella maggior parte dei settori industriali altamente tecnologici. Nel campo dei mass media, un'operazione di M&A, che va a coinvolgere due imprese operanti in due business differenti, è particolarmente rara, soprattutto se si considera l'elevata concorrenza presente in tale settore. Di conseguenza, per un'impresa di un diverso business, può risultare complesso acquisire o fondersi con imprese che già operano in tali settori a causa delle elevate barriere all'entrata, ed economicamente poco conveniente a causa dell'elevata competizione.

Le motivazioni di base che spingono una società a realizzare tali tipi di operazioni sono solitamente di carattere economico e finanziario ma soprattutto di carattere strategico.

Una volta analizzata la numerosità dei diversi sotto-campioni e ipotizzate le motivazioni che possono spingere le imprese ad adottare o l'una o le altre strategie, è opportuno verificare i risultati generati.

Le operazioni di M&A, indipendentemente dalla strategia adottata, hanno generato, in termini relativi, per oltre il 50% dei casi, una variazione di valore positiva.

Le politiche di integrazione (verticale e orizzontale), in questo caso, risultano essere particolarmente simili garantendo una variazione di valore positiva per circa il 60% dei casi considerati. Le operazioni per le quali si è attuata una strategia di diversificazione conglomerata hanno dato risultati molto equilibrati; si è, infatti, registrata una variazione di valore positiva per circa il 50% delle operazioni complessive considerate da tale sotto-campione. I veri vantaggi, tuttavia, sono stati ottenuti dalle operazioni di diversificazione correlata, dove più del 70% di queste ha beneficiato di un incremento dei ricavi. Inoltre, entrando più nello specifico, come già accennato, di tale 70% poco meno della metà (complessivamente il 30% circa delle operazioni complessive) ha generato una variazione di valore superiore al 125%. Tale risultato è abbastanza logico se si considera il fatto che un'impresa di un diverso business sia disposta ad acquistare una società operante in un settore differente, solamente se da tale operazione questa possa ottenerne degli elevati benefici. Le motivazioni che, in questo caso, spingono le aziende a realizzare tale tipo di strategia sono, tuttavia, molto differenti. Generalmente, se sono coinvolte imprese finanziarie, le ragioni sono di tipo economico: sfruttare le elevate potenzialità di un'impresa operante in un diverso settore e beneficiare dei profitti generati dal portafoglio diversificato (nel nostro modello sono presenti 22 operazioni su 38 dove sono coinvolte imprese finanziarie che forniscono investimenti e servizi di consulenza). Tuttavia, le rimanenti 16 operazioni coinvolgono imprese di differenti e particolari settori (settore immobiliare, settore alimentare, settore elettrico etc.); in tal caso è facile ipotizzare che oltre a ragioni di tipo economico, possano sussistere anche, e principalmente, motivazioni prettamente strategiche e operative.

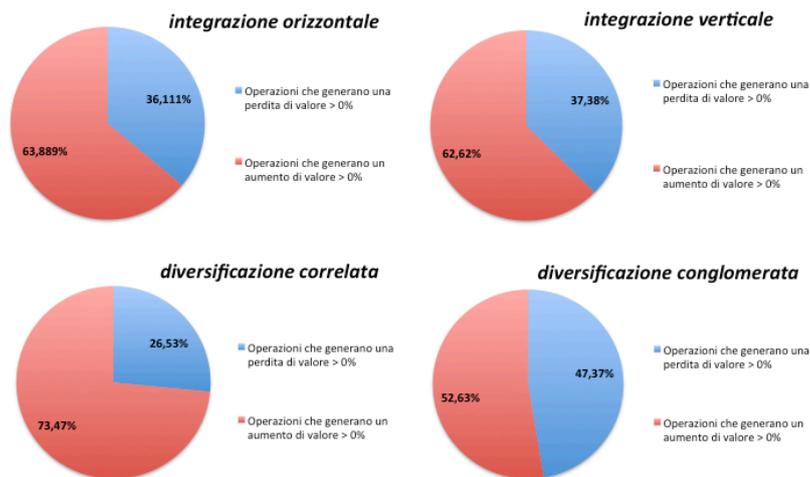


Grafico 4.1 Rappresentazione grafica della distribuzione percentuale delle variazioni di valore delle operazioni di integrazione orizzontale e verticale e delle operazioni di diversificazione correlata e conglomerata, classificate sulla base delle classi $>0\%$ e $<0\%$

Nel valutare le diverse operazioni è possibile utilizzare anche alcuni grafici; il più ricorrente e facile da comprendere è sicuramente il grafico a scatola o “*box plot*”.

Nel realizzare tale grafico, affinché si possa garantire un confronto più semplice tra le variabili considerate, sono stati esclusi tutti gli *outlier* che vanno a deviare in maniera significativa le valutazioni fatte. Tale restrizione non comprende solamente le operazioni “anomale” che sono state identificate nel capitolo precedente, ma anche tutti gli *outside values* che vanno a deviare, anche se in minima parte, i valori delle quattro strategie. Questo tipo di ipotesi, tuttavia, non va ad incidere sul valore della mediana o sul valore dei quartili ma, si limita, solamente, ad escludere i valori eccessivamente alti ed eccessivamente bassi delle diverse distribuzioni considerate, rendendo più facile il confronto tra le operazioni stesse. I risultati così ottenuti sono riportati nel grafico sottostante:

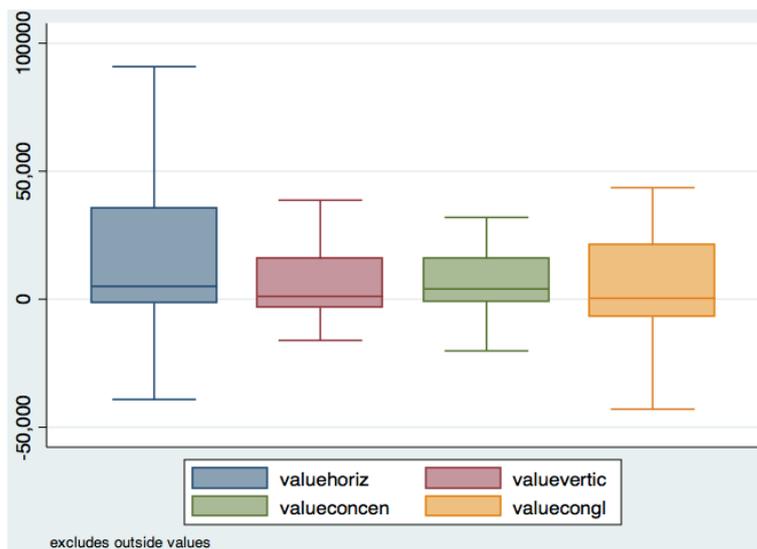


Grafico 4.2 Rappresentazione grafica del “sommario a cinque numeri” delle distribuzioni relative alle operazioni di integrazione orizzontale e verticale e le operazioni di diversificazione correlata e conglomerata

Escludendo tali deviazioni anomale dai sotto-campionamenti si può osservare una forma pressoché simile per tutte e quattro le strategie di crescita. Il terzo quartile, infatti, in tutti i casi considerati, si discosta dalla mediana in maniera maggiore rispetto al primo quartile. Ciò dimostra che le distribuzioni sono fortemente asimmetriche a destra. Tuttavia, come già detto anche nelle analisi precedenti, questo non è realmente riscontrabile per le strategie di diversificazione (sia correlate che conglomerate) le quali, invece, da un punto di vista puramente matematico, hanno un’asimmetria negativa (distribuzione asimmetrica a sinistra) determinata dalla presenza di *outlier* con valori negativi significativamente alti.

Da un punto di vista analitico, le ampiezze delle “scatole” relative all’integrazione orizzontale e alla diversificazione conglomerata sono particolarmente alte. Questo è conseguenza del fatto che le osservazioni assunte da tali sotto-campioni assumono valori in negativo, ma soprattutto in positivo, molto elevati, rispetto a quanto succede per le altre due distribuzioni, determinando così valori per i quartili distanti rispetto alla mediana.

Infine, nell’analizzare le quattro strategie di crescita, è opportuno tenere in considerazione i valori delle relazioni esistenti tra le diverse distribuzioni.

Riprendendo la tabella relativa agli indici di correlazione, si registrano i seguenti valori.

```
. correlate value vertic horiz congl concen
(obs=266)
```

	value	vertic	horiz	congl	concen
value	1.0000				
vertic	0.0138	1.0000			
horiz	0.0847	-0.4998	1.0000		
congl	-0.0920	-0.3349	-0.2487	1.0000	
concen	-0.0314	-0.3898	-0.2895	-0.1940	1.0000

Grafico 4.3 Le correlazioni calcolate tra la variazione di valore delle imprese acquirenti e le variabili dummy definite dalle quattro strategie di crescita⁵⁴

L'indice di correlazione tra i campioni considerati è negativo. Questo è dovuto al fatto che le 266 operazioni analizzate nel modello sono state classificate in base al tipo di strategia di crescita adottata. Si tratta, in questo caso, di variabili categoriche definite sotto forma di variabili *dummy*. Se un'operazione M&A, per esempio, è stata classificata come integrazione orizzontale, non potrà essere considerata, al tempo stesso, come una delle altre tre strategie. Dovendo, quindi, ripartire le diverse operazioni tra le quattro variabili indicatrici, le correlazioni tra quest'ultime risulteranno essere sempre minori di 0. Inoltre, il valore assunto dalla correlazione tende a essere tanto più negativo quanto più i sotto-campioni considerati nel calcolo di tale indice hanno, complessivamente, un'elevata numerosità. Il fatto che la correlazione tra le operazioni di integrazione verticale e le operazioni di integrazione orizzontale è maggiore (-0,4998), in termini assoluti, rispetto alle altre cinque combinazioni è dovuto al fatto che, complessivamente, il numero delle osservazioni dei primi due campioni è pari a 179 su 266. Poiché i sotto-campioni considerati hanno una numerosità compresa stretta tra 0 e 266 (il numero massimo delle

⁵⁴ Dopo aver costruito, attraverso il programma STATA, le variabili *dummy* per ciascuna strategia di crescita, sono state calcolate le diverse correlazioni tra le variabili *dummy* stesse e tra quest'ultime e la variazione di valore delle imprese acquirenti. La variabile "value" rappresenta l'insieme delle variazioni di valore relative alle osservazioni del campione complessivo considerato. Le variabili "vertic", "horiz", "congl" e "concen" rappresentano, rispettivamente, le variabili *dummy* relative alle operazioni per le quali si è attuata una strategia di integrazione orizzontale, una strategia di integrazione verticale, una strategia di diversificazione conglomerata ed una strategia di integrazione correlata.

osservazioni del modello), l'indice di correlazione tra i medesimi non potrà mai assumere valore pari a 0 o pari a -1.

Sulla base di questa prima analisi si evince che, nel settore cinematografico e televisivo, le imprese operanti preferiscono attuare delle strategie di integrazione orizzontale e verticale, piuttosto che delle strategie di diversificazione, nonostante i risultati ottenuti dal campione analizzato dimostrano che, attraverso una diversificazione conglomerata, si possono ottenere benefici maggiori.

Le operazioni di integrazione, indipendentemente dal numero di osservazioni considerate, mostrano una forte distribuzione verso valori più elevati (asimmetria positiva), mentre le operazioni di diversificazione, a causa di significativi *outlier*, presentano, al contrario, una distribuzione verso valori più contenuti (asimmetria negativa).

Infine tali variabili, essendo di carattere qualitativo, presentano una correlazione sempre negativa e con un valore compreso tra 0 e -1, valore che tende a crescere, in termini assoluti, all'aumentare delle numerosità dei sotto-campioni considerati.

4.2 Le valutazioni riguardo alla strategia di internazionalizzazione

Analizzando le osservazioni sulla base del secondo tipo di classificazione, sono stati valutati i risultati ottenuti dalle operazioni di M&A per le quali esiste o meno una coincidenza del paese di origine tra le imprese acquirenti e le imprese acquisite.

Dal punto di vista della numerosità, le operazioni per le quali è stata realizzata una strategia di internazionalizzazione sono state complessivamente 54 su 266, mentre quelle per le quali esiste una coincidenza d'origine sono state le rimanenti 212.

Sebbene tale strategia si presenti soltanto in poco più di 50 casi, si tratta comunque di un numero significativamente importante. Una strategia di internazionalizzazione non è altro che un'operazione attraverso la quale un'impresa operante in un determinato settore, decide di estendere le proprie attività (le medesime o quelle relative ad un altro business) oltre i propri confini nazionali. Tuttavia, affinché si possa parlare di internazionalizzazione, è necessario che tali operazioni non siano solo di natura finanziaria, ma anche di natura reale. Realizzare una strategia del

genere può essere particolarmente impegnativo, soprattutto se attuata da imprese di dimensioni contenute e con una limitata disponibilità di risorse finanziarie. Tale vincolo è significativo, in particolar modo, quando si tratta dei settori dei mass media per i quali, come detto precedentemente, esiste un livello competitivo decisamente elevato (le grandi imprese non hanno problemi a realizzare questo tipo di operazione; vedi, per esempio, la “*Vivendi Universal SA*” con la “*Universal Studios Inc.*”).

Delle 54 operazioni considerate nel modello, 28 di queste coinvolgono imprese acquirenti che, per definizione, possono essere considerate di grandi dimensioni (imprese che hanno un numero di dipendenti superiore ai 1.000). Tuttavia, 7 operazioni su 54 riguardano imprese acquirenti di piccole dimensioni (meno di 50 dipendenti). Nonostante tali osservazioni abbiano come target d’acquisto le micro imprese (imprese con meno di 10 dipendenti), i risultati dimostrano come, tale strategia, sia stata particolarmente prolifera per tutte le tipologie di imprese, indipendentemente dal numero dei dipendenti presenti al proprio interno. Non si tratta, infatti, di attività di poco conto, dato che il *deal value* relativo a queste operazioni per le quali è stata realizzata la strategia, sulla base dei valori conosciuti, ha una media pari a 86.738,87 mila euro.

Per quanto riguarda le variazioni di valore generate da tali operazioni, è possibile osservare come, per le operazioni per le quali si è attuata una strategia di internazionalizzazione si siano registrate variazioni positive per circa il 75% dei casi analizzati, mentre, per le operazioni per le quali tale strategia non è stata realizzata, si sono ottenuti risultati positivi per circa il 60% di queste.

Da ciò si evince che attuare una strategia di internazionalizzazione, in un settore particolarmente complesso come quello dei mass media, e più nello specifico nel settore cinematografico e televisivo, può generare risultati decisamente vantaggiosi.

Nel caso dell’internazionalizzazione, del 74,07% delle operazioni per le quali il *turnover* è stato superiore allo 0%, poco meno della metà (il 35% circa) ha generato una variazione di valore compresa tra lo 0% ed il 25%; una variazione di valore di entità minima per essere definita determinante ai fini di una valutazione della performance aziendale. Tuttavia, più del 20% delle operazioni complessive, in questo caso, ha generato una variazione percentuale di valore superiore al 75%. Si può quindi ritenere che, applicando tale strategia, sia possibile ottenere vantaggi

decisamente positivi. Nonostante gli ottimi risultati ottenuti, tale strategia non può essere, tuttavia, considerata migliore rispetto all'approccio opposto (l'assenza di internazionalizzazione). In quest'ultimo caso, infatti, più del 60% delle operazioni di M&A ha generato elevati benefici e profitti, una percentuale sicuramente più bassa del 75% relativo all'attuazione della strategia di corporate, ma, al tempo stesso, una percentuale sicuramente più significativa se si considera che, in tal circostanza, il campione di operazioni considerate è stato 4 volte maggiore rispetto al caso in cui la strategia viene attuata.



Grafico 4.4 Rappresentazione grafica della distribuzione percentuale delle variazioni di valore delle operazioni per le quali è stata attuata, o meno, una strategia di internazionalizzazione, classificate sulla base delle classi $>0\%$ e $<0\%$

Attraverso la costruzione dei grafici a scatola è possibile mettere a confronto le due strategie, in modo tale da comprendere come si sono comportati i sotto-campioni relativi. Anche in tale circostanza sono stati esclusi dalla rappresentazione grafici tutti gli *outside values* che andrebbero ad ostacolare in maniera chiara il confronto tra le variabili considerate.

Come già visto per le altre due strategie corporate, anche per la strategia di internazionalizzazione (presenza o assenza della medesima), nel momento in cui si vanno ad escludere gli *outlier* maggiormente significativi, i due sotto-campioni presentano una distribuzione asimmetrica verso i valori più elevati (asimmetria positiva), data dal fatto che il terzo quartile dista in maniera maggiore dalla mediana rispetto al primo. Tuttavia, se si vanno a considerare anche le osservazioni “anomale”, in caso di assenza di una strategia di internazionalizzazione, la distribuzione del campione risulterà avere, matematicamente parlando, un’asimmetria negativa verso i valori più bassi (-1,90692). Questo dimostra come

tali *outlier* assumano valori così importanti, tali da essere determinanti nella definizione della forma (e quindi della distribuzione) del campione considerato.

L'ampiezza della “scatola” delle operazioni per le quali è stata attuata una strategia di internazionalizzazione è decisamente maggiore rispetto al caso opposto. Di conseguenza, si può ipotizzare che le poche osservazioni relative a tale sottocampione, hanno assunto valori molto alti (in positivo ed in negativo) rispetto al valore della mediana.

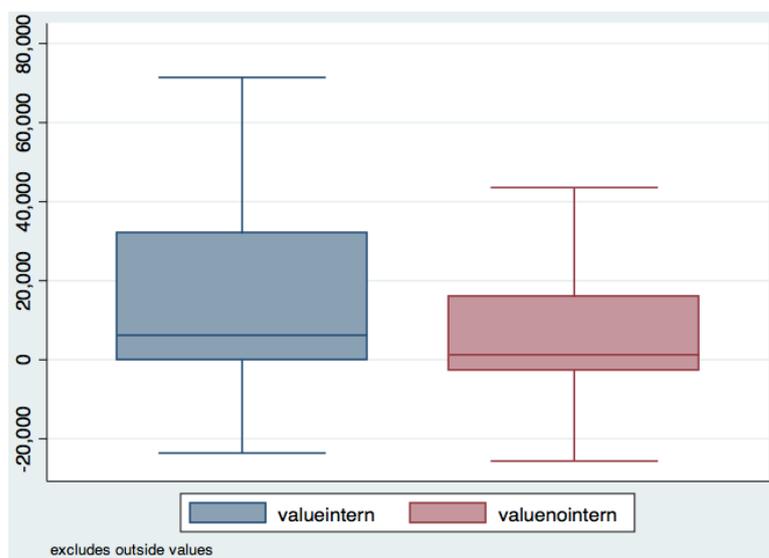


Grafico 4.5 Rappresentazione grafica del “sommario a cinque numeri” delle distribuzioni relative alle operazioni per le quali è stata attuata, o meno, una strategia di internazionalizzazione

Infine, riguardo l'aspetto relazione, riprendendo i valori della correlazione, si può osservare come questo indice, tra le due variabili considerate (operazioni per le quali si realizza una strategia di internazionalizzazione e operazioni per le quali tale strategia non viene applicata), sia pari a -1. Anche in questo caso, come già detto per le altre due strategie di crescita, si tratta di una variabile *dummy* che assume valore pari ad 1, se le operazioni presentano le condizioni di un'internazionalizzazione, e valore pari 0 nel caso contrario. Dal momento che le operazioni analizzate sono state classificate sulla base di tale caratteristica, e che quindi possono rientrare o nella prima strategia (presenza di internazionalizzazione) o nella seconda (assenza di internazionalizzazione), la correlazione tra le due distribuzioni, oltre ad essere negativa, per i motivi appena descritti, assumerà anche valore pari a -1.

```

. correlate value intern nointern
(obs=266)

      |      value      intern      nointern
-----|-----
value |      1.0000
intern|      0.0475      1.0000
nointern|     -0.0475     -1.0000      1.0000

```

Grafico 4.6 Le correlazioni calcolate tra la variazione di valore delle imprese acquirenti e le variabili dummy definite dalla presenza o meno di una strategia di internazionalizzazione⁵⁵

Attraverso questa seconda analisi, si è in grado di comprendere, nei limiti dei casi studiati, che, nel settore cinematografico e televisivo, vi è una sostanziale preferenza, da parte delle imprese operanti, ad acquisire nuove società che operano nello stesso contesto geografico. Nonostante ciò, i dati dimostrano come, applicare una strategia di internazionalizzazione, anche nel caso di un settore particolarmente complesso come quello dei mass media, può garantire elevati profitti a qualsiasi impresa, indipendentemente dalle dimensioni che questa presenta. Questo è fortemente confermato anche dal fatto che, le imprese che hanno realizzato delle operazioni di M&A sfruttando un'internazionalizzazione, hanno registrato valori molto elevati rispetto alla media campionaria (il terzo quartile si va a discostare in maniera significativa dal valore della mediana).

4.3 Le valutazioni riguardo alla dimensione aziendale

Dopo aver analizzato i risultati conseguiti per le tre strategie corporate, è necessario verificare e commentare i valori ottenuti relativamente all'ultima classificazione compiuta sul campione delle operazioni di M&A: la dimensione aziendale. Per quanto riguarda tale variabile, si sono andate ad analizzare le differenti operazioni di fusione e acquisizione dal punto di vista delle sole imprese acquirenti. Tali società

⁵⁵ Dopo aver costruito, attraverso il programma STATA, le variabili *dummy* relative alla presenza o meno di una strategia di internazionalizzazione, sono state calcolate le diverse correlazioni tra le variabili *dummy* stesse e tra quest'ultime e la variazione di valore delle imprese acquirenti. La variabile "value" rappresenta l'insieme delle variazioni di valore relative alle osservazioni del campione complessivo considerato. Le variabili "intern" e "nointern" rappresentano, rispettivamente, le variabili *dummy* relative alle operazioni per le quali si è attuata una strategia di internazionalizzazione e le operazioni per le quali tale strategia non è stata realizzata.

sono state suddivise in 8 classi, i cui confini sono stati definiti in relazione al numero dei dipendenti presenti all'interno della società stessa.

Dopo aver classificato le operazioni secondo la dimensione delle società acquirenti, si sono ottenuti i seguenti sotto-campioni:

le operazioni di M&A per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti maggiore dei 10.000 sono 24, quelle per le quali i lavoratori sono compresi tra 5.000 e 9.999 sono 28, le operazioni in cui le società hanno tra i 1.000 ed i 4.999 *employees* sono 66, quelle in cui le imprese appartengono alla classe 500 - 999 dipendenti sono 31, le operazioni per le quali le società acquirenti hanno un numero di lavoratori compreso tra i 200 ed i 499 sono 42, quelle per le quali le aziende appartengono alla classe 50 - 199 sono 49, infine le operazioni di M&A per le quali i gli *employees* sono compresi tra i 10 ed i 49 sono 26.

Da tale distribuzione si possono osservare alcune particolarità significativamente importanti. Innanzitutto, vi è un'assenza assoluta, tra le imprese acquirenti, di società che hanno meno di 10 dipendenti. Questo fa ipotizzare che, nel settore cinematografico e televisivo, sia fondamentale disporre di una sostanziale e concreta struttura organizzativa per poter attuare politiche di crescita e di espansione.

Le imprese per le quali si registra il maggior numero di operazioni sono quelle appartenenti alla classe dimensionale 1.000 – 4.999 (66 operazioni su 266, circa il 24%). Ciò va, in qualche modo, a confermare quanto detto precedentemente, rispetto alla necessità di una stabilità strutturale per poter compiere operazioni di M&A.

Tuttavia, la presenza di alcuni indicatori dimostra che la stabilità organizzativa, per quanto possa essere importante, non è un presupposto fondamentale ai fini della realizzazione di una strategia espansionistica.

Nonostante le operazioni che coinvolgono imprese di grandi dimensioni (> 200 dipendenti) costituiscano circa il 75% del campione complessivo, la presenza significativa di quelle per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 50 ed i 199 (il 18% circa) dimostra che, indipendentemente dalle dimensioni, ogni impresa ha la possibilità di poter realizzare questo tipo di strategia.

Un'altra particolarità molto importante, già accennata nel terzo capitolo, riguarda il fatto che, quasi la totalità delle operazioni di M&A analizzate coinvolge imprese

acquirenti ed imprese acquisite, dove quest'ultime hanno un'ampiezza dimensionale inferiore o uguale rispetto alle prime.

Ciò dimostra come, indipendentemente dalla dimensione di cui si dispone, per un'impresa risulta più facile acquisire o fondersi con società più piccole rispetto ad essa.

Per quanto riguarda il confronto tra i diversi sotto-campioni definiti dalle differenti classi dimensionali delle imprese acquirenti, è possibile basarsi, anche in tale circostanza, sulla rappresentazione data dai grafici "box plot". Come già visto per le strategie di crescita, anche nel caso della dimensione aziendale, ai fini di una valutazione più chiara, sono stati esclusi dal grafico a scatola tutti gli *outside values*. Ciò nonostante, i valori della media, dello scarto quadratico medio, della mediana e dei quartili non cambiano. Ciò che varia è solamente, da un punto di vista grafico, il valore massimo e minimo delle distribuzioni. Il risultato ottenuto è il seguente:

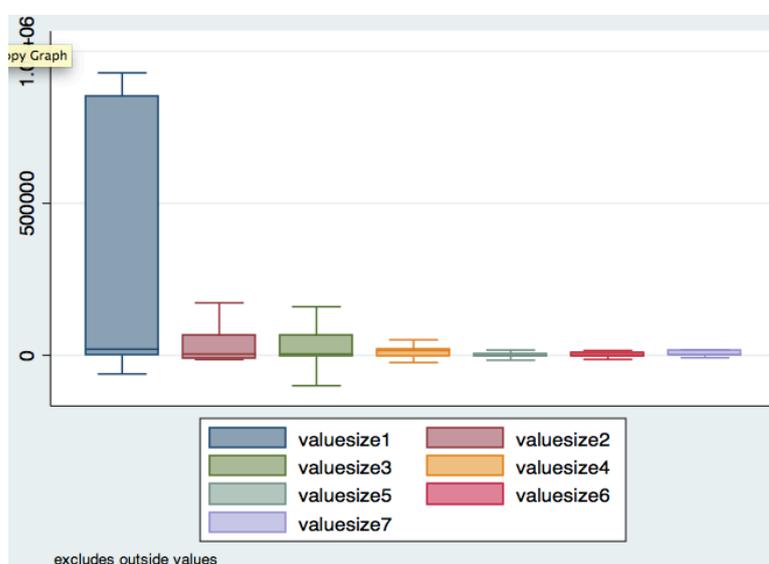


Grafico 4.7 Rappresentazione grafica del "sommario a cinque numeri" delle distribuzioni relative alle operazioni di M&A classificate in base alle dimensioni delle imprese acquirenti

La prima cosa che si può notare, osservando la figura sopra riportata, è l'elevata ampiezza della "scatola" della distribuzione relativa alle operazioni di M&A per le quali le imprese acquirenti hanno più di 10.000 dipendenti, rispetto alle altre "scatole". Questa forte differenza tra il terzo quartile e la mediana (circa 820.000 mila euro rispetto ai soli circa 20.000 mila euro di differenza tra il primo quartile e la

mediana) è dovuta alla presenza determinante di tre operazioni M&A che vanno ad incidere significativamente sul valore del terzo quartile: ci si riferisce alle operazioni già viste relativamente alle valutazioni delle strategie di integrazione, tra la “*Sony Corporation*” e la “*Deluxe Media Services LTD’s UK DVD Replications Business*”, tra la “*Comcast Corporation*” e “*Adelphia Communications Corporation*” e tra la “*Comcast Corporation*” e la “*E! Networks*”, per le quali il valore generato è stato, rispettivamente maggiore, di circa 10 volte, nel primo caso, e di circa 5 volte, nel secondo e terzo caso, rispetto al valore della media campionaria.

Anche il secondo ed il terzo sotto-campione (classi dimensionali relative ai 5.000 – 9.999 dipendenti e 1.000 – 4.999 dipendenti), presentano una situazione per la quale il terzo quartile dista in maniera maggiore dalla mediana rispetto al primo (anche se in maniera inferiore rispetto al caso della classe dimensionale precedente), dovuto, anche in questo caso, alla presenza di operazioni “anomale” che vanno ad incidere significativamente sulla singola distribuzione.

Gli ultimi quattro sotto-campioni, presentano una “scatola” particolarmente schiacciata, dovuta al fatto che le operazioni coinvolte, in tal circostanza, non presentano valori particolarmente devianti rispetto alla mediana. Di conseguenza, quest’ultima si troverà molto vicina ai quartili delle distribuzioni.

Da tali risultati si può dedurre che le operazioni di fusione e acquisizione che generano maggiori benefici riguardano, in particolar modo, le imprese di elevata dimensione. L’analisi mostra, infatti, una correlazione positiva tra la dimensione aziendale e la variazione di valore generato: maggiore è il valore “*size*” di una società, maggiori saranno i benefici che questa potrà ottenere nell’attuare un’operazione di M&A.

Infine, analizzando la correlazione tra le diverse classi dimensionali si possono ottenere i seguenti valori:

```

. correlate value size1 size2 size3 size4 size5 size6 size7
(obs=266)

```

	value	size1	size2	size3	size4	size5	size6	size7
value	1.0000							
size1	0.2689	1.0000						
size2	-0.0778	-0.1080	1.0000					
size3	0.0060	-0.1809	-0.1970	1.0000				
size4	-0.0362	-0.1144	-0.1246	-0.2086	1.0000			
size5	-0.0458	-0.1364	-0.1485	-0.2487	-0.1573	1.0000		
size6	-0.0496	-0.1496	-0.1630	-0.2730	-0.1726	-0.2058	1.0000	
size7	-0.0277	-0.1037	-0.1129	-0.1891	-0.1195	-0.1425	-0.1564	1.0000

Grafico 4.8 Le correlazioni calcolate tra la variazione di valore delle imprese acquirenti e le variabili *dummy* definite dalle operazioni classificate in base alla dimensione delle imprese acquirenti⁵⁶

Come nel caso delle strategie di crescita, anche in tale circostanza si tratta di variabili *dummy* costruite per ciascuna classe dimensionale (viene attribuito 1 alle operazioni per le quali le imprese acquirenti rientrano in quella determinata classe, e 0 a tutte le altre). Di conseguenza, la correlazione sarà negativa in tutti i casi. Dal momento che le operazioni sono state classificate sulla base di 7 classi, tale indicatore, non potrà mai assumere valore uguale a 0 o valore uguale a -1, ma sarà, per tutte le possibili relazioni, compreso tra i due. Sarà tanto più vicino a -1, quanto più le due variabili “size” considerate comprenderanno il maggior numero di osservazioni, tanto più vicino allo 0 nel caso contrario. Per esempio la correlazione tra la classe dimensionale 1.000 – 4.999 (size3) e la classe dimensionale 50 – 199 (size6), comprendendo complessivamente 115 operazioni su 266 (la combinazione possibile più numerosa), sarà particolarmente alta (-0,273) rispetto al caso in cui la correlazione venga calcolata tra la classe dimensionale >10.000 (size1) e la classe dimensionale 10 – 49 (size7), il cui valore è -0,1037, in quanto il numero di

⁵⁶ Dopo aver costruito, attraverso il programma STATA, le variabili *dummy* relative alle operazioni per le quali le imprese acquirenti rientrano nelle 7 classi dimensionali definite dal modello, sono state calcolate le diverse correlazioni tra le variabili *dummy* stesse e tra quest’ultime e la variazione di valore delle imprese acquirenti. La variabile “value” rappresenta l’insieme delle variazioni di valore relative alle osservazioni del campione complessivo considerato. La variabile “size1” rappresenta la variabile *dummy* relativa alle operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno più di 10.000 dipendenti, la variabile “size2” rappresenta la variabile *dummy* relativa alle operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 5.000 ed i 9.999, la variabile “size3” rappresenta la variabile *dummy* relativa alle operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 1.000 ed i 4.999, la variabile “size4” rappresenta la variabile *dummy* relativa alle operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 500 ed i 999, la variabile “size5” rappresenta la variabile *dummy* relativa alle operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 200 ed i 499, la variabile “size6” rappresenta la variabile *dummy* relativa alle operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 50 ed i 199, infine, la variabile “size7” rappresenta la variabile *dummy* relativa alle operazioni per le quali le imprese acquirenti hanno un numero di dipendenti compreso tra i 10 ed i 49.

operazioni complessivo considerato, in questo caso, è pari solamente a 50 su 266 (la combinazione possibile meno numerosa).

Da un'analisi svolta in termini dimensionali, si evince che, risulta più semplice per le imprese operanti nel settore cinematografico e televisivo compiere operazioni di M&A se la loro struttura organizzativa è ben ampia e solida. Tuttavia, come detto precedentemente, non è necessariamente il contrario per le imprese di più ristretta ampiezza dimensionale, le quali possono acquisire o fondersi con altre società con egual successo.

Si è anche riscontrato che le imprese sono solite realizzare tali operazioni di finanza straordinaria con imprese appartenenti alla medesima classe dimensionale o ad una inferiore.

Inoltre, le imprese di dimensione più grande presentano una distribuzione verso i valori più elevati, e quindi, maggiori benefici, rispetto alle imprese di dimensione inferiore.

4.4 Le valutazioni riguardo le interazioni tra le diverse classificazioni

Dopo aver analizzato le operazioni del modello sulla base delle tre classificazioni, è opportuno soffermarsi sulle relazioni esistenti tra le medesime.

Come già accennato, nel settore cinematografico e televisivo, c'è una forte propensione delle imprese acquirenti a realizzare operazioni di M&A sfruttando, in particolar modo, le strategie di integrazione orizzontale e verticale, sebbene le diversificazioni, e nello specifico quelle conglomerate, abbiano comunque portato risultati e benefici molto positivi.

Le operazioni di M&A per le quali è stata attuata una strategia di internazionalizzazione, hanno presentato, al tempo stesso e nella maggior parte dei casi analizzati, anche le caratteristiche tipiche delle strategie di integrazione, ed in particolare quelle relative all'integrazione orizzontale. Questo è facilmente comprensibile dato che una strategia di integrazione orizzontale riguarda l'incremento delle dimensioni delle proprie attività attraverso l'acquisto di imprese che effettuano le stesse operazioni. Un'impresa, nel caso in cui voglia espandersi

all'estero, può trovare più conveniente acquistare imprese che operano nello stesso settore piuttosto che in settori differenti. Nel nostro modello 38 operazioni su 54 presentano contemporaneamente le caratteristiche di un'integrazione e di una internazionalizzazione, e di questi, 26 sono, nello specifico, integrazioni orizzontali (quasi la metà). Realizzare al tempo stesso, invece, una strategia di diversificazione e di internazionalizzazione, può risultare essere un'operazione particolarmente complessa. Si dovrebbe, in tal circostanza, investire in un altro business presente in un paese diverso da quello originario dell'impresa in questione. Il rischio associato a tale operazione diventa particolarmente alto e volatile.

Inoltre, dall'analisi, risulta che la strategia di internazionalizzazione sia più facilmente applicabile se le imprese che effettuano le operazioni di M&A sono imprese di dimensioni relativamente grandi. Nello specifico, 37 operazioni su 54 sono società che presentano un numero di dipendenti superiore ai 500, e, addirittura 48 su 54 hanno un numero di lavoratori superiore ai 50.

In assenza di internazionalizzazione, i risultati che si vanno ad ottenere non sono particolarmente significativi. Nel momento, infatti, in cui un'impresa decide di investire nello stesso territorio nel quale svolge la propria attività, la realizzazione di un'operazione di fusione ed acquisizione può riguardare sia le strategie di integrazione che quelle di diversificazione, indipendentemente dai risultati ottenuti.

I risultati generati dall'analisi sono stati complessivamente vantaggiosi; tutte le operazioni di M&A che sono state realizzate nei settori in questione, indipendentemente dalla strategia di crescita applicata, hanno portato, per più del 50% dei casi, a un guadagno per l'impresa acquirente.

Le strategie di integrazione hanno trovato, tuttavia, più facile applicazione rispetto a quelle relative alla diversificazione.

Le strategie di internazionalizzazione sono state numericamente limitate, ma fortemente positive, pur essendo di difficile attuazione ed elevato rischio associato.

Dal modello è risultato che, per le operazioni di fusione e acquisizione nel settore cinematografico e televisivo, è molto più probabile ritrovare, tra le imprese acquirenti, società di elevata dimensione, e tra le imprese acquisite, società di dimensione più contenuta. Inoltre, tali operazioni di M&A hanno riguardato, nel

99,6% dei casi, imprese acquirenti di stessa o maggiore dimensione rispetto alle imprese acquisite.

Infine, è stato constatato che le imprese con dimensioni più elevate garantiscono, nel complesso, benefici maggiori rispetto a quelle con dimensioni inferiori, sebbene questo non sia vincolante e vari da impresa a impresa.

BIBLIOGRAFIA

AHARONI A., 1966. *The foreign investment decision process*, Harvard University Graduate School of Business Administration

ALLEGRI V., CALVOSA L., D'ALESSANDRO F., DE ANGELIS L., FORTUNATO S., GRIPPO G., MAFFEI ALBERTI A., MANGINI V., PARTESOTTI G., PIRAS A., SCOGNAMIGLIO G., VOLPE PUTZOLU G., ZANARONE G., 2010. *Diritto commerciale*, Monduzzi Editore, Bologna

AMEGLIO P., 1989. *L'economia dietro il sipario: teatro, opera, cinema, televisione*, EDT Srl

ANDERSEN CONSULTING, 2002. *Outlook of the development of technologies and markets for the European audiovisual sector up to 2010*, Bruxelles

ANDERSON D.R., SWEENEY D., WILLIAMS T., 2010. *Statistica per le analisi economico-aziendali*, Maggioli Editore

ANDERSON R.C., BATES T.W., BIZJAK J.M., LEMMON M.L., 2000. *Corporate governance and firm diversification*, Financial Management

ARCANGELI A., BIANCHI F., RIZZI L., 2012. *Come gestire le operazioni di M&A: specifici rischi operativi, due diligence, contrattualistica*, Ipsoa, Milano

BACHMANN J.W., 2002. *Competitive strategy: it's O.K. to be different*, Academy of Management Executive

BADEN FULLER C., 1990. *Strategic management of excess capacity*, Blackwell, Oxford

BELLONI C., *Il settore cinematografico (analisi, statistiche, curiosità) e l'acquisizione della LucasFilm da parte della Walt Disney*, ebook

BELLUCCI A., 2014. *Strategia, gestione del rischio e creazione di valore nelle imprese assicurative*, Giappichelli Editore, Torino

BENA J., KAI L., 2014. *Corporate innovations and mergers and acquisitions*, The Journal of Finance

BENASSI M., 2001. *Le strategie di crescita nelle imprese ad alta tecnologia, Sviluppo e organizzazione*, fascicolo 186

BOGNER W.C., THOMAS H., 1999. *Competence and competitive advantage: towards a dynamic model*, British Journal of Management

BORDWELL D., THOMPSON K., 2010. *Storia del cinema: un'introduzione*, McGraw-Hill, Milano

BOWEN H.P., WIERSEMA M.F., 2005. *Foreign-based competition and corporate diversification strategy*, Strategic Management Journal

BRANDENBURGER A.M., STUART H.W., 1996. *Value based business strategy*, Journal of Economics and Management

CAIAZZA R., 2011. *Cross-border M&A. Determinanti e fattori critici di successo*, Giappichelli, Torino

CANTONI V., FALCIASECCA G., PELOSI G., 2011. *Storia delle telecomunicazioni, volume 1*, Firenze University Press, Firenze

CAROLI M.G., 1994. *Marketing e processo di pianificazione nell'impresa internazionalizzata*, Giappichelli, Torino

CEDEC (Centro europeo di evoluzione economica S.P.A.), 2007. *Guida pratica alla direzione della pmi*, Ipsoa

CHAN L.L.M., SHAFFER M.A., SNAPE E., 2004. *In search of sustained competitive advantage: the impact of organizational culture, competitive strategy and human resource management practices on firm performance*, International Journal of Human Resource Management

CICCHITELLI G., 2008. *Statistica. Principi e metodi*, Pearson

COLLIS D.J., MONTGOMERY C.A., INVERNIZZI G., MOLteni M., 2005. *Corporate strategy: creare valore nell'impresa multibusiness*, McGraw-Hill, Milano

Competition and coordination: reconsidering economic cooperation in Dutch business, 1900 – 2000, *Revue Économique*, Presses de Sciences-Po

COPPOLA A., 1992. *Le strategie di marketing nell'industria cinematografica statunitense. Licensing e merchandising*, Economia e politica industriale

D'ALBORA M., TARGAGLIA E., 2012. *M&A merger & acquisitions, fusioni & acquisizioni*, Aracne, Roma

DEMATTÉ C., PERRETTI F., MARAFIOTI E., 2008. *Strategie di internazionalizzazione, i manuali*, EGEA

FERRARO O., 2008. *Le valutazioni d'azienda nelle operazioni di M&A: un'analisi delle principali scelte valutative*, RIREA, Roma

FERRUCCI L., 2000. *Strategie competitive e processi di crescita dell'impresa*, Franco Angeli Editore, Milano

- First Research, 2012. *Motion picture production & distribution*, First Research
- FOGLIO A., 2005. *Il marketing dello spettacolo. Strategia di marketing per cinema, teatro, concerti, radio-TV, eventi sportivi e show business*, FrancoAngeli Editore, Milano
- FONTANA F., CAROLI M.G., 2009. *Economia e gestione delle imprese*, McGraw-Hill, Milano
- GAGLIARDI G., 2013. *L'attività di Mergers and Acquisitions in Europa: situazione e prospettive*, Amministrazione e finanza, volume 28, fascicolo 7
- GALPIN T.J., HERNDON M., 2014. *The complete guide to mergers and acquisitions: process tools to support M&A integration at every level*, John Wiley and Sons
- GIOMMI G., 2009. *Guida al M&A e private equity: aggiornamento alla circolare n. 28/E dell'11.06.2009*, Le Fonti Editrice, Milano
- GOMES J., LIVDAN D., 2004. *Optimal diversification: reconciling theory and evidence*, Journal of finance
- HOFER C., SCHENDEL D., 1984. *La formulazione della strategia aziendale*, Franco Angeli Editore, Milano
- HOOKE J.C., 2014. *M&A: A practical guide to doing the deal*, John Wiley and Sons
- HOYT J., SHERMAN H., 2004. *Strategic groups, exit barriers and strategy decision constraints in high-tech companies*, Journal of High Technology Management Research
- HUGHES J.S., KAO J.L., 2001. *Vertical integration and proprietary information transfers*, Journal of Economics & Management Strategy
- LA BELLA A., BATTISTONI E., 2008. *Economia e organizzazione aziendale*, Apogeo, Milano
- LICHTENTHALER E., 2005. *Corporate diversification: identifying new businesses systematically in the diversified firm*, The Journal for Decision Makers
- LISCA S., 2003. *Cinema, TV e next media: sessant'anni di storia nell'industria cinematografica e televisiva: un caso esemplare per capire dinamiche, modelli e strategie dell'integrazione fra media*, APOGEO, Milano
- MARINOZZI G., 2005. *Il marketing dello sviluppo: le strategie di crescita delle piccole e medie imprese*, Franco Angeli Editore, Milano
- MAZZOTTA O., 2013. *Diritto del lavoro*, Giuffrè Editore

- MCGAHAN A., PORTER M.E., 1997. *How much does industry matter, really*, Strategic Management Journal
- MCQUAIL, D., 2005. *Sociologia dei Media*, Il Mulino, Bologna
- MILGROM P., ROBERTS J., 1992. *Economics, organization and management*, Prentice Hall
- MILLAR G., REISZ K., 2001. *La tecnica del montaggio cinematografico*, Lindau
- MOORE D.S., 2005. *Statistica di base*, Apogeo, Trento
- NAPOLITANO M.R., 2003. *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*, Franco Angeli Editore, Milano
- NATTA E., 2007. *Uno sguardo nel buio: cinema, critica, psicoanalisi*, Effatà Editrice, Torino
- NICKERSON J.A., HAMILTON B.H., WADA T., 2001. *Market position, resource profile, and governance: linking Porter and Williamson in the context of international courier and small package service in Japan*, Strategic Management Journal
- PARNELL J.A., 2002. *Competitive strategy research*, Journal of Management Research
- PASQUALE A., 2012. *Investire nel cinema: economia, finanza, fiscalità del settore audiovisivo*, Gruppo 24 Ore, Milano
- PELIZZO R., 2012. *Le strategie di crescita: saggi di politica economica*, Guida, Napoli
- PERRETTI F., NEGRO G., 2009. *Economia del cinema. Principi economici e variabili strategiche del settore cinematografico*, ETAS
- PRARIO B., 2005. *Le trasformazioni dell'impresa televisiva verso l'era digitale*, Peter Lang
- RAMANUJAM V., VARADARAJAN P., 1989. *Research on corporate diversification: a synthesis*, on Strategic Management Journal, Strategic Management Society
- RICCHEBUONO G., COLOMBO S., BARONE G., 2013. *Strategie di crescita e fabbisogni finanziari*, McGraw-Hill, Milano
- RISPOLI M., 2002. *Sviluppo dell'impresa e analisi strategica*, Il Mulino, II Edizione, Bologna

- RODRIGUEZ M.A., RICART J.E., SANCHEZ P., 2002. *Sustainable development and the sustainability of competitive advantage: a dynamic and sustainable view of the firm*, Creativity & Innovation Management
- SALVI A., 2014. *M&A: crescita internazionale e premi per il controllo: secondo rapporto annuale*, EGEA, Milano
- SICCA L., 2013. *Strategia di crescita e comportamento organizzativo*, CEDAM
- SINATRA A., 2006. *Strategia aziendale. Business strategy, corporate strategy*, ISEDI
- SPITZ M., 1993. *Fattori critici di successo delle televisioni nazionali europee nel mercato degli anni '90*, Difo-Dr
- STOCK J.H., WATSON M.W., 2009. *Introduzione all'econometria*, Pearson Paravia Bruno Mondadori, Padova
- TOMASI G., 2004. *Il cinema e la misurazione della performance*, Egea
- TRAU' F., ARRIGHETTI A., 2013. *Nuove strategie delle imprese italiane: competenze, differenziazione, crescita*, Donzelli, Roma
- UMBERTAZZI T.M., 2008. *Il procedimento di acquisizioni di imprese*, Wolters Kluwer Italia, Verona
- VERNA F., 2008. *La grande onda: Fusioni e acquisizioni*, Lulu Pr
- VOLPATO G., 1986. *Concorrenza, impresa, strategie*, Il Mulino, Bologna
- WALTERS D., LANCASTER G., 2000. *Implementing value strategy through the value chain*, Management Decision

SITOGRAFIA

<http://www.statista.com/statistics/267369/volume-of-mergers-and-acquisitions-worldwide/>

http://www.anica.it/online/news/La%20filiera%20cinematografica%20e%20l'importanza%20degli%20investitori%20esterni_27102011.pdf

<http://www.boxofficemojo.com/studio/?view2=yearly&view=company&p=.htm>

http://www.anica.it/online/attachments/081_quaderno5.pdf

<http://markets.ft.com/research/markets/overview>

http://www.imprese.intesasanpaolo.com/portallImpn0/pdf/Gazz_23_06_05.pdf

<http://suduepiedimilano.com/tag/sociologia-dei-media/>

<http://www.cineconomy.com/2011/ita/report.php?cod=301>

http://www.corecomlazio.it/binary/prtl_corecom/corecom_wordpress/Ricerca_New_Tv.pdf

<http://www.agcom.it/documents/10179/538933/Allegato+15-11-2001/6e243233-ead6-4364-aa94-03e9b87968d8?version=1.0&targetExtension=pdf>

http://www.ats.ucla.edu/stat/stata/faq/read_excel.htm

<http://www2.stat.unibo.it/freo/didattica08/stata%20tutorial-%20elisa%20iezzi.pdf>

<https://it.linkedin.com/nhome/>

<https://www.google.com/finance>

<http://www.bloomberg.com/europe>

<http://corporate.comcast.com>

<http://www.itvplc.com>

<https://www.sanoma.com>

<http://www.vivendi.com>

http://en.cjenm.com/html/company/company_intro.aspx

<http://www.reuters.com/finance/stocks/companyProfile?symbol=1060.HK>

<http://www.ezentis.com>

<http://www.tohoeiga.jp/eng/aisatu.html>

<http://www.smi198.com/html/index.php>

<http://www.imagi.com.hk/eng/about-us/the-company.html>

<http://www.viacom.com>

<http://www.xfire.com>

<https://www.bandaivisual.co.jp/en/bn-group/>

<http://www.cbcorporation.com>

<http://www.telecomitalia.it>

<http://www.tohoeiga.jp/eng/aisatu.html>

<http://www.groupe-tf1.fr>

<http://www.mediacapital.pt/en/p/528/history/>

<http://www.pluralent.com/home.html>

<http://www.12yard.com>

<http://www.memstar.com.sg/about.php>

http://www.segasammy.co.jp/english/ir/corp/toms_index.html

<http://mme.de/home.html>

<http://www.highlight-communications.ch/Home.2+M5d637b1e38d.0.html>

<http://www.constantin-film.de/ueber-uns/constantin-film-ag/>

<http://www.geonet.co.jp/english/>

<http://www.nationalarts.hk/Overview>

<http://www.europacorp-corporate.com/US/index.html>

<http://kostafilms.com>

<http://www.digitalaria.com>

<http://corporate.tvb.com>
<http://www.mmwlandia.com>
<http://www.schibsted.com>
<http://www.dcdmedia.co.uk>
<http://www.fieldscorp.com/commercial/index.html>
<http://www.mono.co.th>
<http://www.mblgroup.co.uk/investors.aspx>
<http://www.cmcdisc.com/index.htm>
<http://www.sony.net>
<http://www.skycityentertainmentgroup.com>
<http://www.trauma-records.com>
<http://ir.atmgrupa.pl>
<http://www.ctcmedia.ru>
<http://www.sohomediagroup.net>
<http://www.dfx.co.jp/en/>
<http://www.aplixcorp.com>
<http://www.productionig.com>
<http://www.mag-garden.co.jp>
<http://www.vertice360.com>
<http://www.odeonfilm.de>
<http://www.hv-entertainment.com>
<http://www.myriadpictures.com>
<http://www.pinewoodgroup.com>
<http://www.fasttrack.my>

<http://www.7artspictures.com>
<http://www.iberdrola.es/inicio>
<http://www.sumitomocorp.co.jp/english/>
<http://www.asmik-ace.co.jp/english/>
<http://forestlight.se/en/>
<http://fido.se>
<http://www.kreaworks.com>
<http://www.aquacorp.co.th>
<http://media360.co>
<http://www.aoi-pro.com>
<http://www.reliancecapital.co.in>
<http://www.japanlaim.com>
<http://www.mpictures.co.th>
<http://www.paradise-distribution.com>
<http://www.i-ballmedia.com>
<http://www.beyond.com.au>
<http://www.tenalps.com>
<http://www.stereovision.com>
<http://rezn8.com>
<http://www.bajaa.com>
<http://kinopolska.pl>
<http://www.motivetelevision.co.uk>
<http://www.muktaartsfilms.com>
http://www.mediaset.it/corporate/home_it.shtml

<http://whitebalance.de/cms/>
<http://www.marv.jp>
<http://www.millimages.com>
<http://www.canalplus.fr>
<http://www.splendidmedien.com/en/>
<http://www.vocento.com>
<http://www.le-public-systeme.com>
<http://www.mediaprima.com.my>
<http://www.mtg.com>
<http://www.ray-corporation.com>
<http://www.senator.de>
<http://www.telekomaustria.com>
<http://www.massresponse.com>
<http://www.technicolor.com>
<http://www.filmsofrecord.com>
<http://www.primedisc.com.hk>
<http://www.anaconda.tv>
<http://www.berliner-synchron.de>
<http://www.classeditori.it>
<http://www.zinkia.com/es>
<http://www.cakeentertainment.com>
<http://www.wige.de>
<http://www.saregama.com/portal/pages/music.jsp>
<http://www.mediaoneglobal.in>

<http://company.tv-asahi.co.jp/e/>

<https://www.aeon.info/en/>

<http://www.endemol.com>

<http://www.capman.com>

<http://www.baluba.se>