



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

**LE OPERAZIONI DI M&A NEL SETTORE DEL FOOD RETAIL: IL
CASO AMAZON-WHOLE FOODS MARKET**

RELATORE

Prof. Gianluca Mattarocci

CANDIDATO

Francesco Sannino

Matr. 215481

ANNO ACCADEMICO 2018/2019

Indice

Introduzione	3
Capitolo Primo: Trend storici, crescita del mercato e analisi del business food retail	6
1.1 <i>Introduzione</i>	6
1.2 <i>Analisi strategica</i>	7
1.3 <i>Analisi finanziaria</i>	10
1.4 <i>Conclusioni</i>	19
Capitolo secondo: Operazioni di finanzia straordinaria: fusioni e acquisizioni	20
2.1 <i>Introduzione</i>	20
2.2 <i>Descrizione del fenomeno: teorie ed effetti</i>	21
2.3 <i>M&A nel settore del food retail: dati e avvenimenti</i>	30
2.4 <i>Conclusioni</i>	36
Capitolo terzo: Il caso Amazon-Whole Foods Market	37
3.1 <i>Introduzione</i>	37
3.2 <i>Whole Foods Market: valutazione dell'impresa e determinanti della vendita</i>	38
3.3 <i>Analisi dell'acquisizione: motivazioni, struttura ed effetti</i>	42
3.4 <i>Conclusioni</i>	52
Conclusioni	53
Appendice	56
Riferimenti bibliografici	59
Elenco siti web	63

Introduzione

Il cibo e l'alimentazione costituiscono da sempre elementi di interesse sociale per gli uomini in quanto "strumento" da cui dipendono i fattori medici, estetici e nondimeno edonistici di una persona.¹ Negli anni recenti, la maggiormente diffusa alfabetizzazione e l'esistenza di tecnologie informative ben più scrupolose rispetto a cinquant'anni fa hanno fatto sì che l'attenzione verso una migliore abitudine alimentare potesse prendere coscienza in una vasta gamma di individui. La parola "bio" è, infatti, praticamente ovunque –supermercati, televisioni, giornali e web – ed è diventata un vero e proprio "passe-partout" per spalancare la porta dei mercati².

L'industria del biologico ha assunto sempre più rilievo anche negli Stati Uniti in un'epoca in cui le persone passano mediamente sempre meno tempo ai fornelli e sono oramai consapevoli di quanto i fast food non abbiano rappresentato il partner ideale per la salute dei propri corpi³.

In quanto tale, l'industria alimentare è governata dalle stesse regole di strategia, economia e finanza che caratterizzano la struttura e la performance di tutti i settori.

Il seguente elaborato si propone di analizzare una delle operazioni di M&A che ha ridisegnato la struttura della rivendita al dettaglio di alimentari e che ha

¹ Colucci F., Menegoni P., Nocenzi M., Presenti O. (2012), "L'evoluzione dei modelli di consumo e degli stili alimentari tra sostenibilità e benessere", in Rivista studi della sostenibilità.

² <https://www.biobank.it/?cs=5&ps1=16&ps2=12&ps3=974>

³³ Morgan B. (2017), "5 Ways Amazon Can Maximize Its Acquisition Of Whole Foods Market", Forbes

coinvolto Amazon e Whole Foods Market, una catena di supermercati biologici operante negli Stati Uniti, in Canada e in Inghilterra.

Lo scalpore dell'acquisizione è legato al fatto che si trattasse dell'operazione più importante mai compiuta dal colosso di Seattle e dai quesiti riguardo le implicazioni strategiche future che ne sarebbero potute conseguire.

Whole Foods Market è un'idea che nasce negli anni '80 in Texas dall'unione delle forze di quattro uomini –John Mackey, Renee Lawson Hardy, Craig Weller e Mark Skiles –che avevano già esperienze nel campo dei *grocery stores* ma compresero che il business del biologico fosse pronto ad entrare nella vita dei supermercati. Il primo Whole Foods contava circa 19 dipendenti ed era di piccole dimensioni, ma era destinato ad avere gran successo poiché i quattro fondatori erano coscienti di non dover esaurire il business solamente in prodotti “naturali” quali frutta e verdura, ma al contrario doveva abbracciare la più vasta gamma di prodotti: dalla carne al pesce fresco, dal latte alle uova, fino ad offrire un assortimento di piatti già preparati e freschi appartenenti alle più diverse tradizioni culinarie⁴. Dopo anni di prosperità e crescita, l'ingresso in mercati transnazionali e l'apertura di quasi 450 negozi, il “gioiello” originario di Austin ha dovuto far fronte a una concorrenza spietata e a problemi di performance che hanno compromesso il suo sviluppo. La società, dal 2015, era sull'orlo di una crisi: negli ultimi anni era subentrata nelle partecipazioni azionarie un noto investitore di private equity, Jana Partners, la quale non era assolutamente vincolata da legami indissolubili come quelli che tenevano stretti i fondatori all'azienda; al contrario vedeva in Whole Foods solamente un'impresa sottovalutata che, con le giuste modifiche, avrebbe potuto rappresentare un ottimo investimento nel breve periodo vendendo la propria partecipazione nel momento in cui la performance sarebbe migliorata a seguito delle modifiche

⁴ <https://eu.wholefoodsmarket.com/?destination=www.wholefoodsmarket.com%2Fcompany-info%2Fwhole-foods-market-history>

proposte. In tale contesto, Amazon dopo una serie di contrattazioni ha annunciato nel 16 giugno 2017 l'acquisizione della catena di supermercati con il consenso di John Mackey e tutti gli azionisti principali.

La tesi è articolata in tre capitoli che affrontano rispettivamente l'analisi strategico-finanziaria del settore in questione, il fenomeno delle operazioni di M&A ed infine il caso.

Il primo capitolo effettua un'analisi strategica basata sulle cinque forze competitive di Porter e mette a confronto società più o meno affini al business del biologico, ma che in ogni modo hanno influenzato la vita di Whole Foods Market. Inoltre, il capitolo presenta un'analisi finanziaria delle stesse imprese volta a comprendere meglio le dinamiche del settore circa la redditività, la liquidità, l'efficienza operativa, l'indebitamento e le valutazioni del mercato.

Nel secondo capitolo vengono analizzate le operazioni di M&A, le loro peculiarità, le classificazioni e i motivi che spingono le imprese ad intraprendere tale strategia di crescita aziendale, con particolare attenzione al fenomeno nel settore dell'industria alimentare.

Infine, nel terzo ed ultimo capitolo viene presentato il caso oggetto di studio. Tale sezione si focalizza sulla comprensione delle cause che hanno spinto gli azionisti di Whole Foods Market a cedere la proprietà della società da un lato e le motivazioni strategiche che hanno indotto Amazon ad irrompere nel settore dall'altro. Inoltre, il capitolo mira a valutare la struttura dell'offerta, il metodo di finanziamento e i maggiori effetti riscontrati nelle società coinvolte.

Le conclusioni sintetizzano i principali contenuti dell'elaborato e sottolineeranno i risultati più evidenti del caso preso in considerazione.

Capitolo Primo: Trend storici, crescita del mercato e analisi del business food retail

1.1 Introduzione

L'aumento della consapevolezza dei consumatori di ciò che li circonda e il continuo flusso di informazioni rese disponibili grazie alla tecnologia sono tra i fattori che hanno provocato negli anni un notevole innalzamento del livello della domanda di prodotti biologici e naturali. Il fenomeno si è sviluppato in tutto il mondo, ma gli Usa hanno rappresentato la forza trainante del business a livello mondiale. Le vendite dei grocery stores sono aumentate circa del 100%, passando da circa 300 miliardi di dollari nel 1992 fino a raggiungere i 600 miliardi nel 2017⁵. Tuttavia, negli Usa catene di supermercati come Walmart esistevano già prima della nascita dell'attenzione sui prodotti bio, di origine controllata, e offerti in un ambiente complessivamente eco-friendly. Per tale motivo l'analisi verterà a metà tra il segmento del cibo biologico e il più generale settore del grocery retail, tale segmento ha registrato una crescita del 10% durante il 2007, raggiungendo un volume d'affari da 62 miliardi di dollari.⁶

Nei paragrafi successivi si analizzerà il mercato dal punto di vista strategico, mettendo in risalto i fattori economici, sociali, politici e tecnologici, nonché i punti di forza e debolezza che ne hanno reso possibile lo sviluppo. Infine, l'attenzione si sposterà sull'analisi finanziaria: imprese operanti, crescita del business e valutazioni del mercato.

⁵<https://www.statista.com/statistics/197621/annual-grocery-store-sales-in-the-us-since-1992/>

⁶ Whole Foods Market Annual Report 2008.

1.2 Analisi strategica

I principali retailer di prodotti biologici che saranno presi in considerazione per comprendere le dinamiche settoriali sono Whole Foods Market Inc., Sprouts Farmers Market, The Fresh Market e supermercati tradizionali come Walmart, Kroger e Publix Super Markets.

Per effettuare un'analisi a livello competitivo è opportuno introdurre il modello delle cinque forze competitive di Porter. L'economista statunitense negli anni '80 creò questo modello per dimostrare come la condotta di un'impresa, la sua performance e la struttura del settore potessero interagire tra loro. Il suo pensiero si opponeva all'allora dominante teoria della scuola di Harvard che definiva la relazione tra gli elementi sopra citati univoca. Detto in altri termini: la struttura influenza la condotta, che a sua volta influenza il risultato.⁷

Nello specifico il modello è mosso dalle seguenti forze:

- Minaccia di nuovi entranti,
- Potere contrattuale dei fornitori,
- Potere contrattuale dei clienti,
- Minaccia di prodotti sostituti,
- Intensità della concorrenza.

Il livello della minaccia di nuovi entranti nel mondo prettamente biologico non è alto: ciò sta a significare che eventuali competitors non hanno la capacità di entrare nel mercato in maniera semplice. La ragione alla base sta negli alti costi che i rivali dovrebbero affrontare. Uno di questi è per esempio l'ottenimento della certificazione USDA, la quale identifica che il prodotto è riconosciuto biologico dalla legge federale degli Stati Uniti.⁸

⁷Montana F., Caroli M. (2017), Il sistema impresa e le sue relazioni con l'ambiente, Economia e gestione delle imprese, McGraw-Hill Education.

⁸<https://www.usda.gov/topics/organic>

“Tuttavia, se i competitors esistenti come Walmart e Target decidono di vendere cibi biologici, sarebbe una vera minaccia dal momento che hanno già il loro posto nel mercato come marchi ben noti.” (Porter, 2007).

La seconda forza è il potere contrattuale dei fornitori, cioè la facoltà nel porre fine ad una relazione con l’acquirente. Nel caso in questione si può considerare come medio-alta poiché la maggior parte delle imprese come Whole Foods subiscono il forte potere imposto dai fornitori. In generale questo fenomeno tende a rafforzarsi quando la concentrazione nell’industria dei supplier è in aumento e di conseguenza con essa anche il livello dei prezzi per le risorse.

Dal lato dei clienti, al contrario, il potere contrattuale è relativamente basso. I consumatori in questione di norma non effettuano le loro decisioni sulla base del prezzo poiché sono alla ricerca di prodotti salutari e di naturali. Il driver che muove il loro desiderio è l’alta qualità, il che implica una maggiore disponibilità a pagare un prezzo alto. Nonostante ciò, ci sono stati periodi come la crisi globale del 2008 in cui la popolazione è tornata ad acquistare prodotti più economici e di importanza primaria.

Infatti, non appena la crisi entrò nel profondo facendo aumentare la sensibilità ai prezzi in misura notevole, diversi grocery stores furono spinti a offrire notevoli promozioni o a lanciare nuovi brand discount fatti in casa. A volte queste misure avevano come conseguenze ricavi e margini di profitto più bassi e fenomeni come la cannibalizzazione delle vendite esistenti.⁹

La quarta forza è la minaccia di prodotti sostituiti che è legata alla presenza di beni percepiti come simili dal mercato e perciò facilmente intercambiabili tra loro.

I consumatori di prodotti naturali non sono sensibili a variazioni di prezzo in quanto, come già detto, sono spinti verso l’acquisto da altri driver. Pertanto, la

⁹ The Economist (2009), Austerity chic.

minaccia di prodotti sostituti non dovrebbe essere un enorme problema per i retailer.

Tuttavia, l'intensità della concorrenza, che rappresenta l'ultima forza ai fini dell'analisi, è iniziata ad acuirsi negli ultimi anni. Se venti anni fa o più il mondo biologico rappresentava una fetta marginale dell'intero settore, oggi ne è il trend, il che è osservabile anche osservando la quota di prodotti biologici venduti attraverso i diversi canali di distribuzione. (Figura 2)

La realizzazione delle vendite, come mostrato nella seguente figura, si realizza sempre tramite più canali di distribuzione: dai discount grocery, per passare a quelli convenzionali, fino ai supermercati di massa.

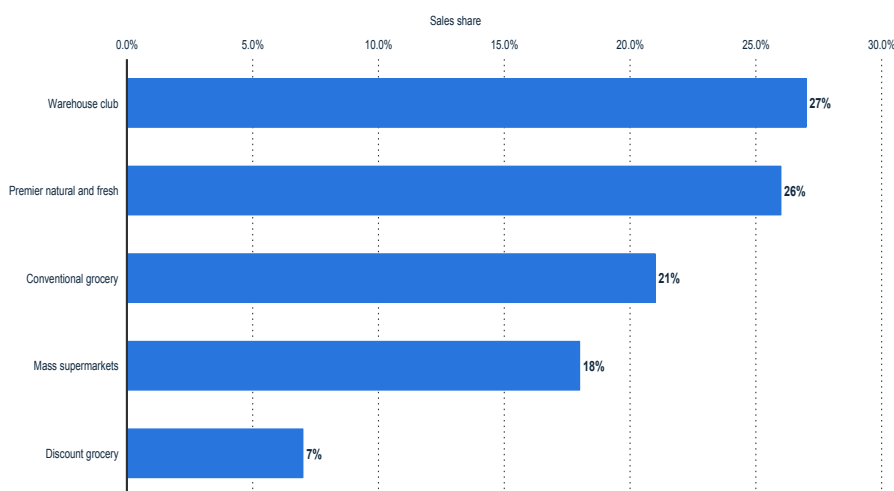


Figura 1: Sales share of organic products in the United States in 2017, by distribution channel.
Fonte: Nielsen

In effetti i tradizionali supermercati come Walmart hanno cominciato ad intraprendere nuove strategie per sviluppare o implementare quest'area di affari: il colosso americano per guadagnare quote di mercato negli anni ha portato avanti importanti investimenti, raddoppiando la produzione biologica e aprendo uno store di 217.000 metri quadrati che offre servizi quali sushi bar, vendita di cibi speciali e una sezione per i vini.¹⁰

¹⁰Lee A., Linowes R. (2009), "Whole Foods Market: A strategic analysis", General University Honors.

In conclusione, il mondo dei prodotti naturali è un'area ricca di opportunità e di punti di forza che, se sfruttati, possono portare un'impresa ad ottenere un vantaggio competitivo differenziandosi dai competitors. Il settore è cresciuto nel corso degli anni e continua a farlo ma, se nel 2000 la crescita stimata era al 21%, nel 2017 la crescita annuale è scesa all'8,4%, probabilmente a causa dell'aumento della concorrenza.¹¹

È perciò necessaria una continua implementazione dei servizi offerti poiché, da quanto prima si è visto, anche imprese multisettoriali possono irrompere nel business e cercare di strappare quote di mercato a imprese tipiche come Whole Foods Market. La strada dell'innovazione e l'opportunità di competere con prezzi più bassi, come si vedrà, sono state tra le determinanti dell'acquisizione da parte di Amazon. Nel prossimo paragrafo verrà illustrata un'analisi finanziaria del background di riferimento e saranno esposti indicatori che fungeranno da strumenti per giungere a conclusioni circa l'andamento di specifiche imprese operanti nel settore.

1.3 Analisi finanziaria

Una buona analisi mediante indici deve sempre basarsi su confronti critici nel tempo e nello spazio. Occorre osservare gli indici in una serie di anni e confrontarli con gli stessi delle imprese concorrenti o con quelli standard del settore.

I comuni indici usati per la valutazione sono misure sintetiche riguardanti le seguenti tematiche:

- Redditività
- Liquidità
- Efficienza

¹¹ <https://www.statista.com/statistics/196962/organic-food-sales-growth-in-the-us-since-2000/>

- Indebitamento
- Valutazione del mercato

La misura più immediata per osservare il volume d'affari di un'azienda è data dal valore dei ricavi, ciononostante il successo di essa dipende anche da quanto sono redditizi quest'ultimi. Quando si parla di redditività si intende la capacità di produrre un reddito tramite uno sforzo economico. Il principale indice di redditività è il ROE (Return on Equity), che esprime la percentuale di ritorno economico spettante agli azionisti. In formule si può esprimere come:

$$(1.1) ROE = \frac{REDDITO NETTO}{MEZZI PROPRI}$$

In generale, l'impresa crea valore quando la redditività degli azionisti è superiore al costo del capitale aziendale, che è definito come il rendimento atteso da un portafoglio costituito dal debito e dall'equity dell'impresa.¹²

Secondo i dati di Eikon Thomson Reuters, il ROE a livello settoriale negli ultimi dodici mesi del food retail è pari al 13.8%, con una crescita "Year over Year" dello 0.4%.

	2015	2016	2017
Walmart	20.4%	18.1%	17.2%
Kroger	32.0%	33.3%	29.2%
Sprouts Farmers	17.1%	16.6%	21.1%
Publix Super	16.6%	15.7%	15.0%
Fresh Market	21.5%	18.9%	N. A
Whole Foods Mark.	14.1%	14.5%	7.4%

Tabella 1: ROE 2018, Nota: Il ROE di WFM è disponibile fino al 2017
Fonte dati: Eikon Thomson Reuters

¹² Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S. (2010), Principi di finanza aziendale, Capitolo 10, McGraw-Hill Education.

Il ROE di settore comprende il vasto numero di imprese operanti nel retail del cibo e per questo motivo non riflette precisamente lo stesso valore delle imprese analizzate.

Se si considera l'indice nei diversi anni si può osservare il calarsi di questo per tutte le imprese. I motivi che potrebbero spiegare questo fenomeno sono i diversi flussi di cassa generati dalla gestione operativa: ad esempio, da un lato Whole Foods ha visto decrescere il proprio flusso di cassa nei tre anni, mentre dall'altro lato Sprouts Farmers ha generato flussi di cassa crescenti negli anni senza alcuna interruzione creando così valore per gli azionisti.¹³

Altro indice fondamentale per valutare la redditività dell'azienda nel suo complesso è il ROA (Return on assets), il quale mette in rapporto il reddito dell'impresa con il totale degli assets ed esprime la capacità di convertire in reddito ogni dollaro dell'attivo. Il ROA tuttavia ha come contro di essere un indicatore globale e non fornisce quindi informazioni dettagliate riguardo al core business.

Oltre alla redditività, è importante conoscere il grado di liquidità di un'impresa. Essa esprime semplicemente la capacità di un soggetto a pagare i propri debiti. Esistono diversi indici di liquidità- corrente, differita, immediata; tra essi tuttavia il più rappresentativo è di certo il quoziente di liquidità immediata poiché prende in considerazione solamente le attività più facilmente liquidabili. In formule:

$$(1.2) \text{Quoziente di liquidità} = \frac{\text{cassa} + \text{attività finanziarie breve termine}}{\text{Passività correnti}}$$

¹³ Fonte dati: Eikon Thomson Reuters, Cashflow statement

	2015	2016	2017
Walmart	0.28	0.24	0.22
Kroger	0.28	0.29	0.29
Sprouts Farmers Mark.	0.78	0.23	0.23
Publix Super Mark.	0.89	0.95	0.70
Fresh Market	0.55	0.62	N. A
Whole Foods Mark.	0.83	1.09	1.24

Tabella 2: *Quick ratio*
Fonte dati: Eikon Thomson Reuters

L'indice può assumere valore compreso tra zero e infinito. Un valore minore di zero e un valore maggiore di uno indicano rispettivamente una forte crisi di liquidità o un equilibrio finanziario perfetto. Per valori maggiori di 1 l'impresa è fortemente liquida: ciò non è necessariamente un pregio perché può giustificare la presenza di fondi infruttiferi che probabilmente andrebbero reinvestiti in attività sul mercato.¹⁴ Dalla figura emerge che l'unica impresa che ha accresciuto il *quick ratio* è Whole Foods; tutti i competitors mantengono cifre inferiori mentre Walmart e Kroger, che sono anche i due mass supermarket per eccellenza, possiedono i valori più bassi.

Gli analisti finanziari usano inoltre indici per valutare l'efficienza con cui l'impresa impiega le sue attività. Le misure dell'efficienza vengono date dalla rotazione delle attività totali, dalla durata delle scorte e dal periodo medio di incasso. Il primo indice mostra l'intensità dello sfruttamento delle attività aziendali, mentre il secondo indica il numero di giorni che occorrono per produrre e vendere un bene; infine il terzo ed ultimo quoziente fornisce

¹⁴ È uno dei principi della finanza: qualsiasi flusso di cassa può essere reinvestito sul mercato ai tassi correnti

informazioni riguardo la facoltà dell'impresa di riscuotere i propri crediti.¹⁵ Di seguito si riportano le formule:

$$(1.3) \text{ Rotazione attività totali} = \frac{\text{Vendite}}{\text{Att. medie totali}}$$

$$(1.4) \text{ Durata delle scorte} = \frac{\text{Scorte medie}}{\text{Costo del venduto}/365}$$

$$(1.5) \text{ Periodo medio di incasso} = \frac{\text{Crediti medi}}{\text{Vendite giornaliere}}$$

	2015	2016	2017
Walmart	2,38	2.39	2.44
Kroger	3.63	3.41	3.28
Sprouts Farmers	2.57	2.82	3.09
Publix	2.07	2.03	1.96
Fresh Market	3.48	3.42	N. A
Whole Foods Mark.	2.68	2.68	2.46

Tabella 3: Rotazione delle attività totali
 fonte dati: Eikon Thomson Reuters

¹⁵ Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S. (2010), Principi di finanza aziendale, Capitolo 3, McGraw-Hill Education.

	2015	2016	2017
Walmart	8.1	8.1	8.3
Kroger	15.1	14.4	14.1
Sprouts Farmers	16.5	14.5	14.3
Publix	14.1	14.3	14.0
Fresh Market	19.8	19.4	N. A
Whole Foods Mark.	21.2	20.3	21.5

Tabella 4: Durata delle scorte
fonte dati: Eikon Thomson Reuters

	2015	2016	2017
Walmart	5.1	4.7	4.3
Kroger	4.0	5.0	5.4
Sprouts Farmers	2.3	2.4	2.1
Publix	7.1	7.8	7.2
Fresh Market	2.7	2.3	N. A
Whole Foods Mark.	4.9	5.3	6.9

Tabella 5: Periodo medio di incasso
fonte dati: Eikon Thomson Reuters

Kroger gode di un turnover delle attività maggiore dei suoi comparabile, anche se il suo valore è diminuito nell'arco di tre anni. Più virtuosa invece risulta Sprouts Farmers Market che, nonostante una turnover simile alle altre imprese, è l'unica che registra variazioni positive dell'indice anno dopo anno.

Diversa è la situazione per quanto riguarda la durata delle scorte: Walmart si dimostra come il miglior operatore riuscendo a vendere un prodotto dal momento in cui entra in magazzino in circa 8 giorni. Nessuno compie risultati migliori, addirittura Whole Foods pare essere la più debole sotto questo punto di vista (21,5 giorni per vendere un prodotto nel 2017). Tuttavia, l'innovativo supermercato tiene testa ai leader del settore circa il proprio periodo medio degli incassi. Infatti, i valori di Whole Foods si avvicinano a quelli di Walmart

e Kroger. Nonostante ciò vi è Fresh Market che fa ancora meglio, incassando i propri crediti in massimo 2,7 giorni nel 2015 e 2,3 giorni nel 2016. Non è invece assimilabile agli altri il risultato conseguito da Publix, che è meno efficiente rispetto ai competitors.

Gli ultimi due punti concernenti la valutazione riguardano l'indebitamento dell'impresa e la valutazione fatta dal mercato.

In generale quando un'impresa prende a prestito una somma si impegna a effettuare una serie di pagamenti fissi rappresentativi degli interessi e della restituzione del capitale preso a prestito. L'effetto del debito può essere sia positivo che negativo. Infatti, nel momento in cui profitti salgono o scendono i creditori continuano a percepire sempre gli stessi interessi ed è per questo che l'effetto dell'indebitamento dipende dalla capacità aziendale di utilizzare lo strumento. Si dice quindi che il debito crea la leva finanziaria, cioè l'aumento del rendimento atteso dal capitale azionario tramite il ricorso all'indebitamento.¹⁶

La leva finanziaria è misurata dal rapporto di indebitamento, il quale può essere espresso come il rapporto tra il totale dei debiti a lungo termine e il totale dei debiti a lungo termine e dell'equity. Un modo alternativo per misurare la leva è in termini di rapporto tra debito ed equity. In formule:

$$(1.6) \text{ Rapporto di indebitamento} = \frac{\text{Debiti}}{\text{Equity}}$$

¹⁶ Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S. (2010), Principi di finanza aziendale, Capitolo 3, McGraw-Hill Education.

	2015	2016	2017
Walmart	0.62	0.62	0.55
Kroger	2.14	1.77	2.10
Sprouts Farmers	0.35	0.57	0.74
Publix	0.02	0.02	0.01
Fresh Market	0.10	0.09	N. A
Whole Foods Mark.	0.02	0.33	0.32

*Tabella 6: Debt/Equity ratio
fonte dati: Eikon Thomson Reuters*

Il rapporto debiti su equity del settore food retail nell'ultimo anno fiscale è pari a 0.81 circa: ciò implica che per ogni dollaro di equity le imprese hanno 0.81 dollari di debito. Nella tabella 6 è interessante osservare che tutte le imprese ad eccezione di Kroger possiedono valori non troppo alti. Walmart è il soggetto che si avvicina di più al valore per l'intero settore, mantenendo tra l'altro stabile il rapporto negli anni, stesso discorso per Publix e The Fresh Market. D'altra parte, si può constatare come Whole Foods Market abbia incrementato l'uso della leva finanziaria nei tre anni presi in considerazione.

Infine, l'ultima tematica da affrontare è la valutazione dell'impresa da parte del mercato. Gli indicatori in questione combinano dati contabili con dati di mercato. Tra i principali si ricordano:

- Tasso di dividendo: misura il rendimento dell'azione anno per anno;
- Price Earnings; indica il prezzo pagato per ogni unità di utile oppure il tempo minimo necessario per recuperare il prezzo esborsato.

Secondo i dati estrapolati di Eikon Thomson Reuters quasi tutte le imprese che sono state selezionate offrono un tasso di dividendo basso, soltanto Walmart ha concesso una maggior pagamento di dividendi soprattutto nel 2016, anno in cui

infatti trattiene solamente il 14% degli utili¹⁷, mentre tutte le altre imprese tendono a non distribuire i profitti in larga maniera dando il segnale di voler effettuare futuri reinvestimenti nel business. Si ricorda che la ritenzione degli utili è un fattore che può influenzare la crescita delle imprese nel medio-lungo periodo.¹⁸

Un altro motivo che può mostrare la crescita del mercato è l'aumento del rapporto P/E del settore citato in precedenza dell'1.1% negli ultimi dodici mesi, dato coerente se si considerano le imprese campione. Ad esempio, Whole Foods e Walmart hanno registrato negli ultimi dodici mesi un price earning – calcolato escludendo alcuni fattori che potrebbero distorcere l'indice – rispettivamente pari a 44.70 e 41.13.¹⁹

In conclusione, il settore del food retail è un ambiente ampio che ingloba imprese più o meno simili, a seconda dell'estensione della loro area d'affari e dalla loro differenziazione. Vi sono imprese che operano soltanto nello specifico segmento del biologico e riescono ad essere maggiormente dinamiche rispetto ai competitors, garantendo un prodotto di qualità superiore, ed altre più efficienti dal punto di vista operativo grazie alle loro rilevanti dimensioni. Il segmento in questione è interessante ed appetibile, come mostrano i dati concernenti i price earnings e i tassi di dividendo degli ultimi anni, o almeno come si vedrà lo è stato secondo Amazon, che ha rilevato Whole Foods Market irrompendo con prepotenza nel mondo della tradizionale distribuzione organizzata.

¹⁷ Fonte dati: Eikon Thomson Reuters.

¹⁸ Per maggiori approfondimenti si veda: Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S. (2010), Principi di finanza aziendale, Capitolo 5, McGraw-Hill Education.

¹⁹ Fonte dati: Eikon Thomson Reuters.

1.4 Conclusioni

Le nuove tecnologie rendono accessibile uno sviluppo innovativo che potrebbe modificare nei prossimi anni le regole della grande distribuzione organizzata. L'analisi condotta sul piano strategico e finanziario ha avuto come obiettivo mostrare i punti di forza e opportunità del settore, misurare la performance generale di alcune imprese con punti di criticità in comune. L'appetibilità del mercato è da non sottovalutare, soprattutto dopo i recenti cambiamenti che continuano a mutare l'ambiente in modo incrementale.

Il principale cambiamento si è realizzato nel 2017 quando Amazon ha acquisito Whole Foods Market realizzando per la prima volta il mix tra due imprese opposte tra loro: un gigante dell'e-commerce il cui business si basa sull'assenza di fisicità e un'impresa che vive e respira le regole della distribuzione tradizionale.

Capitolo secondo: Operazioni di finanzia straordinaria: fusioni e acquisizioni

2.1 Introduzione

La crescita aziendale è un processo che può avere luogo in due distinte modalità, per linee interne o per linee esterne. Mentre la prima si verifica sviluppando nuove attività tramite risorse - umane, finanziarie e tecnologiche - già possedute dall'impresa²⁰, la crescita per linee esterne prevede alleanze strategiche, con diverso grado di integrazione tra due o più imprese, mirate a sviluppare la dimensione aziendale.²¹ Le operazioni che prevedono il maggior di grado di concentrazione sono le fusioni e acquisizioni, anche rinominate come operazioni di finanza straordinaria.

Così come tutte le strategie di crescita, le operazioni di finanza straordinaria sono finalizzate alla creazione di valore per l'impresa, che rappresenta

²⁰ Un'impresa può crescere per linee interne attuando strategie di diversificazione e di aumento della capacità produttiva. Per maggiori approfondimenti si veda: Sicca L. (2001), *La gestione strategica dell'impresa*, Cedam, Milano, Capitolo 1.

l'obiettivo principale della stessa.²² Tali imprese sono dotate di una visione di medio-lungo termine orientata all'innovazione di nuovi prodotti, alla conquista di nuovi mercati e all'approvvigionamento di nuove risorse e competenze.

“Il fenomeno delle fusioni e acquisizioni ha raggiunto negli ultimi decenni dimensioni di grande rilievo nelle economie moderne. L'ondata dei processi di concentrazione tra imprese che ha coinvolto tutti i settori dell'economia trova le principali cause nei processi di internazionalizzazione, nella globalizzazione delle imprese e dei mercati, nel progresso tecnologico e nell'accresciuta competizione tra imprese.”²³

Nei paragrafi che seguono si andranno a definire le operazioni di M&A, le teorie alla base della loro attuazione e gli effetti che portano con esse sulle imprese coinvolte e sul mercato.

Infine, verrà analizzato lo sviluppo del fenomeno nel corso degli anni, con particolare riguardo al settore del food retail negli Stati Uniti.

2.2 Descrizione del fenomeno: teorie ed effetti

Con il termine *Mergers and Acquisition* si intende l'insieme di operazioni che comportano l'unificazione di due istituti distinti sotto la sfera di potere di un unico soggetto economico.²⁴

Tuttavia, le due operazioni divergono tra loro, pertanto prima di descriverne la classificazione, gli obiettivi perseguiti e gli effetti che ne conseguono, è bene evidenziare le differenze che vi sono tra esse.

²² Potito L. (2016), *Le operazioni straordinarie nell'economia dell'impresa*, Giappichelli, Torino, Capitolo 1.

²³ Napolitano M. R. (2003), *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*, Franco Angeli, Milano, Capitolo 1.

²⁴ Snichelotto M., Pegoraro A. (2009), “Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo”, in *RiVista*, n.3, febbraio 2009.

Mentre col termine fusione si fa riferimento alle operazioni straordinarie che prevedono la rilevazione delle attività e passività da parte dell'impresa acquirente, l'acquisizione è una manovra tramite la quale un'impresa acquista la proprietà di una quota totalitaria o di maggioranza di un'altra impresa, in cambio di contante, azioni proprie o altri titoli.²⁵

A loro volta le fusioni si distinguono in due ulteriori tipi:

- Fusioni per incorporazione,
- Fusioni in senso stretto.

Entrambe le operazioni prevedono una totale integrazione fra le imprese coinvolte; in particolare nella fusione per incorporazione un'impresa cessa di godere della propria identità giuridica ed economica in favore dell'impresa acquirente. Contrariamente, la fusione in senso stretto mira alla nascita di un nuovo soggetto giuridico ed economico, a fronte della perdita d'identità di entrambe le imprese coinvolte.²⁶ Il risultato dell'operazione è sancito dal trasferimento del patrimonio della società incorporata a quello dell'incorporante e dalla creazione di una nuova compagine sociale, frutto dell'unione delle due compagini.

In un'ottica generale il modo più semplice per classificare le operazioni di M&A è in base alle affinità e alla direzione di espansione dei soggetti coinvolti. Per questo motivo si definiscono orizzontali le operazioni tra imprese operanti nello stesso business, verticali quelle tra imprese appartenenti alla stessa filiera produttiva (buyer-supplier) e infine conglomerate quelle tra aziende in settori non correlati.

Tale distinzione tuttavia non risulta esaustiva per comprendere al meglio il fenomeno; Bower (2001) infatti dopo aver analizzato circa mille operazioni

²⁵ Un'ulteriore alternativa è fornita dall'acquisto delle attività dell'impresa. A fronte di un prezzo maggiore, non si comprano i debiti della stessa. Per maggiori approfondimenti si veda: Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S. (2010), *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill Education, Milano, Capitolo 19.

²⁶ Napolitano M. R. (2003), *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*, Franco Angeli, Milano, Capitolo 1.

M&A tra il 1997 e il 1999, ha individuato sei archetipi di operazioni che seguono una logica strategica per la creazione di valore:

- *“The overcapacity M&A”*,
- *“The geographic roll-up M&A”*
- *“The product or market extension M&A”*
- *“The M&A as R&D”*
- *“The industry convergence M&A,*
- *“Financial deals to improve the performance of the target company.”²⁷”*

The overcapacity M&A ha luogo in industrie sature, come quella petrolchimica o automobilistica e persegue l’obiettivo di ridurre la capacità e le duplicazioni nel settore, nonché la razionalizzazione dei costi per l’impresa acquirente e una maggiore quota di mercato.

Al contrario *the geographic roll-up M&A* avvengono nella fase di sviluppo dei business e hanno l’intento di combinarne clienti, canali e geografia. Le operazioni “Roll-up”, che letteralmente significa “accartocciare”, sono designate per raggiungere economie di scala e scopo in industrie geograficamente frammentate e ottenere ricavi maggiori di quanto il singolo business possa conseguire. Secondo Bower questo è il modo in cui si costruiscono i giganti del settore, i quali si espandono geograficamente accartocciando i competitors presenti nei territori adiacenti²⁸. Il fattore critico per il successo della suddetta strategia è rappresentato da un abbassamento dei costi operativi che non implichi un’eccessiva standardizzazione delle operazioni, in quanto potrebbe essere fondamentale la relazione affettiva tra il business locale e i suoi clienti.

Sono diversi, invece, i motivi strategici che inquadrano un’operazione di *“product or market extension M&A”*, che trova il suo perché nell’adottamento

²⁷ Bower L. J. (2001), “Not All M&As Are Alike—and That Matters”, in Harvard Business Review.

²⁸ Fleuriet M. (2019), Investment banking explained, McGraw-Hill Education, Stati Uniti, Capitolo 15.

di una strategia di diversificazione e/o di internazionalizzazione da parte dell'impresa. L'operazione consiste nella volontà di voler espandere la propria linea o gamma di prodotto oppure il proprio mercato di riferimento. Per Bower questo tipo di *deal* è simile alle *roll-up M&A*, ma spesso prevedono un allungamento maggiore rispetto ai territori adiacenti e pertanto la chance del loro successo dipende dall'esperienza dell'acquirente e dalla bravura di integrare diverse tipologie di culture.

Un'impresa potrebbe altresì ricercare l'innovazione come obiettivo di un M&A, sostituendo le attività di ricerca e sviluppo normalmente detenute all'interno delle mura aziendali. L'innovazione tramite acquisizione - *the M&A as R&D* - è un modo per acquisire rapidamente uno specifico *know-how* in modo da poter costruire una buona posizione di mercato velocemente in risposta alla riduzione del ciclo di vita di un prodotto.²⁹

The industry convergence M&A riscontra alcune differenze rispetto alle operazioni sopra analizzate, le quali prevedono ad ogni modo un mutamento nella relazione tra le imprese che operano in un mercato specifico. Queste operazioni infatti comportano la creazione di un nuovo business grazie alla convergenza di settori che in prima battuta potrebbero risultare scollegati tra loro. La chiave del successo in queste occasioni è fornita non tanto nell'integrazione delle risorse o nella razionalizzazione dei costi quanto nell'abilità di sfruttare le sinergie derivanti tra i settori.

In ultima istanza vi sono i *financial deals*, cioè affari compiuti di norma da società di private equity che rilevano aziende sotto performance, ma che possiedono un elevato potenziale in un'ottica di lungo periodo. In questi casi, una volta acquisita l'impresa questi soggetti stabiliscono dei controlli finanziari

²⁹ Per maggiori approfondimenti si veda: Fleuriet M. (2019), *Investment banking explained*, McGraw-Hill Education, Stati Uniti, Capitolo 15.

rigidi e lavorano con il management per accelerare la crescita dei ricavi, aumentandone la profittabilità nel tempo.

Ad ogni modo, a prescindere dalla sua classificazione, l'attuazione di operazioni di estrema importanza quali le M&A trova il suo fondamento logico nel raggiungimento delle sinergie positive tra le realtà coinvolte. È opportuno tenere a mente che vi sono sinergie positive quando il valore dell'entità unita è maggiore rispetto alla somma delle due realtà aziendali prese in considerazione separatamente³⁰.

La complessità, la straordinarietà e la dimensione di queste operazioni fanno sì che la valutazione al riguardo sia molto scrupolosa e debba far evincere i benefici di cui il soggetto economico potrà godere.³¹ A tal fine, è solito separare il processo in quattro stadi principali:

- Selezione
- Valutazione
- Negoziazione
- Integrazione

La separazione va intesa solo dal punto di vista concettuale, in quanto l'effettivo conseguimento del deal è il risultato della continua interazione tra gli stadi. In particolare, le prime due fasi sono del tutto sovrapponibili e perciò accorpabili. L'acquirente, infatti, deve valutare i benefici e i rischi legati all'operazione.

“Dal punto di vista strategico, le acquisizioni volte alla creazione di valore devono avvenire necessariamente tra azienda correlate, cioè che possano condividere risorse produttive, tecnologiche e know-how”. Pertanto, in queste prime fasi il management deve focalizzarsi scrupolosamente sull'analisi strategica dei settori coinvolti, prima ancora di identificare eventuali imprese

³⁰ Per maggiori approfondimenti si veda: Fleuriet M. (2019), *Investment banking explained*, McGraw-Hill Education, Stati Uniti, Capitolo 16.

³¹ Snichelotto M., Pegoraro A. (2009), “Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo”, in *RiVista*, n.3, febbraio 2009.

target. Soltanto alla fine di questo processo comparativo si passerà alla selezione del target, scelta preferibilmente orientata verso imprese a capitale diffuso, divisioni di società o imprese sottostimate in quanto è più probabile che la cessione comporti un minor dispendio di energia.

Dopo l'individuazione della società target ha avvio la fase di negoziazione, in cui il punto di partenza è la due diligence. Con tale termine si intende un'indagine conoscitiva tramite la quale sono raccolte informazioni utili a valutare lo stato di salute dell'azienda, nonché sulla compatibilità strategica e le opportunità scaturenti dall'acquisizione.³²

Una volta conclusa la negoziazione si apre il processo di integrazione, che ha come suoi punti cardine la collaborazione con l'impresa acquisita nella stesura dei piani di integrazione e della pubblicità. È il momento in cui il management, grazie a uno scambio reciproco di informazioni e conoscenze, può stimare adeguatamente le sinergie attese.

Come già accennato, ogni stadio del processo di M&A non si esaurisce nel momento in cui prende avvio il successivo, al contrario le diverse fasi interagiscono e si sovrappongono “dalla preventiva analisi strategica aziendale alla capitalizzazione del valore generato”³³. Infatti, una valutazione coerente non può prescindere dalla definizione delle modalità di finanziamento dell'operazione o dalla stesura di un piano di integrazione che sia in linea con le caratteristiche della società coinvolte. In particolare, le decisioni di finanziamento assumono un ruolo fondamentale poiché un'eccessiva esposizione all'indebitamento potrebbe aumentare il rischio sopportato dai prestatori di capitale, con un conseguente aumento del relativo costo.

Il principale metodo di acquisizione attraverso l'indebitamento è rappresentato dal *leveraged buy-out*, un'operazione che prevede l'acquisizione dell'impresa

³² Fazzini M. (2015), Due diligence, Wolters Kluwer Italia, Milano, Capitolo 1.

³³ Snichelotto M., Pegoraro A. (2009), “Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo”, in RiVista, n.3, febbraio 2009.

target con una piccola frazione di equity e un'altra relativamente grande di finanziamento di debito esterno³⁴. I caratteri generali di una *LBO* sono definiti da uno schema operativo di base. Inizialmente, l'impresa acquirente provvede alla creazione di una società veicolo o di una *new company* (NewCo) per la realizzazione del passaggio di proprietà, dopodiché la nuova società viene capitalizzata da una minima frazione di equity e dal capitale di debito che servirà a concludere l'affare. Una volta creata, la società veicolo provvede a rilevare l'impresa target e infine le due società si fondono per incorporazione, generando un'impresa con una nuova struttura finanziaria.

Se l'impresa target è quotata viene ritirata dal Listino di Borsa per tutta la durata dell'operazione³⁵. Ciò avviene a causa della maggiore rischiosità dell'operazione: la *newco*, infatti, è una società vuota che fa dipendere il successo dell'operazione dal nuovo livello di leva finanziaria della società target e dalla sua capacità di generare flussi di cassa in prospettiva futura, in quanto questi ultimi rappresentano di solito il metodo di rimborso del debito contratto. In ogni caso, le garanzie fornite dagli acquirenti alle banche e agli intermediari finanziari sono rappresentate dalla consegna di azioni dell'impresa target o da garanzie reali sulle attività della stessa.

I benefici che scaturiscono dalla scelta di un'impresa di crescere per linee esterne piuttosto che interne sono in grado di giustificare, probabilmente in parte, l'effettuazione di tale strategia. In tal senso, i vantaggi di queste operazioni sono riconducibili innanzitutto a una maggiore velocità di attuazione, un minore costo attribuibile all'acquisto di una struttura già avviata rispetto alla creazione *ex novo*, un minore rischio in termini di costi e tempi per superare eventuali barriere all'entrata e per acquisire una quota di mercato sufficiente a valutare l'economicità dell'operazione, una riduzione del rischio

³⁴ Kaplan S. N., Strömberg P. (2009), "Leveraged Buyouts and Private Equity", in *Journal of Economic Perspectives*, Volume 23, n.1, winter 2009, page 121.

³⁵ Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S. (2010), *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill Italia, Milano, Capitolo 19.

operativo derivante dalla diversificazione del portafoglio prodotti, nonché la possibilità di ottenere finanziamenti a condizioni più agevolate e la possibilità di sfruttare benefici fiscali³⁶.

Sebbene sia vero non poter mettere in dubbio i vantaggi che un'operazione di M&A porta con sé, è altrettanto vero che tali vantaggi non devono considerarsi in maniera incondizionata³⁷. Simili strategie, infatti, nascondono rischi che spesso i manager non considerano, probabilmente a causa del loro ottimismo o dei benefici personali che potrebbero accaparrarsi³⁸.

Il primo di essi è riscontrabile nella credenza che la diversificazione operativa debba essere un obiettivo aziendale primario poiché è in grado di ridurre il rischio. Ciononostante, la diversificazione risulta essere più efficace per gli azionisti che per l'impresa, in quanto quest'ultimi non riconosceranno necessariamente un valore maggiore per l'azienda in un mercato perfetto e pertanto non saranno disposti a pagare un premio maggiore.

Una seconda "trappola" concerne l'acquisizione di imprese con un basso rapporto prezzo-utili e un basso tasso di crescita. Un affare del genere non contribuisce a recare benefici economici reali alle imprese coinvolte. Come già chiarito, si ricorda che un beneficio economico nasce nel momento in cui la nuova realtà aziendale vale di più rispetto alle due realtà considerate singolarmente. Infine, un ultimo rischio consiste nella convinzione che due imprese unite possano contrarre finanziamenti a tassi di interesse minori, il che è vero in un mercato efficiente, ma tale vantaggio non si trasforma in un beneficio netto siccome a fronte di tassi favorevoli, l'impresa deve incaricarsi dell'onere di garantire i debiti altrui.

³⁶ Snichelotto M., Pegoraro A. (2009), "Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo", in *RiVista*, n.3, febbraio 2009.

³⁷ Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S. (2010), *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill Italia, Milano, Capitolo 19.

³⁸ Ad esempio, i bonus legati alla crescita dimensionale dell'impresa.

Per concludere, è opportuno sottolineare anche gli effetti che le M&A conducono sull'efficienza dei mercati e sul prezzo delle azioni. L'ipotesi sull'efficienza dei mercati può essere suddivisa in tre forme: debole, semi-forte e forte. La prima forma implica che i prezzi delle azioni contengano tutte le informazioni storiche riguardo un'azienda, la seconda invece prevede che siano rese disponibili anche tutte le informazioni pubbliche (pertanto non si possono ottenere rendimenti superiori al mercato se non con informazioni private), mentre la forma forte riflette pienamente tutti i tipi di informazioni, rendendo un investitore incapace di conseguire risultati migliori del mercato.³⁹ Von Gersdorff e Bacon (2007) hanno cercato di analizzare quanto velocemente reagisce il mercato alle informazioni, ponendosi il dilemma della capacità di un investitore di “sovraperformare” lo stesso. È stato rilevato che l'annuncio della fusione può risultare irrilevante nel determinare il suo effetto sul prezzo del titolo, piuttosto i risultati mostrano che vi sono movimenti nei prezzi delle azioni che offrono possibilità di extra-rendimento qualche giorno prima alla data di annuncio, probabilmente a causa della fuga di informazioni privilegiate. Tuttavia, l'efficienza del mercato inizia a mostrare i suoi segni nei giorni dopo la data d'annuncio, in particolare dal trentesimo giorno.⁴⁰

³⁹ Ross S. (2003), *Corporate Finance*, McGraw-Hill, Stati Uniti, Capitolo 1.

⁴⁰ Von Gersdorff N., Bacon F. (2007), “U.S. Mergers and Acquisitions: A Test of Market Efficiency”, in *Journal of Finance and Accountancy*.

2.3 M&A nel settore del food retail: dati e avvenimenti

Il fenomeno della crescita tramite fusioni e acquisizioni ha pervenuto negli ultimi decenni dimensioni di grande rilievo nelle economie moderne. Tale fenomeno a partire dall'Ottocento si è manifestato “in modo ciclico, a grandi ondate”⁴¹, interessando prevalentemente i mercati nord-americani e inglesi; soltanto dopo la Seconda guerra mondiale ha assunto dimensioni importanti nei mercati europei, soprattutto a causa del minor sviluppo dei mercati immobiliari, fatta eccezione per quello inglese.

Le cinque ondate sono delineate in base ai tratti comuni delle operazioni svolte negli anni, così come segue:

- (1897-1904): questo primo ciclo ha visto la dominanza in larga parte di concentrazioni di tipo orizzontale, le quali hanno contribuito profondamente alla modifica della struttura dell'industria americana attraverso la creazione dei primi monopoli. Il diffondersi delle concentrazioni è stato agevolato dalle leggere normative regolamentari⁴² e da un mercato di Borsa a tal punto sviluppato da consentire già operazioni di tali entità.
- (1916-1929): la seconda ondata è stata rinominata *merger for oligopoly* (Stigler, 1950) in contrapposizione alla precedente (*merger for*

⁴¹ Gaughan P. (2011), *Mergers, acquisitions and corporate restructurings*, John Wiley & sons, Inc., Stati Uniti, Capitolo 2.

⁴² Lo Sherman Antitrust Act si limitava ad ostacolare che comportavano limitazioni alla libera concorrenza.

monopoly). Rispetto ai trascorsi anni, l'ondata ha interessato concentrazioni verticali realizzate dalle imprese per ripristinare le situazioni di oligopolio attutitesi fino al primo dopoguerra.⁴³

- (1965-1969): questa fase ha riflettuto il più alto livello di concentrazioni, dovute anche al boom economico che favoriva la congiuntura economica, ed è stata caratterizzata dalla prevalenza di operazioni conglomerate. L'obiettivo dell'operazione in questo caso era la diversificazione dei business in modo di poter ridurre il rischio complessivo d'impresa.
- (1984-1989): la quarta ondata ha avuto inizio dopo un periodo di contrazione negli anni '70 ed è denominata come *megamergers wave*, in quanto coinvolge 143 delle 500 imprese americane più grandi. Il valore complessivo delle operazioni infatti subisce uno sbalzo, dai 57.7 miliardi di dollari nel 1982 ai 244 miliardi registrati nel 1989.⁴⁴ Ulteriore caratteristica importante della *wave* è la forte presenza di take-over ostili, cioè operazioni che si realizzano nonostante la mancanza di un accordo e che hanno alla base motivazioni industriali strategiche e/o finanziarie.
- (1992-2001): nell'ultima ondata le principali motivazioni delle operazioni sono state strategiche, le imprese hanno cercato infatti l'espansione in nuovi mercati e la realizzazione di grandi sinergie. L'accesso agevolato al credito per finanziamenti rischiosi ha reso possibile una rapida diffusione delle operazioni di *leveraged buy-out*.

Particolare attenzione è da dedicare all'industria alimentare, la quale ha subito una forte estensione della concorrenza negli ultimi anni a causa dei canali

⁴³ Napolitano M. R. (2003), La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese, Franco Angeli, Milano, Capitolo 1.

⁴⁴ Napolitano M. R. (2003), La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese, Franco Angeli, Milano, Capitolo 1.

alternativi di distribuzione e dalla crescita del segmento biologico. La risposta più immediata a tale aumento è stata fornita dalle operazioni di fusione e acquisizione.

A livello globale, si possono riscontrare due tendenze storiche nelle suddette attività, come è possibile evincere dal seguente grafico.

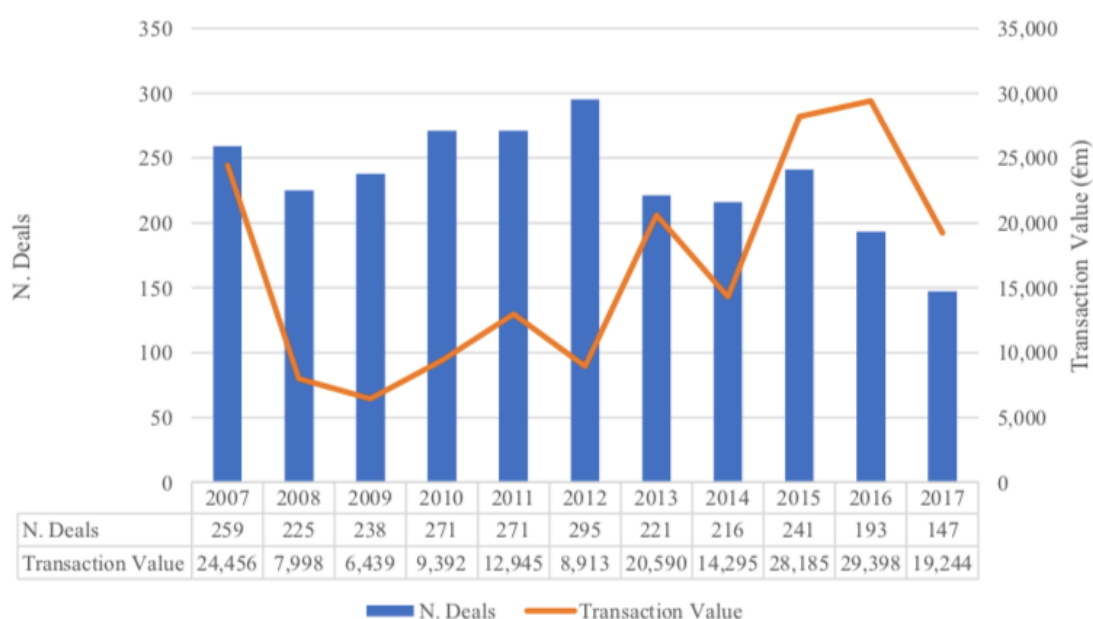


Figura 2: Global Food Retail M&A Activity, 2007 – 2017
Fonte: CapitalIQ

Il trend dal 2007 al 2012 è stato crescente in termini di numeri di transazioni, ma nello stesso anno ha raggiunto poi il numero minimo fino allora. In ogni caso, dal punto di vista del valore la tendenza si è mostrata come letteralmente opposta; a fronte di un numero di transazioni minori nel 2017 si è registrato un valore complessivo di circa 20 miliardi di euro, in contrapposizione agli 11 miliardi nel 2012. Ciò è probabilmente decifrabile dalla presenza dei mega affari che hanno caratterizzato i tempi recenti, come quello di Amazon che ha acquisito Whole Foods Market per circa 14 miliardi di dollari statunitensi.

Analizzando il fenomeno per aree geografiche, si può notare quali sono state le aree maggiormente coinvolte nelle transazioni. L'area europea ha dominato il mercato delle M&A nel settore con il maggior numero di contratti siglati, nonostante il peggioramento indicato negli ultimi anni. Rispetto ad essa, l'area

del Nord-America è risultata essere maggiormente stabile storicamente. (Figura 2)

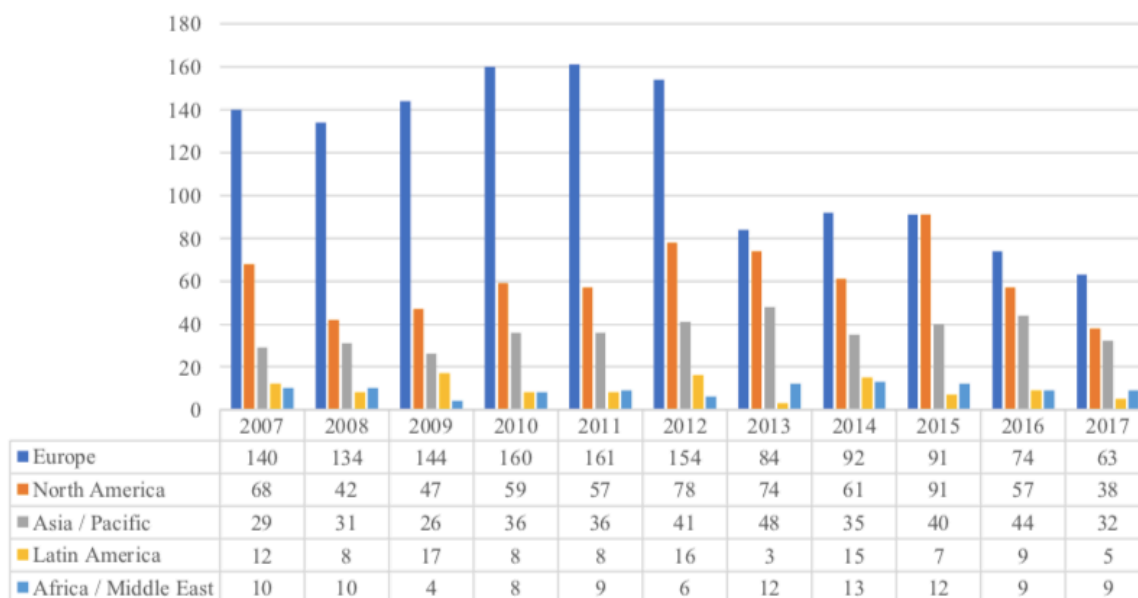


Figura 3: Global Food Retail M&A Activity breakdown by macro-areas, 2007 – 2017
Fonte: CapitalIQ

La dimensione attuale del fenomeno acquisitivo negli Stati Uniti ha difatti conquistato cifre importanti, raggiungendo nel 2018 un valore totale approssimativamente intorno ai 401.62 miliardi di dollari nel primo trimestre del 2018. In quest’ottica, i deals relativi all’industria del retail rappresentano circa il 2,20% del totale delle transazioni.⁴⁵

In particolare, permane attiva la negoziazione delle operazioni nell’industria alimentare e delle bevande, con oltre 270 operazioni chiuse al 31 luglio 2018⁴⁶ (ultimi dodici mesi). Tra le operazioni statunitensi significanti dello stesso anno spiccano l’acquisizione della società Pinnacle Foods Inc.- un produttore di alimentari di marca - da parte di Conagra Brands e l’acquisizione di National

⁴⁵ Dati elaborati dall’autore da: <https://www.statista.com/statistics/246770/value-of-munda-deals-in-the-united-states/>

⁴⁶ <https://www.duffandphelps.com/-/media/assets/pdfs/publications/mergers-and-acquisitions/industry-inserts/consumer/food-and-beverage-ma-landscape-summer-2018.ashx>

Beef Packing Co. LLC (il quarto produttore di carne degli USA), conclusa da Marfrig Global Foods il 5 giugno 2018.

Secondo un report pubblicato da Duff&Phelps⁴⁷ nell'estate del 2018, le transazioni sono state perseguite nel 89% dei casi da motivazioni strategiche, mentre soltanto l'11% degli scenari è giustificato da motivi finanziari.

La summenzionata tendenza è spiegata dall'alta competitività e maturità dell'industria, la quale prosegue una ricerca continua, già da diversi anni, di nuove strade per il miglioramento e l'ampliamento delle quote di mercato. Nonostante tale consolidamento ritragga un tema generale dominante, esistono una serie di driver specifici che guidano le motivazioni strategiche delle operazioni.

Il *key driver* principale continua ad essere la creazione di sinergie tramite l'ampliamento della gamma di prodotti, che offre l'occasione per l'acquirente di implementare i propri punti di forza fondendo i propri marchi e le divisioni principali. In particolare, ciò è vero per le grandi imprese di alimentari confezionati che tendono ad offrire ai propri clienti prodotti freschi e naturali parallelamente ai prodotti facenti parte del loro core business.⁴⁸

Peraltro, nei recenti anni le alternative nutrizionali hanno accresciuto la loro popolarità e hanno fatto in modo che le attività di M&A fossero stimolate in quanto le società tentano di sfruttare l'aumento della domanda dei consumatori, anche attraverso la competizione per ottenere contratti di fornitura dai produttori locali in modo da soddisfare le esigenze dei clienti locali. La frammentazione delle attività di M&A nell'industria del cibo mostra l'oramai affermata rilevanza del segmento dei prodotti differenziati, il quale è coinvolto nelle operazioni nel 6% dei casi.⁴⁹ Tra gli accordi principali realizzati nel

⁴⁷ Un advisor finanziario con sede negli Stati Uniti.

⁴⁸ Stout's Investment banking (2014), "Food Industry: Recent M&A Highlights".

⁴⁹ <https://www.duffandphelps.com/-/media/assets/pdfs/publications/mergers-and-acquisitions/industry-inserts/consumer/food-and-beverage-ma-landscape-summer-2018.ashx>

segmento nel 2018 è bene ricordare l'acquisizione di Field Roast Grain Meat Co. - un'impresa che produce e distribuisce prodotti di carne a base vegana – da parte di GreenSpace Brands Inc. e l'annunciata acquisizione di La Vida Verde da parte di International Cannabrand Inc. Ad ogni modo, i mutamenti nelle preferenze dei consumatori hanno dato vita a un conseguente bisogno della riformulazione dei processi e delle iniziative commerciali che si traduce in maggiori investimenti e quindi in costi crescenti per l'approvvigionamento delle materie prime. Le acquisizioni, in tal senso, possono fornire la risposta alle sopracitate necessità fornendo alle aziende quella dimensione economica utile per perseguire le attività di investimento nel tentativo di ottimizzare l'efficienza operativa e la leva operativa.

Altro driver fondamentale dei processi di M&A è una maggiore velocità nell'espansione geografica del business. La distribuzione di generi alimentari, infatti, è limitata dai confini geografici e le acquisizioni rappresentano la strategia migliore, in termini di rapidità, per raggiungere nuovi mercati.

Tuttavia, è da sottolineare che il perseguimento dell'attività di acquisizione non rappresenta una soluzione a priori vincente per tutte le aziende operanti nel settore; il successo delle operazioni sarà determinato anche dal processo decisionale strategico intrapreso e dal posizionamento all'interno del mercato. Le imprese con un portafoglio di prodotti rivolto ai segmenti di nicchia presumibilmente percepiranno maggiori pressioni competitive rispetto alle imprese che offrono una gamma di prodotti ampia, le quali hanno un maggiore capacità di ottenere capitali e, in virtù di questo, la facoltà di intraprendere alternative strategiche.

Un ultimo strumento fondamentale per valutare le operazioni di M&A nel settore è fornito dal valore aziendale rispetto ai multipli di EBITDA negli ultimi dodici mesi. Il metodo di valutazione tramite i multipli di mercato è basato sul prezzo di attività comparabili, applicato ai dati di bilancio quali fatturato,

marginale operativo lordo (EBITDA), risultato operativo lordo (EBIT), utile netto, patrimonio netto, posizione finanziaria netta e cashflow.

2.4 Conclusioni

Nel presente capitolo si è cercato di rilevare le caratteristiche principali delle operazioni di M&A, nonché i motivi sottostanti alla scelta del management di perseguire tali strategie di crescita piuttosto che una crescita per linee interne. È stato osservato come le giustificazioni strategiche dominino le motivazioni finanziarie di un'acquirente, ma al contempo l'impossibilità di standardizzare la fattispecie a casi limitati. Ad ogni modo, il fine ultimo di tali attività resta la creazione e l'incremento di valore, obiettivo che non può essere esentato da criticità. Sebbene infatti i vantaggi che scaturiscono da accordi di M&A siano numerosi e relativi ai diversi ambiti della realtà organizzativa, è altrettanto vero che i rischi ad essi associati rendono l'operazione più complessa di quanto pare. Soltanto il 20% delle operazioni, infatti, è portato a termine con successo, mentre il 60% conduce a risultati non totalmente soddisfacenti e il restante 20% portano al fallimento.⁵⁰ Le principali cause, secondo alcuni autori, risiedono nell'eccessiva sicurezza del management, influenze esterne da parte degli advisor, sfiducia, aspettative irrealistiche e dinamiche di gruppo.⁵¹

⁵⁰ Schmidt A. J. (a cura di) (2002), *Making Mergers Work: The strategic importance of people*, Society for Human Resource Management, Stati Uniti.

⁵¹ Steger U., Kummer C. (2007), "Why Merger and Acquisition (M&A) Waves Reoccur - The Vicious Circle from Pressure to Failure", (pp. 5-14)

Capitolo terzo: Il caso Amazon-Whole Foods Market

3.1 Introduzione

Tra le operazioni di successo degli ultimi anni un ruolo di particolare rilevanza ha assunto l'acquisizione di Whole Foods Market da parte di Amazon, portata a termine il 28 agosto 2017⁵². L'accordo, per un valore totale di 13.7 miliardi, ha provocato clamore non soltanto a causa dell'elevato prezzo pagato, ma soprattutto per lo shock che ha determinato sul settore del food retail. Per la prima volta, infatti, un gigante del mondo digitale ha messo le proprie radici in un'impresa tipica del cosiddetto "*brick and mortar*"⁵³, minacciando le posizioni dominanti ricoperte da alcuni colossi della distribuzione. Secondo Brian Culpeller, manager di portafoglio di James Advantages Funds, Amazon sta lentamente dominando diversi settori in questo momento e attraverso la sua mossa le regole della grande distribuzione organizzata potrebbero essere soggette a cambiamenti⁵⁴.

Nel capitolo si effettuerà una valutazione dell'impresa target dal punto di vista finanziario e verranno messe in evidenza le principali cause che hanno contribuito alla vendita di Whole Foods Market. Dopodiché sarà analizzata l'offerta di Amazon, il metodo per finanziare la transazione e i motivi strategici che hanno spinto il colosso dell'e-commerce a penetrare nel mercato. Infine, si discuteranno i principali effetti riscontrati nelle due imprese coinvolte nell'operazione e negli altri soggetti operanti nel settore.

⁵² Fonte dati: Zephyr (Data update 30224488 - 23/05/2019) - © BvD

⁵³ L'espressione, che letteralmente significa "mattoni e calce", sta a indicare le imprese che operano secondo un modello di business tradizionale.

⁵⁴ Forgione S., Mikolajczak C., Spicer J. (2016), "Instant views: Amazon to acquire Whole Foods for \$13.7 billion", Reuters.

3.2 Whole Foods Market: valutazione dell'impresa e determinanti della vendita

Whole Foods Market è una catena di supermercati biologici, fondata nel 1978 ad Austin, in Texas, dall'unione di altri *grocery stores* (Safer Way Natural Foods e Clarksville Natural Grocery). La compagnia, che ad oggi conta circa 470 negozi in 3 Paesi diversi, offre una vasta gamma di prodotti nei diversi reparti di panetteria, drogheria, formaggi, carne ed altro ancora; il tutto accomunato da ciò che rappresenta il pilastro principale della società: la qualità. Whole Foods fissa infatti degli standard rigidi sui requisiti dei prodotti e sulla sicurezza della loro provenienza, driver fondamentali che muovono gli acquisti nel mercato dei consumatori di prodotti biologici, che aveva iniziato il suo cammino come un mercato di nicchia per poi svilupparsi fortemente (quasi 40 miliardi di dollari in vendite nel 2015⁵⁵), al punto che anche i concorrenti giganti della distribuzione hanno intensificato gli sforzi dedicati al business dei prodotti biologici. Ad esempio, Kroger nel 2012 ha lanciato un marchio biologico che ha riscontrato un enorme successo in soli due anni, mentre Walmart e Aldi hanno ampliato l'offerta di prodotti biologici.⁵⁶

Whole Foods Market, dopo aver completato con successo la sua *Initial Public Offering* nel 1992 quotando le proprie azioni su NASDAQ, ha intrapreso un percorso di sviluppo ammirevole osservabile da un tasso di crescita delle vendite dal 1991 al 2014 approssimativamente del 24%⁵⁷. In particolare, il 2013 e il 2014 sono stati gli anni in cui la compagnia ha raggiunto alcuni record in termini di performance. Tali risultati sono evidenti in diverse misure che

⁵⁵ <https://ota.com/resources/market-analysis>

⁵⁶ Giammona C. (2016), "Whole Foods Is Ready to Convince You That It Can Do Cheaper", Bloomberg.

⁵⁷ Whole Foods Market Annual Report 2014.

sintetizzano l'operato dell'azienda, come nel caso dell'EBITDA e del margine EBITDA. Il primo è un indicatore che consente di verificare la capacità dell'impresa di vendere i propri prodotti a un prezzo che consenta di coprire i costi operativi, mentre il margine è semplicemente il valore dell'EBITDA rapportato ai ricavi totali e rappresenta una misura utile per valutare l'impegno assunto nel ridurre tali costi⁵⁸. Per quanto concerne Whole Foods Market, l'EBITDA è aumentato notevolmente tra il 2010 e il 2014 e ha raggiunto il suo massimo nello stesso anno, raggiungendo un valore di 1.31 miliardi. Nonostante ciò, il margine ha registrato una tendenza al ribasso tra il 2013 e il 2014, passando dal 9,5% al 9,2%, dovuta principalmente all'aumento dei costi che hanno caratterizzato gli ultimi anni (figura 1)⁵⁹.

	Sept. 27, 2015	Sept. 28, 2014	Sept. 29, 2013	Sept. 30, 2012	Sept. 25, 2011
Consolidated Statements of Operations Data ⁽¹⁾					
Sales	\$ 15,389	\$ 14,194	\$ 12,917	\$ 11,699	\$ 10,108
Cost of goods sold and occupancy costs	9,973	9,150	8,288	7,543	6,571
Gross profit	5,416	5,044	4,629	4,156	3,537
Selling, general and administrative expenses	4,472	4,032	3,682	3,355	2,940
Pre-opening expenses	67	67	52	47	41
Relocation, store closure and lease termination costs	16	11	12	10	8
Operating income	861	934	883	744	548
Investment and other income, net of interest expense	17	12	11	8	4
Income before income taxes	878	946	894	752	552
Provision for income taxes	342	367	343	286	209
Net income	\$ 536	\$ 579	\$ 551	\$ 466	\$ 343
Basic earnings per share	\$ 1.49	\$ 1.57	\$ 1.48	\$ 1.28	\$ 0.98
Weighted average shares outstanding	358.5	367.8	371.2	364.8	350.5

Figura4: Consolidated statements of operations Data.
Fonte: Annual Reports Whole Foods Market.

La figura mostra altri valori utili ai fini dell'analisi, come il *Net Income* e gli *Earnings Per Share*, i cui valori sono decrementati nel 2015 dopo una serie di anni in cui il trend era stato crescente, continuando la loro performance negativa negli anni seguenti.

⁵⁸ Ghini A. (2003), "Margine operativo, lordo e netto: L'importanza per il controllo dell'andamento gestionale", in *Economia Aziendale* 2000 web, N.3/2005

⁵⁹ Whole Foods Market Annual Report 2014.

Infine, un ultimo indicatore che sottolinea la negatività delle performance è l'andamento del ROI⁶⁰, calcolato come il rapporto tra il reddito operativo al netto delle tasse e la somma dell'equity più l'indebitamento netto. I dati mostrano la variazione negativa di circa il 14% dell'indice tra il 2014 e il 2016 (16.5% nel 2014 e 14.2% nel 2016)⁶¹.

L'aumento della concorrenza, accompagnato da una scarsa risposta della compagnia e da prestazioni al di sotto delle aspettative, hanno fatto sì che anche il rendimento del titolo di Whole Foods peggiorasse.



Figura 5: Performance graph WFM vs. S&P Food Retail, S&P 500, S&P Consumer Staples.
Fonte: 10-K Form Whole Foods Market 2015.

Il grafico analizza i rendimenti complessivi per 5 anni per gli azionisti ordinari di Whole Foods rispetto ai rendimenti totali degli indici *S&P Food Retail*, *S&P 500*, *S&P Consumer Staples*. A parità di capitale investito nel 2010 nei tre

⁶⁰ Con il ROI si intende la redditività del capitale investito, equity o debito.

⁶¹ Dati elaborate dall'autore. Fonte: Whole Foods Market Annual Report 2016.

indici e nelle azioni della compagnia, quest'ultime hanno reso in misura maggiore al mercato per una serie continua di anni, fin quando il trend si è invertito nella fine del 2014, ovvero quando la società ha cominciato a riscontrare i primi problemi.

Oltre ai problemi di performance, Whole Foods ha poi dovuto affrontare controversie riguardo la propria immagine dopo essere stata definita per anni come troppo costosa, al punto da ricevere il soprannome “Whole Paycheck”, alludendo con tale rinomina al fatto che ci volesse uno stipendio intero per acquistare nello store.

Secondo un sondaggio condotto da Morgan Staley, infatti, il 70% dei consumatori non compie acquisti da Whole Foods poiché è possibile trovare i prodotti a prezzi minori altrove.⁶²

In aggiunta a ciò, tra i mesi di febbraio e aprile 2017 Jana Partners è subentrata nel capitale sociale dell'impresa, acquistando circa il 9%⁶³ delle azioni e assicurandosi in questo modo il titolo di secondo maggiore azionista. Jana Partners è una società di gestione degli investimenti che focalizza i propri sforzi in investimenti in società che ritiene sottovalutate e, tramite la leva di potere acquisita in quanto azionista, mira a modificarne alcuni aspetti operativi al fine di migliorarne la performance, per poi dismettere la propria posizione e realizzare ritorni economici al di sopra della media.⁶⁴

L'investitore istituzionale ha fortemente criticato dall'inizio Whole Foods Market, lo sviluppo del suo marchio e il servizio offerto ai clienti. In un contesto complesso come quello che la società stava attraversando, la vendita iniziava ad essere un'alternativa valida e alquanto realistica, al punto che già alcuni investitori, come Neuberger Berman, avevano contattato gli azionisti tramite una lettera invitandoli a ragionare su probabili alleanze strategiche, ivi

⁶² Hetrick C. (2018), “Amazon takeover barely puts a dent in Whole Foods' prices”, Toronto Star.

⁶³ Whole Foods Market Annual Report 2017

⁶⁴ <https://www.janapartners.com/firm.aspx>

inclusa un'acquisizione⁶⁵. Come si è già anticipato, però, l'accordo ha poi avuto luogo con Amazon, il quale deteneva maggiori motivi strategici oltre che finanziari nell'acquisire la compagnia. Tali motivi erano stati ampiamente analizzati da Brittain Ladd –un esperto in retail, e-commerce e strategia –che nel 2019 scrisse un articolo per la rivista *Forbes* nel quale racconta che, già nel 2013, aveva identificato Whole Foods come target ideale per Amazon, credendo che quest'ultima avrebbe sicuramente irrotto nell'industria del *grocery* a causa dallo scetticismo dei consumatori nell'acquistare online prodotti di tipo alimentare e ciò sarebbe stato possibile grazie alla presenza su scala nazionale della catena di supermercati biologici.⁶⁶

3.3 Analisi dell'acquisizione: motivazioni, struttura ed effetti

Amazon, che ha iniziato il suo percorso come commerciante di libri, è diventata in circa 20 anni il retailer diversificato più grande al mondo con una capitalizzazione di mercato di quasi 500 miliardi di dollari⁶⁷ grazie al visionario fondatore Jeff Bezos.⁶⁸

La società aveva mostrato chiaramente la volontà di irrompere nel business alimentare attraverso il lancio di *Amazon Fresh* e *Amazon Go* senza tuttavia ottenere i risultati sperati in maniera imminente, perciò attraverso l'acquisizione di una catena di supermercati avrebbe potuto acquisire con maggiore velocità il know-how che le occorreva. Nonostante ciò, il precedente motivo presumibilmente non giustifica i quasi 14 miliardi pagati e pertanto è necessario cercare di comprendere al meglio la totalità delle probabili ragioni. Amazon avrebbe acquisito Whole Foods Market perché era consapevole

⁶⁵Benoit D. and Haddon H. (2017), "Neuberger Berman Calls on Whole Foods to Explore Sale", Dow-Jones

⁶⁶ Ladd B. (2019), "Why I Recommended Amazon Should Acquire Whole Foods", *Forbes*.

⁶⁷ Hirsch L., Dastin J. (2017), "Amazon to buy Whole Foods for \$13.7 billion, wielding online might in brick-and-mortar world", *Reuters*

⁶⁸ Amazon Annual Report 2017.

dell'importanza che gli alimentari occupano nella spesa di un individuo (il 20% del reddito è impiegato in consumo di beni alimentari) e quindi un buon rivenditore, capace di consegnare nel modo migliore possibile i prodotti sopracitati, sarebbe stato agevolato nel vendere ai clienti prodotti aggiuntivi dopo aver guadagnato la loro lealtà.⁶⁹ Ciò è particolarmente vero, poiché se si consultano i dati demografici dei clienti delle due compagnie a un anno dall'acquisizione, si noterà che i clienti di Whole Foods sono anche clienti Amazon⁷⁰. Seguendo questa logica, Amazon potrebbe riuscire a “diventare parte integrante della vita dei consumatori e, grazie all'utilizzo dei sistemi di intelligenza artificiale, riuscirebbe ad anticipare ciò che i clienti cercano”, riuscendo a raggiungere più velocemente i propri clienti attraverso la rete fisica di distribuzione di Whole Foods, che gode della sua presenza sull'intero territorio nazionale.

Inoltre, Amazon è noto per abbassare i prezzi e migliorare l'esperienza d'acquisto dei consumatori, due punti deboli scaturenti dalla gestione del CEO di Whole Foods Market, che non era riuscito a prevedere la crescente attenzione dedicata al business del biologico da parte dei giganti del settore. In tale conteso, Amazon non poteva permettere che il motto “Whole Paycheck” continuasse ad esistere in quanto questo avrebbe limitato la realizzazione di sinergie derivanti dall'acquisizione, incluso il ricercato incremento dei membri di Amazon Prime. A tal fine pertanto, la compagnia ha promesso dal primo momento un taglio dei prezzi, che si è effettivamente verificato e ha portato con sé alcune conseguenze dirette. Infatti, in un articolo su Bloomberg pubblicato nell'aprile 2019 si parla di una riduzione del 20% che ha avuto come effetto immediato il calo del prezzo delle azioni di alcuni concorrenti quali Kroger e Sprouts Farmers Market.⁷¹

⁶⁹ Ladd B. (2017), “Amazon Acquires Whole Foods - Now What?”

⁷⁰ https://sense360.com/wp-content/uploads/Amazon-Whole-Foods-Paper_Sense360.pdf

⁷¹ Day M. (2019), “Whole Foods Cuts Prices as Amazon Extends Imprint on Chain”, Bloomberg

I primi “rumours” di una probabile acquisizione hanno avuto luogo il 4 novembre 2016, periodo in cui la società contava un valore di mercato di circa 8.9 miliardi sulla base della capitalizzazione di borsa dei suoi titoli, la quale è aumentata nei mesi a seguire fino a raggiungere un valore di circa 11.4 miliardi nell’aprile 2017, con un prezzo di chiusura dell’azione di 35.71 dollari.⁷²

Al momento dell’inizio delle trattative con Amazon, Whole Foods aveva diversi potenziali acquirenti tra cui Albertson Companies e Kroger. Amazon ha avanzato la sua offerta iniziale manifestando la volontà a pagare 41\$ per azione, quando i titoli Whole Foods venivano invece contrattati a 35\$, e nonostante i dirigenti di Whole Foods ritenessero che gli altri pretendenti non avrebbero offerto di più, tentò di rilanciare offrendo un prezzo pari a 45\$.

Amazon, dopo aver temporeggiato, rilanciò con un prezzo di 42\$ specificando che sarebbe stata la sua ultima offerta ed esortando una risposta in tempi rapidi, che ebbe esito positivo per la collettività degli azionisti⁷³. Il prezzo rappresentava un premio di borsa del 27.04% rispetto al prezzo di chiusura di 33.06\$ registrato il giorno prima dell’annuncio e del 48.9% rispetto al prezzo di chiusura di circa 28\$ del 3 novembre 2016.⁷⁴

La transazione è avvenuta attraverso un *leveraged buy-out*, ovvero l’uso della leva finanziaria per acquisire un’azienda, reso possibile grazie a Goldman Sachs Group Inc. e Bank of America Corporation, che hanno preventivamente accordato il finanziamento del debito.

Sarebbe lecito porsi la domanda del perché un’impresa come Amazon, con una liquidità sicuramente non ristretta, non abbia compiuto la transazione usando le proprie disponibilità. Del resto, l’azienda nel primo trimestre del 2017 deteneva una liquidità di 21.5 miliardi di dollari, sebbene non avesse mai reso noto quanta porzione risiedesse nel Paese e quanta fosse detenuta da sussidiarie

⁷² Fonte dati: Zephyr (Data update 30224488 - 23/05/2019) - © BvD

⁷³ Turner N., Wang S., Spocer S. (2017), “Amazon to Acquire Whole Foods for \$13.7 Billion”, Bloomberg

⁷⁴ Fonte dati: Zephyr (Data update 30224488 - 23/05/2019) - © BvD

estere⁷⁵. I motivi del ricorso al debito sono da ricercare innanzitutto nel fatto che un'operazione di tale portata avrebbe prosciugato le finanze della società, privandola della possibilità di compiere nuove operazioni nel breve termine; in più avere 21.5 miliardi in cassa rende senza alcun dubbio gli azionisti più tranquilli circa la stabilità dell'impresa.

Un altro fattore riguarda l'ottimo profilo del debito: al momento dell'operazione Amazon aveva un debito dal valore nominale di 8 miliardi, una cifra che non rappresenta un problema per un'azienda della sua portata. Ed infatti, nonostante la transazione sia totalmente finanziata da capitale di debito, Moody's ha valutato il rating creditizio aggiudicando un valore BAA1, giustificato dalla capacità di Amazon di generare flussi di cassa e dall'impeccabile profilo di liquidità.⁷⁶

Inoltre, per i detentori di un debito a lungo termine i rendimenti sono convenienti e il fatto che ad emettere passività sia un'impresa stabile e di alta fascia attrae investitori istituzionali come compagnie di assicurazione e fondi pensione, la cui principale attività è amministrare in maniera efficace il proprio bilancio in modo da poter far fronte alle passività a lungo termine. In tal senso, un rendimento del quasi 4.5% (Tabella 2) è sicuramente più interessante di un titolo obbligazionario risk-free di uno Stato.

Nello specifico Amazon ha emesso sette tranches di emissioni di obbligazioni per un valore totale di 16 miliardi di dollari, la più grande emissione di bond mai registrata dall'impresa, con scadenze e rendimenti delle cedole variabili.

⁷⁵ Diwahar S. N., (2018), Amazon's Acquisition of Whole Foods: A Case-Specific Analytical Study of the Impact of Announcement of M&A on Share Price", The IUP Journal of Business Strategy, Vol. XV, No.

⁷⁶ Ploutos (2017), "Amazon's Massive Debt Deal", Seeking Alpha.

Scadenza	Cedola	Yield at issue	Issue size
8/21/2020	1.90%	1.92%	\$1,000
2/22/2023	2.40%	2.42%	\$1,000
8/22/2024	2.80%	2.84%	\$2,000
8/22/2027	3.15%	3.17%	\$3,500
8/22/2037	3.88%	3.89%	\$2,750
8/22/2047	4.05%	4.09%	\$3,500
8/22/2057	4.25%	4.29%	\$2,250

*Tabella 2: Emissione del debito per finanziare l'operazione.
Fonte: Seeking Alpha*

La tabella sopra riportata mostra le tranches delle diverse emissioni dei titoli di debito con scadenze dai 3 ai 40 anni, le relative cedole e i rendimenti a scadenza delle obbligazioni.

La via dell'indebitamento ha avuto un'influenza rilevante sul debito a lungo termine di Amazon: come già detto, la compagnia nel 2016 deteneva passività non correnti per circa 8 miliardi composte principalmente da obbligazioni senior non garantite, da una linea di credito e da altre passività. La linea di credito è stata stipulata nell'ottobre del 2016 per un totale di \$500 milioni, ha una durata di 3 anni ma può essere rinnovata e porta un interesse pari al LIBOR⁷⁷ più 1.65% e una commissione di 0.5% sui fondi non utilizzati. Nel 2017 la composizione del passivo non è mutata particolarmente, ma non si può affermare lo stesso per il suo ammontare. Il debito a lungo termine ha raggiunto quasi i \$25 miliardi al 31 dicembre dello stesso anno (+221.59% rispetto all'anno precedente) e ha fatto sì che la struttura finanziaria della società venisse condizionata. Infatti, il rapporto debito/equity di Amazon alla fine del

⁷⁷ Tasso interbancario medio offerto a Londra.

2017 è stato pari a 0.89, il valore più alto registrato negli ultimi 7 anni⁷⁸ (Tabella 1- Appendice), ma è diminuito nei periodi successivi stabilizzandosi attorno a valori simili ai dati storici.

In conseguenza al maggior peso del debito assunto nella struttura societaria, infine, anche il costo di quest'ultimo è in leggero aumento negli ultimi anni. Il costo del capitale di debito è desumibile dal rapporto tra la spesa per gli interessi finanziari pagati e il totale dell'indebitamento a lungo termine. Tale valore nel 2016 risultava a essere 3.29% mentre nel 2018 era pari 3.65% e probabilmente continuerà a incrementare nel prossimo futuro⁷⁹.

È interessante inoltre studiare l'impatto che l'annuncio dell'acquisizione ha avuto sui rendimenti delle imprese coinvolte, una metrica fondamentale per comprendere il sentiment del mercato riguardo l'operazione stessa. Per effettuare l'analisi è stata applicata la classica metodologia di un *event study* per misurare gli *abnormal return* (rendimenti anomali) scaturiti dalla fuga di informazioni al mercato. L'*event study* è uno studio ex-post che esamina in che modo un evento della vita aziendale può influenzare i rendimenti delle azioni in un dato arco temporale, fornendo misure circa i ritorni anomali che le imprese conseguono⁸⁰. L'*abnormal return* (Formula 3.1) è definito come la differenza tra i rendimenti che effettivamente le azioni hanno registrato e i rendimenti attesi dal mercato, calcolabili attraverso il modello CAPM⁸¹ (*Capital Asset Pricing Model*) o altri modelli statistico-economici, ma in questo paragrafo è stato utilizzato il metodo del CAPM (Formula 3.2).

$$\text{Formula 3.1: } AR = r_{\text{effettivo}} - r_{\text{CAPM}}$$

⁷⁸ <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/AMZN/amazon/debt-equity-ratio>

⁷⁹ <https://www.nasdaq.com/symbol/amzn/financials?query=income-statement>

⁸⁰ MacKinlay C. A., (1997), "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 1.

⁸¹ Il CAPM è un modello di equilibrio di mercato che individua una relazione tra il rendimento di un'attività e la sua rischiosità, fornendo in tal senso un input teorico attraverso cui è possibile stabilire un rischio associato a un certo livello di rendimento, sulla base delle funzioni di utilità degli investitori.

Formula 3.2: $r_{CAPM} = r_f + \beta(r_m - r_f)$

Sono stati studiati i rendimenti effettivi in un arco temporale di circa 35 giorni – dal 17 maggio 2017 al 3 luglio 2017 – e sono stati confrontati con i rendimenti risultanti dalla stima tramite il modello CAPM. (Tabelle 2 e 3-Appendice) per tentare di comprendere se l’annuncio dell’operazione abbia creato valore per gli azionisti.

Il seguente grafico mostra i ritorni anomali cumulativi di Amazon e Whole Foods Market nella finestra temporale selezionata, definiti come la somma dei rendimenti anomali raggiunti nell’orizzonte temporale prescelto.

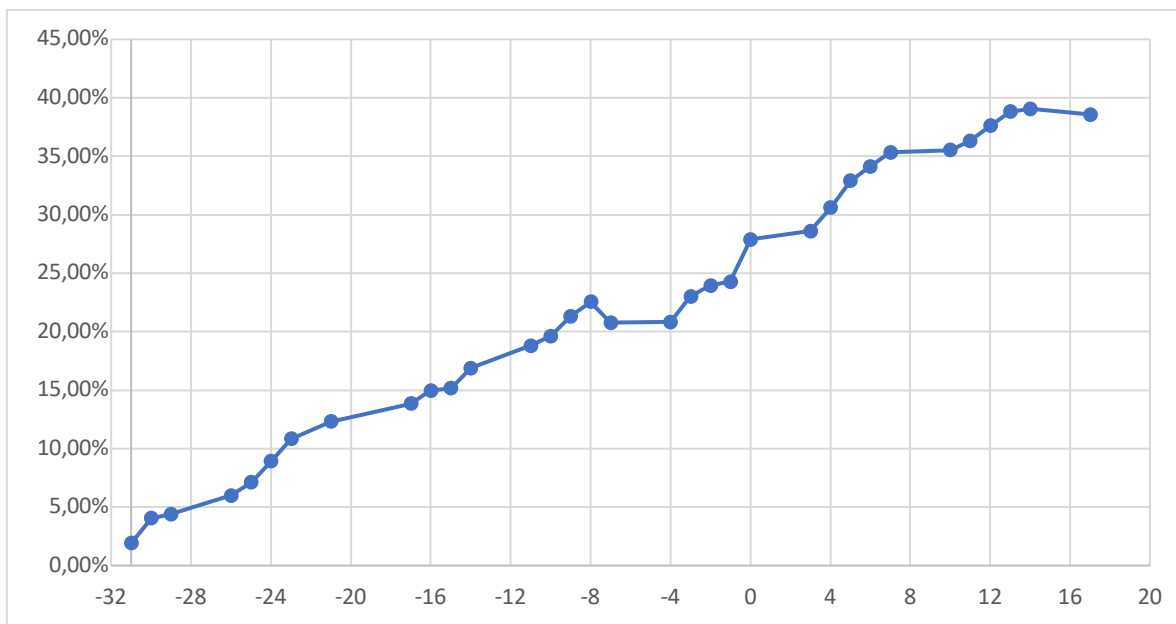


Figura 6: Cumulative abnormal return Amazon
Dati elaborati dall'autore

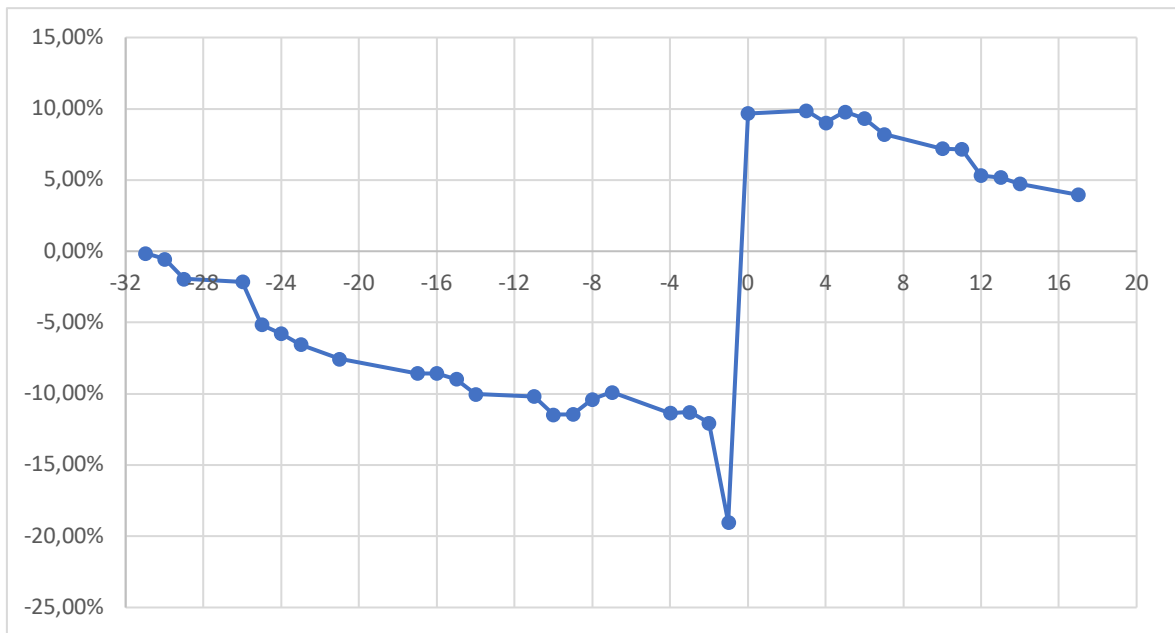


Figura 7: Cumulative abnormal return Whole Foods Market
 Dati elaborati dall'autore

Dai grafici riportati emerge che l'annuncio dell'acquisizione abbia impattato in maniera maggiormente significativa sui rendimenti dell'impresa acquisita: Whole Foods Market aveva infatti registrato rendimenti cumulativi negativi nelle settimane prima della notizia, ma il titolo è cresciuto nel 16 giugno (giorno dell'annuncio) per poi stabilizzarsi nei giorni successivi attorno a un valore di poco inferiore al prezzo per azione pagato da Amazon.

Quest'ultima invece, ha visto crescere quasi in maniera lineare i propri rendimenti anomali cumulativi, rilevando circa un 36% di rendimenti anomali cumulativi nell'arco temporale considerato.

Amazon, peraltro, sta costantemente aumentando la propria capitalizzazione di mercato, è plausibile un possibile aumento nella capitalizzazione della compagnia che “potrebbe raggiungere il valore di un trilione di dollari entro il 2020⁸².” (Russel, 2017)

In aggiunta a ciò, dopo l'annuncio dell'acquisizione i prezzi dei titoli dei concorrenti sono drasticamente calati: Walmart è diminuito del 5%, mentre

⁸² Russell G (2017), “The Math Behind Amazon’s \$1 T Valuation and Whole Foods Deal Analysis”, Seeking Alpha.

Costco e Kroger hanno rispettivamente perso il 7% e il 9%. Complessivamente, i tre hanno perso quasi \$ 19 miliardi nel valore di mercato nel momento in cui è stata annunciata la transazione. La somma di questi due fenomeni porta a pensare che il mercato abbia trasmesso un sentiment positivo, riponendo molta fiducia nell'acquisizione probabilmente anche grazie all'alto premio che Amazon ha riconosciuto a Whole Foods e a una previsione riguardo la realizzazione di sinergie operative positive e un conseguente accrescimento del valore per ambedue le compagnie⁸³.

Come discusso nel secondo capitolo, la realizzazione di sinergie rappresenta l'obiettivo ideale di un'operazione di M&A, realizzabile solamente se il management dell'impresa acquirente riesce a sfruttare al meglio le risorse condivise e il know-how di entrambe le realtà aziendali durante tutta la fase di integrazione, che può avere una durata più o meno lunga. Le sinergie ottenibili possono essere di tipo operativo o finanziario, misurabili dalla capacità dell'impresa di aumentare i flussi di cassa operativi applicando le giuste scelte strategiche e dall'aumento della capitalizzazione di mercato.

Dal punto di vista strategico-operativo è possibile riassumere gli strumenti attraverso i quali Amazon può porre in essere le sinergie come segue.

In primo luogo, la numerosa base di clienti di Whole Foods combinata alle intelligenze artificiali di Amazon potrebbe far compiere un passo avanti nella "profilazione" dell'utente, dando alla società di Bezos informazioni dettagliate in merito alle preferenze e alle dimensioni della clientela dei beni alimentari. Ciò fornirebbe l'occasione di effettuare operazioni di "*upselling*", ovvero vendere un prodotto al margine più alto possibile, fenomeno per il quale Amazon è già famoso. Inoltre, la possibilità di raccogliere dati su tutta la gestione operativa implica un potenziale utilizzo più efficiente delle scorte di

⁸³ Diwahar S. N., (2018), Amazon's Acquisition of Whole Foods: A Case-Specific Analytical Study of the Impact of Announcement of M&A on Share Price", The IUP Journal of Business Strategy, Vol. XV, No.

magazzino, un elemento principale che definisce la maggior parte del rischio operativo di distributori di alimentari biologici.

Dall'altra parte, Whole Foods possiede una label di 365 marchi privati e Amazon ne riconosce l'importanza: il gigante dell'e-commerce possiede ormai diversi brand nell'ambito della moda ed è cosciente dell'importanza della proprietà degli stessi per segnalare una certa differenziazione al mercato e per la costruzione di un forte *brand equity*.

Le possibilità non si esauriscono qui, infatti l'operazione potrebbe far sì che servizi come *Amazon Fresh* ottengano il successo che meritano. Il servizio offre la consegna a domicilio di generi alimentari e in tal senso l'operazione potrebbe implementarlo grazie al supporto di Whole Foods che potrebbe fungere da magazzino per aiutare Amazon nelle sue consegne grazie alla densa presenza dei supermercati in zone urbane.⁸⁴

Infine, Amazon è noto per rendere più semplice l'esperienza di acquisto dei clienti in quanto è nell'attenzione per il consumatore che individua il proprio vantaggio competitivo. Questo argomento rappresenta un punto di debolezza per la maggior parte dei rivenditori al dettaglio, i quali offrono un servizio di check-out decisamente criticabile. Al contrario, Amazon ha già sperimentato nuove tecnologie per effettuare acquisti senza portafoglio tramite il servizio *Amazon Go*, che potrebbe essere migliorato e rappresentare una chiave fondamentale per diventare un leader nel settore nel futuro⁸⁵.

Per concludere, in riferimento alle capitalizzazioni di mercato delle due compagnie si può notare come quest'ultime abbiano modificato il loro valore soltanto in pochi giorni, prima e dopo l'annuncio dell'acquisizione: il 15 giugno 2017 Amazon e Whole Foods possedevano un valore di mercato rispettivamente di 460.9\$ miliardi e 10.6\$ miliardi, mentre il giorno dopo,

⁸⁴ Diwahar S. N., (2018), Amazon's Acquisition of Whole Foods: A Case-Specific Analytical Study of the Impact of Announcement of M&A on Share Price", The IUP Journal of Business Strategy, Vol. XV, No.

⁸⁵ Morgan B. (2017), "5 Ways Amazon Can Maximize Its Acquisition Of Whole Foods Market", Forbes.

l'annuncio della trattativa conclusa ha spinto a rialzo i valori delle società a 472.1\$ miliardi e 13.7\$ (il prezzo pagato da Amazon), che hanno continuato a crescere nelle settimane successive. Complessivamente il mercato, quindi, ha ritenuto che l'acquisizione abbia creato valore per un totale di 14.3\$⁸⁶ miliardi e che sia stata una buona decisione di investimento poiché tale valore è superiore all'esborso pagato, lasciando perciò pensare che Whole Foods valga di più inglobata in Amazon piuttosto che come realtà aziendale presa separatamente⁸⁷.

3.4 Conclusioni

L'analisi dei fattori rilevanti dell'acquisizione di Whole Foods Market e i sentiment positivi del mercato hanno sottolineato la congruità del valore dell'operazione. In un solo anno tra l'altro, Amazon si è affermato come un eccezionale *player* nell'industria dell'alimentare sfruttando il suo programma di fidelizzazione Prime, seminando così le basi per una prospera crescita futura e conquistando un vantaggio competitivo che durerà negli anni, a meno che gli altri operatori non investano in modo massiccio in nuove tecnologie e/o risorse che possano colmare il gap⁸⁸. Pertanto, i competitors dopo aver percepito la minaccia imminente hanno implementato gli investimenti in tecnologia e nella consegna a domicilio causando non banali problemi ad Amazon, poiché hanno un vantaggio in termini di numeri di punti fisici presenti nel territorio⁸⁹.

Secondo un rapporto di Bricks Meets Click, la seconda metà del 2018 è stata caratterizzata da una diminuzione del numero dei membri Prime che acquistano prodotti Whole Foods e da un valore della spesa di generi alimentari inferiore rispetto agli altri rivenditori -74\$ contro i 200\$ dei competitors -. Amazon,

⁸⁶ Ripartiti come segue: 3.1\$ miliardi a Whole Foods e 11.2\$ miliardi ad Amazon.

⁸⁷ Misamore B. (2017), "Creating value: Amazon's acquisition of Whole Foods", Harvard Business School Review.

⁸⁸ Sense360 (2018), "Brand Spotlight: The Impact of Amazon Prime on Whole Foods"

⁸⁹ Soper S. (2018), "Amazon's Grocery Push Keeps Stumbling After Whole Foods Purchase", Bloomberg.

tuttavia, non si limita a fare diretta concorrenza nel settore “fisico” della distribuzione, bensì vuole perfezionare l’esperienza d’acquisto del consumatore e pare essere il leader in questo. È plausibile che la compagnia abbia difficoltà nel breve periodo a dominare il settore; del resto l’attività dei supermercati è profondamente distinta rispetto al business di Amazon. In ogni caso, la società ha i mezzi per poter proseguire il cammino e, laddove lo ritenga necessario, intraprendere nuove operazioni per tornare a stravolgere l’industria: attraverso la guida lungimirante di Jeff Bezos, ha tutte le carte in regola per diventare il leader dell’industria tra il 2030 e il 2035.⁹⁰

Conclusioni

Il presente elaborato ha avuto come obiettivo l’analisi delle operazioni di finanza straordinaria di M&A nel settore dell’industria alimentare e in particolare nel business del cibo biologico. L’acquisizione posta in atto da Amazon nel 2017 è stata una delle iniziative di maggiore rilevanza, in termini di dimensione, delle operazioni di M&A negli Stati Uniti e nel mondo.

Nel corso degli anni tali operazioni straordinarie siano state giustificate dai più svariati motivi: dalla necessità di consolidamento del dominio di un’impresa nel settore alla maggiore esigenza di approvvigionamento di nuove risorse e/o conoscenze ritenute strategiche ai fini della crescita aziendale. La globalizzazione, infatti, ha fatto sì che la risposta migliore alle sfide delle società fosse il continuare a crescere senza mai fermarsi e farlo altresì nel modo più veloce possibile.

Sembra palese che Amazon abbia preso coscienza di tali dinamiche e, per non arrestare la propria corsa, ha intrapreso nel corso dei suoi anni una pluralità di

⁹⁰ Ladd B. (2018), “Was Acquiring Whole Foods Amazon's 'Bridge Too Far'?”

operazioni riponendo in esse una smisurata fiducia; le operazioni che l'hanno vista coinvolte nel tempo si muovono tra i diversi settori dell'economia a testimonianza del fatto che il colosso di Jeff Bezos non ha mai posto limiti alla propria personalità confinando il suo raggio di azione in uno o più settori. Al contrario, Amazon coglie tutti i tipi di opportunità che possono contribuire alla sua affermazione nel panorama globale. L'acquisizione di Whole Foods Market, affrontata nel terzo capitolo, segna una delle molteplici innovazioni che Amazon ha realizzato nell'economia moderna. Attraverso la rilevazione di una catena di supermercati biologici, la società infatti ha posto le basi per rivoluzionare il settore della rivendita al dettaglio di alimentari e si è proposta di realizzare la combinazione tra il business del web e del *brick and mortar*, mettendosi nelle condizioni di portare a livelli successivi l'economia digitale. L'ingresso nel settore ha scosso il resto dei leader dei retailer, che di certo non si erano focalizzati adeguatamente fino ad allora sulla persistente attenzione del consumatore e pertanto hanno riscontrato non pochi problemi nel momento in cui il gigante ha "attaccato" le loro posizioni dominanti nel mercato. Tali soggetti hanno percepito la minaccia che incombeva e hanno quindi concentrato i loro sforzi nel migliorare le esperienze di acquisto dei clienti e nel commercio online di alimenti, che pare possa essere un fenomeno in espansione grazie alla "comodità" resa disponibile dall'innunerevoli tecnologie che caratterizzano i giorni nostri.

Le acquisizioni, come si è visto, talvolta possono non portare immediatamente gli effetti desiderati o addirittura non portarli affatto, molte tra esse difatti non si traducono in una perfetta integrazione delle realtà aziendali e non rendono possibile la realizzazione delle sinergie attese. In tal senso, Amazon nel breve periodo ha dovuto affrontare non pochi problemi, poiché i leader del settore come Walmart e Kroger hanno reagito dedicando risorse rilevanti allo sviluppo al fine di non far creare un gap incolmabile nell'industria e hanno messo in leggera difficoltà la società, favoriti dal vantaggio in termini di presenza

“fisica” sul territorio (per ogni Whole Foods Market esistono più o meno dieci Walmart).

D'altra parte, però, sarebbe fuorviante dedurre delle conclusioni definitive su un'impresa che è nel settore dei *grocery stores* solamente da due anni e che certamente possiede tutti i mezzi per poter far fronte alle difficoltà e oltrepassarle nel migliore dei modi. È da tenere a mente che Amazon non abbia irrotto nel settore per la volontà di dedicare i propri sforzi nella “mera” rivendita al dettaglio di alimentari biologici. Piuttosto, Amazon è conosciuta per ridisegnare l'esperienza del consumatore e non mira affatto a battere la concorrenza che incontra nel suo cammino, piuttosto il suo obiettivo è quello di superarla, di stare sempre un passo avanti. Alla luce di queste considerazioni è quindi possibile concludere che la strategia di crescita esterna abbia come risultato la creazione di un valore che senza alcun dubbio deve poter essere misurabile in maniera imminente, ma che al contempo può diventare stabile e durevole soltanto col passare del tempo. In quest'ottica, nel terzo capitolo dell'elaborato è stato possibile desumere la creazione di valore creata per il mercato attraverso lo studio dei rendimenti anomali delle due società, le quali hanno notevolmente aumentato il loro rispettivo valore nel periodo che ha susseguito l'annuncio dell'acquisizione. Nello stesso capitolo, inoltre, è stato illustrato il modo attraverso cui Amazon ha finanziato l'operazione e l'impatto che quest'ultima ha avuto sulla struttura finanziaria della società nel breve periodo, senza tuttavia far nascere dubbi circa la solidità e la solvibilità della compagnia.

La strada per l'integrazione perfetta è certamente lunga e non priva di complicazioni, ma, come già detto, le molteplici opportunità scaturenti dall'operazione lasciano credere che sia solo l'inizio di un cambiamento che le due società possono realizzare tramite l'unione delle loro forze e che Amazon abbia tutte le carte in regole per diventare nei prossimi dieci anni il leader del settore e di tutta l'economia globale.

Appendice

A.3.1. Dati storici del rapporto debito/equity di Amazon su base trimestrale.

Data	Debito lungo termine	Azionariato	Debito/Equity
31.03.2019	\$23.32	\$48.41	0.48
31.12.2018	\$23.50	\$43.55	0.54
30.09.2018	\$24.68	\$39.13	0.63
30.06.2018	\$24.64	\$35.00	0.70
31.03.2018	\$24.64	\$31.46	0.78
31.12.2017	\$24.74	\$27.71	0.89
30.09.2017	\$24.71	\$24.66	1.00
30.06.2017	\$7.68	\$23.21	0.33
31.03.2017	\$7.69	\$21.67	0.36
31.12.2016	\$7.69	\$19.29	0.40
30.09.2016	\$8.21	\$17.78	0.46
30.06.2016	\$8.21	\$16.54	0.50
31.03.2016	\$8.22	\$14.76	0.56
31.12.2015	\$8.23	\$13.38	0.62
3.09.2015	\$8.24	\$12.43	0.66
30.06.2015	\$8.25	\$11.77	0.70
31.03.2015	\$8.26	\$10.87	0.76
31.12.2014	\$8.27	\$10.74	0.77
30.09.2014	\$3.10	\$10.34	0.30
30.06.2014	\$3.12	\$10.60	0.29
31.03.2014	\$3.15	\$10.33	0.31
31.12.2013	\$3.19	\$9.75	0.33
30.09.2013	\$3.04	\$9.09	0.34
30.06.2013	\$3.04	\$8.73	0.35
31.03.2013	\$3.04	\$8.43	0.36

Tabella 1: Rapporto debito/equity di Amazon. I valori sono espressi in miliardi di dollari.

Fonte dati: Macrotrends

A.3.2. Analisi dei rendimenti anomali di Whole Foods Market, Inc.

Data	Rendimenti effettivi	Rendimenti attesi	Rendimenti anomali	Rendimenti anomali cumulativi
17.05.2017	-1.23%	-1.09%	-0.14%	-0.14%
18.05.2017	0.31%	0.70%	-0.40%	-0.54%
19.05.2017	-0.44%	0.96%	-1.40%	-1.94%
22.05.2017	0.64%	0.83%	-0.19%	-2.14%
23.05.2017	-2.46%	0.56%	-3.02%	-5.15%
24.05.2017	-0.03%	0.61%	-0.64%	-5.79%
25.05.2017	0.00%	0.77%	-0.77%	-6.56%
26.05.2017	-0.57%	0.43%	-1.00%	-7.55%
30.05.2017	-0.71%	0.30%	-1.01%	-8.56%
31.05.2017	0.34%	0.36%	-0.01%	-8.57%
01.06.2017	0.63%	1.02%	-0.39%	-8.97%
02.06.2017	-0.37%	0.69%	-1.06%	-10.03%
05.06.2017	0.14%	0.29%	-0.15%	-10.18%
06.06.2017	-1.14%	0.16%	-1.30%	-11.48%
07.06.2017	0.55%	0.52%	0.02%	-11.45%
08.06.2017	1,49%	0.42%	1.07%	-10.38%
09.06.2017	0.82%	0.33%	0.49%	-9.89%
12.06.2017	-1.15%	0.32%	-1.46%	-11.36%
13.06.2017	0.85%	0.77%	0.08%	-11.28%
14.06.2017	-0.48%	0.30%	-0.78%	-12.05%
15.06.2017	-6.74%	0.21%	-6.95%	-19.01%
16.06.2017	29.10%	0.41%	28.69%	9.68%
19.06.2017	1.27%	1.07%	0.19%	9.87%
20.06.2017	-1.02%	-0.16%	-0.86%	9.01%
21.06.2017	1.12%	0.34%	0.78%	9.80%
22.06.2017	-0.14%	0.35%	-0.48%	9.31%
23.06.2017	-0.58%	0.52%	-1.10%	8.22%
26.06.2017	-0.61%	0.41%	-1.01%	7.20%
27.06.2017	-0.30%	-0.27%	-0.04%	7.16%
28.06.2017	-0.73%	1.12%	-1.85%	5.31%
29.06.2017	-0.43%	-0.30%	-0.13%	5.19%
30.06.2017	0.10%	0.54%	-0.44%	4.74%
03.07.2017	-0.17%	0.61%	-0.78%	3.97%

Tabella 2: Rendimenti anomali Whole Foods Market con Beta pari a 0.82

Fonte dati: Elaborati dall'autore.

A.3.3. Analisi dei rendimenti anomali di Amazon.

Data	Rendimenti effettivi	Rendimenti attesi	Rendimenti anomali	Rendimenti anomali cumulativi
17.05.2017	-2.21%	-4.12%	1.91%	1.91%
18.05.2017	1.45%	-0.69%	2.14%	4.05%
19.05.2017	0.14%	-0.21%	0.35%	4.40%
22.05.2017	1.13%	-0.47%	1.60%	6.00%
23.05.2017	0.09%	-1.02%	1.11%	7.11%
24.05.2017	0.91%	-0.89%	1.80%	8.91%
25.05.2017	1.33%	-0.59%	1.92%	10.83%
26.05.2017	0.24%	-1.24%	1.48%	12.31%
30.05.2017	0.09%	-1.45%	1.54%	13.84%
31.05.2017	-0.21%	-1.34%	1.13%	14.97%
01.06.2017	0.13%	-0.07%	0.20%	15.17%
02.06.2017	1.08%	-0.65%	1.73%	16.90%
05.06.2017	0.46%	-1.43%	1.89%	18.79%
06.06.2017	-0.82%	-1.66%	0.84%	19.63%
07.06.2017	0.70%	-0.99%	1.69%	21.32%
08.06.2017	-0.02%	-1.20%	1.22%	22.54%
09.06.2017	-3.16%	-1.38%	-1.78%	20.76%
12.06.2017	-1.37%	-1.42%	0.05%	20.81%
13.06.2017	1.65%	-0.55%	2.20%	23.02%
14.06.2017	-0.44%	-1.37%	0.93%	23.95%
15.06.2017	-1.26%	-1.58%	0.32%	24.27%
16.06.2017	2.44%	-1.18%	3.62%	27.89%
19.06.2017	0.76%	0.05%	0.71%	28.59%
20.06.2017	-0.26%	-2.28%	2.02%	30.61%
21.06.2017	0.97%	-1.33%	2.30%	32.91%
22.06.2017	-0.09%	-1.30%	1.21%	34.12%
23.06.2017	0.24%	-0.97%	1.21%	35.33%
26.06.2017	-0.97%	-1.17%	0.20%	35.53%
27.06.2017	-1.73%	-2.53%	0.80%	36.33%
28.06.2017	1.39%	0.11%	1.28%	37.61%
29.06.2017	-1.45%	-2.64%	1.19%	38.80%
30.06.2017	-0.81%	-1.08%	0.27%	39.07%
03.07.2017	-1.48%	-0.98%	-0.50%	38.57%

Tabella 3: Rendimenti anomali Amazon con Beta pari a 1.57

Fonte dati: Elaborati dall'autore.

Riferimenti bibliografici

- ❖ Benoit D., Haddon H. (2017), “Neuberger Berman Calls on Whole Foods to Explore Sale”, Dow-Jones.
- ❖ Borsa Italiana (2014), “Guida alla valutazione”, Milano. (pag. 22)
- ❖ Bower L. J. (2001), “Not All M&As Are Alike—and That Matters”, in Harvard Business Review.
- ❖ Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S. (2010), Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill Education, Milano, Capitolo 3.
- ❖ Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S. (2010), Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill Education, Milano, Capitolo 5.
- ❖ Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S. (2010), Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill Education, Milano, Capitolo 9.
- ❖ Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S. (2010), Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill Education, Milano, Capitolo 10.
- ❖ Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S. (2010), Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill Education, Milano, Capitolo 19.
- ❖ Colucci F., Menegoni P., Nocenzi M., Presenti O. (2012), “L’evoluzione dei modelli di consumo e degli stili alimentari tra sostenibilità e benessere”, in Rivista studi della sostenibilità.

- ❖ Day M. (2019), “Whole Foods Cuts Prices as Amazon Extends Imprint on Chain”, Bloomberg.
- ❖ Diwahaar S. N., (2018), “Amazon’s Acquisition of Whole Foods: A Case-Specific Analytical Study of the Impact of Announcement of M&A on Share Price”, The IUP Journal of Business Strategy, Vol. XV, No.
- ❖ Fazzini M. (2015), Due diligence, Wolters Kluwer Italia, Milano, Capitolo 1.
- ❖ Fleuriet M. (2019), Investment banking explained, McGraw-Hill Education, Stati Uniti, Capitolo 15.
- ❖ Fleuriet M. (2019), Investment banking explained, McGraw-Hill Education, Stati Uniti, Capitolo 16.
- ❖ Forgione S., Mikolajczak C., Spicer J. (2016), “Instant views: Amazon to acquire Whole Foods for \$13.7 billion”, Reuters.
- ❖ Gaughan P. (2011), Mergers, acquisitions and corporate restructurings, John Wiley & sons, Inc., Stati Uniti, Capitolo 2.
- ❖ Giammona C. (2016), “Whole Foods Is Ready to Convince You That It Can Do Cheaper”, Bloomberg.
- ❖ Hetrick C. (2018), “Amazon takeover barely puts a dent in Whole Foods' prices”, Toronto Star.
- ❖ Hirsch L., Dastin J. (2017), “Amazon to buy Whole Foods for \$13.7 billion, wielding online might in brick-and-mortar world”, Reuters.

- ❖ Kaplan S. N., Strömberg P. (2009), “Leveraged Buyouts and Private Equity”, in *Journal of Economic Perspectives*, Volume 23, n.1, winter 2009, pag. 121.
- ❖ Ladd B. (2017), “Amazon Acquires Whole Foods - Now What?”.
- ❖ Ladd B. (2018), “Was Acquiring Whole Foods Amazon's 'Bridge Too Far'?", *Forbes*.
- ❖ Ladd B. (2019), “Why I Recommended Amazon Should Acquire Whole Foods”, *Forbes*.
- ❖ Lee A., Linowes R. (2009), “Whole Foods Market: A strategic analysis”, General University Honors.
- ❖ MacKinlay C. A., (1997), “Event Studies in Economics and Finance”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 1.
- ❖ Misamore B. (2017), “Creating value: Amazon’s acquisition of Whole Foods”, *Harvard Business School Review*.
- ❖ Montana F., Caroli M. (2017), *Il sistema impresa e le sue relazioni con l’ambiente*, Economia e gestione delle imprese, McGraw-Hill Education.
- ❖ Morgan B. (2017), “5 Ways Amazon Can Maximize Its Acquisition of Whole Foods Market”, *Forbes*.
- ❖ Napolitano M. R. (2003), *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*, Franco Angeli, Milano, Capitolo 1.

- ❖ Potito L. (2016), *Le operazioni straordinarie nell'economia dell'impresa*, Giappichelli, Torino, Capitolo 1.
- ❖ Ploutos (2017), “Amazon's Massive Debt Deal”, Seeking Alpha.
- ❖ Ross S. (2003), *Corporate Finance*, McGraw-Hill, Stati Uniti, Capitolo 1.
- ❖ Russell G. (2017), “The Math Behind Amazon’s \$1 T Valuation and Whole Foods Deal Analysis”, Seeking Alpha.
- ❖ Schmidt A. J. (a cura di) (2002), *Making Mergers Work: The strategic importance of people*”, Society for Human Resource Management, Stati Uniti
- ❖ Sicca L. (2001), *La gestione strategica dell'impresa*, Cedam, Milano, Capitolo 1.
- ❖ Snichelotto M., Pegoraro A. (2009), “Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo”, in *RiVista*, n.3, febbraio 2009.
- ❖ Soper S. (2018), “Amazon’s Grocery Push Keeps Stumbling After Whole Foods Purchase”, Bloomberg.
- ❖ Steger U., Kummer C. (2007), “Why Merger and Acquisition (M&A) Waves Reoccur - The Vicious Circle from Pressure to Failure”, (pp. 5-14).
- ❖ Stout’s Investment banking (2014), “Food Industry: Recent M&A Highlights”.
- ❖ The Economist (2009), “Austerity chic: Grocers will suffer in a new era of parsimony.”

- ❖ Turner N., Wang S., Spocer S. (2017), “Amazon to Acquire Whole Foods for \$13.7 Billion”, Bloomberg.
- ❖ Von Gersdorff N., Bacon F. (2007), “U.S. Mergers and Acquisitions: A Test of Market Efficiency”, in Journal of Finance and Accountancy.
- ❖ Zacks Investment Research (2017), “An Illustrated Timeline of Amazon’s Biggest Mergers and Acquisitions”, NASDAQ.

Elenco siti web

- ❖ Bankpedia: <http://www.bankpedia.org/index.php/it/>
- ❖ BioBank: <https://www.biobank.it/?cs=5&ps1=16&ps2=12&ps3=974>
- ❖ Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/europe>
- ❖ Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>
- ❖ Duff&Phelps: <https://www.duffandphelps.com>
- ❖ Eikon Thomson Reuters: <https://www.reuters.com>
- ❖ Enciclopedia Treccani Finanza: <http://www.treccani.it>
- ❖ Forbes: <https://www.forbes.com/#55e47eb32254>
- ❖ Fortune: <https://fortune.com>

- ❖ Investing.com: <https://www.investing.com>
- ❖ Jana Partner's: <https://www.janapartners.com/firm.aspx>
- ❖ Macrotrends: <https://www.macrotrends.net>
- ❖ NASDAQ: <https://new.nasdaq.com>
- ❖ Organic trade association: <https://ota.com>
- ❖ SEC filing: <https://www.sec.gov/edgar.shtml>
- ❖ Sense360: <https://sense360.com>
- ❖ S&P Global: <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/index>
- ❖ Statista: <https://www.statista.com>
- ❖ Stout.com: <https://www.stout.com/en/>
- ❖ Whole Foods Market: <https://www.wholefoodsmarket.co.uk>
- ❖ Zephyr: <https://zephyr.bvdinfo.com/version2019624/Home.serv?product=zephyrneo>