

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 Boccardelli

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

SOMMARIO

Le fusioni e le acquisizioni sono attualmente considerate oggetto di grande interesse da parte del mondo finanziario. Tali operazioni di finanza straordinaria, diffuse con una certa rapidità nei paesi anglosassoni a partire dalla fine dell'Ottocento, ma giunti sul territorio europeo soltanto a partire dalla fine del ventesimo secolo, hanno assunto un ruolo fondamentale nella crescita aziendale, rappresentando l'approccio alternativo e più affidabile tra quelli esistenti.

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

Data l'importanza che l'argomento in questione ricopre nel mondo finanziario attuale, è opportuno studiarne le caratteristiche e verificarne l'effettiva affidabilità e applicabilità.

Il lavoro in questione si pone l'obiettivo di andare ad analizzare le conseguenze delle operazioni di M&A all'interno del settore cinematografico e televisivo, tenendo conto delle strategie di crescita e della dimensione aziendale.

Inizialmente è stata affrontata una parte teorica relativa alle strategie corporate e al tema delle fusioni ed acquisizioni, successivamente è stata svolta un'analisi di mercato dei settori considerati nell'elaborato, infine, sulla base di un database di operazioni M&A, è stata realizzata un'analisi statistico-descrittiva, dalla cui interpretazione sono stati dedotti i risultati.

Secondo i manuali teorici presenti a livello accademico, l'obiettivo principale di un'impresa è quello di creare un valore maggiore rispetto ai propri *competitors* in modo tale da poter perseguire una posizione di vantaggio competitivo. Raggiungere l'eccellenza in tale attività permette all'impresa di poter crescere da un punto di vista sia economico che imprenditoriale.

Tuttavia per poter realizzare questo obiettivo è necessario attuare delle strategie mirate. Diventano quindi fondamentali i processi di pianificazione e di implementazione strategica. La pianificazione strategica, realizzabile attraverso l'impiego di diversi strumenti (in ordine cronologico, la matrice di Ansoff, la SWOT analysis, il paradigma struttura-condotta-performance, il modello delle cinque forze competitive di Porter) è quella fase del management che si occupa di disegnare la

strategia aziendale; strategia che verrà successivamente applicata attraverso la seconda fase del management (l'implementazione strategica).

Le strategie, definite come “le vie lungo le quali un'azienda cerca di creare valore attraverso la configurazione e il coordinamento delle sue attività multi-mercato”¹, possono essere definite su tre livelli: corporate, business e funzionale. Tuttavia, oggetto di interesse dello studio, sono le strategie a livello corporate. Queste, conosciute anche come strategie di crescita, definiscono i confini entro cui l'impresa deve competere e possono essere di tre tipi: integrazione, diversificazione e internazionalizzazione.

Quando parliamo delle strategie di integrazione, è possibile distinguerle in integrazioni orizzontali ed 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 economico-produttiva, acquistando il controllo, per esempio, delle imprese produttrici o delle imprese distributrici.

Le strategie di diversificazione si dividono, a loro volta, in due categorie: diversificazioni correlate e diversificazioni conglomerate.

Per diversificazioni correlate, si intende quel tipo di operazioni attraverso cui un'impresa entra in un nuovo *business* che ha degli elementi in comune con il settore d'origine, mentre per diversificazioni conglomerate, invece, si intende quel tipo di operazioni in cui il vecchio ed il nuovo business dell'impresa non hanno alcun elemento in comune.

Infine, 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.

La realizzazione di tali strategie può avvenire per linee interne o per linee esterne:

¹ COLLIS D.J., MONTGOMERY C.A., INVERNIZZI G., MOLTENI M., 2005. *Corporate strategy: creare valore nell'impresa multibusiness*, McGraw-Hill, Milano

la crescita interna si focalizza sull'impiego delle risorse disponibili, al fine di aumentare il capitale investito, mentre la crescita esterna si basa sull'impiego di accordi e consorzi o fusioni ed acquisizioni. Le operazioni di M&A, le quali rientrano nella categoria della crescita per linee esterne, possono essere classificate in diverse tipologie (M&A tradizionali, M&A conglomerati, large M&A, small M&A, M&A tradizionali e conglomerati domestici, M&A tradizionali e conglomerati cross-border) e permettono di conseguire diversi vantaggi: da una parte, l'aumento della scala di produzione e l'incremento del raggio d'azione dell'impresa (quindi lo sfruttamento delle economie di scala, di scopo e di esperienza), dall'altra, il rafforzamento della quota di mercato, la diversificazione del rischio e la crescita dimensionale.

Una volta compresi gli aspetti teorici relativi alle strategie aziendali e alle operazioni di M&A, è stata realizzata un'analisi dei settori presi in considerazione nel modello: il settore cinematografico ed il settore televisivo. Tralasciando l'aspetto storico, tre sono gli elementi importanti oggetto dell'analisi: lo studio della catena del valore, l'analisi costi/benefici ed, infine, l'applicazione del modello delle cinque forze competitive di Porter.

Trattando, innanzitutto, il settore cinematografico, la catena del valore conta di quattro fasi: sviluppo, produzione, promozione e distribuzione.

Le prime due fasi (sviluppo e produzione) sono gestite dalle imprese di produzione. Queste posseggono i diritti sul film o sull'opera cinematografica.

La promozione e la distribuzione, invece, non sono più di competenza del produttore. Questo, terminata la produzione, andrà a cedere, a determinate condizioni, i diritti per lo sfruttamento dell'opera a specifici soggetti: le imprese di distribuzione.

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

In merito all'analisi dei costi/benefici, per quanto riguarda i ricavi, è necessario fare una distinzione tra il "canale primario", ovvero il canale delle "proiezioni cinematografiche", ed il "canale secondario", il cosiddetto canale della "trasmissione televisiva".

Nel primo caso, i ricavi derivano dalla proiezione dei film nelle sale cinematografiche mentre, nel secondo caso, dipendono dal valore di cessione, stabilito contrattualmente, dei diritti di sfruttamento pagati dalle compagnie televisive e dalle società di noleggio.

Il canale primario, fino agli anni '70, rappresentava la principale fonte di guadagno per le imprese cinematografiche.

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, tanto maggiori saranno tali costi); *i costi di proiezione*, si tratta, in questo caso, di una commissione che, per legge, deve essere pagata alle sale cinematografiche; *i costi di distribuzione*, legati alla duplicazione della pellicola e al trasporto della stessa presso le diverse sale cinematografiche ed, infine, *i costi promozionali*, i cosiddetti costi legati al marketing e alla pubblicità.

Trattando, invece, il modello di Porter bisogna tenere conto delle cinque forze competitive: riguardo *l'intensità della concorrenza*, il numero complessivo di imprese di produzione cinematografica, escluse le società controllate, è circa 1.000 (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%. 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%; riguardo la *minaccia di nuovi entranti*, nel campo cinematografico vi è un'elevata presenza di barriere all'entrata, soprattutto di tipo strategico e strutturale, che rendono molto difficile l'ingresso in tale settore; la *minaccia di prodotti sostitutivi* è probabilmente il problema più importante da affrontare per un'impresa cinematografica che, oltre a doversi preoccupare della concorrenza diretta nel settore, deve tenere in considerazione anche la minaccia delle compagnie che operano in settori diversi ma con i quali il cinema ha forti interdipendenze (l'animazione, la televisione, la musica, il teatro etc.); infine riguardo l'analisi del *potere contrattuale dei clienti e dei fornitori* questo dipende dal "potere contrattuale relativo" delle parti, e sarà tanto maggiore quanto maggiore è la quota di mercato, il valore del marchio e il prestigio di un'impresa.

Per quanto riguarda il settore televisivo, la catena del valore, secondo il modello di Porter, si distingue tra attività primarie e attività di supporto: le prime riguardano l'acquisto di programmi televisivi o la produzione audiovisiva, la programmazione, il marketing, la distribuzione e l'assistenza, mentre le seconde riguardano la gestione, l'organizzazione, il personale, la ricerca e sviluppo e l'attività finanziaria.

L'analisi costi/benefici è differente da quanto visto nel caso del settore cinematografico. Nell'ambito televisivo i ricavi sono rappresentati dai *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), *ricavi da abbonamento*, che valgono unicamente per le imprese televisive private in quanto per quelle pubbliche è previsto il pagamento di un canone televisivo, ed, infine, i *ricavi da fondi pubblici*.

I costi di un'impresa televisiva, invece, si distinguono in: *costi dei programmi*, i costi legati alla fase della produzione di un programma televisivo; *costi della struttura televisiva*, quelli legati alla gestione del personale (maggiore è il numero dei dipendenti della società televisiva, maggiore sarà il valore di tali costi); *costi di trasmissione*, i costi necessari per poter diffondere il segnale televisivo.

Trattando infine il modello delle cinque forze competitive di Porter per tale settore: *l'intensità della concorrenza*, nel settore televisivo, è cresciuta notevolmente a partire dalla fine del Novecento ed è dipesa, 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*; 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 (questo riguarda soprattutto le imprese televisive regionali e locali che risentono maggiormente della concorrenza di un nuovo entrante); 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; infine,

in merito al *potere contrattuale dei fornitori e degli acquirenti*, con lo sviluppo della televisione satellitare da una parte, e la crescita esponenziale di internet e dei contenuti digitali dall'altra, è cresciuto notevolmente il potere contrattuale dei primi; per quanto riguarda il ruolo dei clienti, invece, questi, all'interno del settore televisivo, hanno e avranno sempre un potere determinante che deriva dal concetto di *audiance*.

Dopo l'analisi teorica e quella di mercato, si è voluto indagare empiricamente sul fenomeno delle M&A nei settori precedentemente presentati. Attraverso il database "Zephyr", è stato scelto un campione di imprese, quotate e non quotate sui mercati regolamentati ed operanti nel settore cinematografico e televisivo, 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.

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 lavoro 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 stati analizzati 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) e la *dimensione dell'azienda*, definita dal numero di dipendenti presenti all'interno delle imprese.

Una volta effettuate tali classificazioni, per ognuna di esse è stata svolta una raccolta di informazioni per l'analisi statistica. 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, in questo caso, trovare due diverse classificazioni: la prima riguarda una suddivisione in dieci classi definite con un intervallo del 25% mentre la seconda si limita a distinguere le operazioni che hanno generato un incremento di valore superiore allo 0% da quelle che hanno generato una perdita di

valore maggiore dello 0%. Per quanto riguarda, invece, l'analisi della dimensione aziendale, la classificazione delle imprese è stata fatta secondo il numero dei dipendenti presenti al proprio interno. In base a ciò, le società considerate nel modello sono state suddivise in 8 categorie.

Inizialmente si sono studiate le operazioni in base al primo tipo di classificazione. 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. 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.

Da un punto di vista analitico, 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, di tale 70% poco meno della metà (complessivamente il 30% circa delle operazioni complessive) ha generato una variazione di valore superiore al 125%. Le motivazioni che, in questo caso, spingono le aziende a realizzare una strategia di diversificazione correlata possono essere, tuttavia, molto differenti. Generalmente, se sono coinvolte imprese finanziarie, le ragioni sono, principalmente, 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 ben 22 operazioni su 38 dove sono coinvolte imprese finanziarie che forniscono investimenti e servizi di consulenza. Tuttavia, le rimanenti 16 operazioni del campione comprendono 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.

Da un punto di vista relazionale, 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.

Lo studio tra le diverse variabili si è focalizzato, anche, sull'analisi delle diverse regressioni esistenti; più nello specifico sono state studiate le regressioni presenti tra la variazione di valore e le quattro strategie di crescita nel caso in cui queste si verificano o meno. Le regressioni così ottenute, rappresentano le rette che collegano il valore atteso del sotto-campione comprendente le operazioni per le quali è stata realizzata una determinata strategia di crescita con il valore medio relativo al sotto-campione comprendente tutte le operazioni rimanenti.

Lo studio si è spostato, successivamente, sull'analisi delle strategie di internazionalizzazione.

Le osservazioni 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. Realizzare una strategia del genere può essere particolarmente impegnativa, 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. Delle 54 operazioni considerate nel modello, 28 di queste coinvolgono imprese acquirenti che, per definizione, possono essere considerate di elevata dimensione (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). Sebbene quest'ultime osservazioni abbiano come target d'acquisto le micro aziende (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.

Da un punto di vista analitico, le operazioni per le quali si è attuata una strategia di internazionalizzazione hanno registrato variazioni positive per circa il 75% dei casi analizzati, mentre, le operazioni per le quali tale strategia non è stata realizzata, hanno ottenuto 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, 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 efficace 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 elevati. 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. Si tratta di una percentuale sicuramente più bassa del 75% relativo all'attuazione della strategia di corporate, ma, al tempo stesso, è anche una percentuale sicuramente molto significativa se si considera che, in tal circostanza, il campione di operazioni considerate è stato 4 volte maggiore rispetto al caso opposto.

Dal punto di vista relazionale, la correlazione, tra la presenza di una strategia di internazionalizzazione o l'assenza di questa rispetto al valore dell'impresa, è 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 assuma valore negativo. Anche in questo caso è stata realizzata una regressione tra la variazione di valore e la strategia di internazionalizzazione, implicando le stesse considerazioni che sono state viste per le altre due strategie di crescita.

Classificando le operazioni di M&A dal punto di vista della dimensione aziendale, si possono osservare alcune particolarità 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. Un'altra caratteristica molto importante, 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.

Dal confronto delle diverse variabili, si ottengono indici di correlazione con valori prevalentemente negativi. 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 presenza di una debole 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.

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. Anche in questo caso, dalla regressione si ottengono i valori della retta che va a collegare la media del sotto-campione rappresentato dalle operazioni per le quali le imprese acquirenti appartengono ad una determinata classe dimensionale con il valore medio del sotto-campione relativo alle operazioni rimanenti.

Infine, cercando di analizzare le interazioni esistenti tra le diverse variabili considerate, si è osservato che 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 acquisire imprese che operano nello stesso settore piuttosto che imprese che operano in settori differenti. Nel nostro modello, 38 operazioni su 54 presentano contemporaneamente le caratteristiche di un'integrazione e di una internazionalizzazione, e di queste, 26 sono, nello specifico, integrazioni orizzontali (quasi la metà). Realizzare al tempo stesso, invece, una strategia di diversificazione e di internazionalizzazione, risulta 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 conclusione, 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, un'applicazione più semplice rispetto a quelle relative alla diversificazione.

Le strategie di internazionalizzazione, hanno generato risultati molto positivi, 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, nel 99,6% dei casi, le imprese acquirenti coinvolte nelle operazioni di M&A hanno presentato una dimensione uguale o maggiore rispetto a quella delle rispettive 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.bandavisual.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>