



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Strategie d'Impresa

**Analisi Empirica della Relazione tra Ambiente
Esterno e Strategie di Crescita Inorganica**

Relatore
Prof. Paolo Boccardelli

Correlatore
Prof. Enzo Peruffo

Candidato
Andrea Marras
Matr. 716211

Anno Accademico 2020/2021

Ringraziamenti

Questi ultimi anni universitari sono stati molto impegnativi, ma sono sicuro che ne conserverò un ricordo molto bello. Vorrei ringraziare i miei colleghi e tutti i docenti e membri dello staff dell'università LUISS Guido Carli, che hanno reso questi anni interessanti e coinvolgenti nonostante i grandi disagi e le grandi sfide portate dal Covid-19. Vorrei ringraziare il Professor Paolo Boccardelli, e la Professoressa Chiara Acciarini per aver supervisionato la stesura di questa tesi e per aver fornito il loro indispensabile feedback che ha, certamente, aumentato la qualità di questo documento. Infine, vorrei ringraziare tutti i miei amici e la mia famiglia che mi hanno sempre sostenuto nei miei cinque anni alla LUISS.

Indice

Abstract.....	5
1. Introduzione.....	7
2. Review della letteratura.....	10
2.1 L'ambiente esterno.....	10
2.1.1 Eventi impattanti nella storia recente.....	13
2.2 Le strategie di crescita inorganica.....	17
2.2.1 Le alleanze strategiche.....	19
2.2.2 Fusione ed acquisizione.....	22
3. Metodologia.....	31
3.1 L'impatto dell'ambiente sulle strategie di crescita.....	32
3.2 Strategie di crescita e performance.....	34
4. Analisi dei risultati.....	37
4.1 Analisi della relazione tra dinamismo ambientale e strategie di crescita inorganica.....	37
4.1.1 Analisi dei P-value.....	40
4.1.2 Analisi dei coefficienti.....	41
4.2 Analisi della relazione tra LIVA e strategie di crescita inorganica.....	43
4.2.1 Analisi dei P-value.....	46
4.2.2 Analisi dei coefficienti.....	47
5. Discussione dei risultati.....	48
5.1 Relazione tra strategie di crescita inorganica e ambiente esterno.....	48
5.2 Relazione tra strategie di crescita inorganica e performance a lungo termine.....	51
5.3 Intervista.....	53
6. Conclusione.....	56
6.1 Ricerche future.....	56
7. Bibliografia e Sitografia.....	58

Abstract

L'elaborato è la tesi conclusiva della laurea magistrale in "Gestione d'impresa", all'università di Roma, LUISS Guido Carli.

Si tratta di una ricerca fondamentalmente quantitativa il cui obiettivo è quello di analizzare la relazione che sussiste tra ambiente esterno e strategie di crescita inorganica. Come accennato, si tratta di un elaborato quantitativo, ragion per cui la ricerca è stata condotta su un campione di circa 2500 aziende statunitensi tra il 2005 e il 2019 attraverso due differenti modelli di regressione con Panel Data.

Il primo modello ha come obiettivo la valutazione dell'impatto dell'ambiente esterno, misurato attraverso una variabile definita dinamismo ambientale, sul quantitativo di strategie di crescita inorganica poste in essere dalle aziende componenti il sample di riferimento.

Il secondo modello mira ad effettuare un'analisi delle strategie poste in essere, attraverso la valutazione delle performance aziendale nel medio-lungo termine, misurata attraverso la LIVA, un indicatore di performance innovativo proposto per la prima volta nel 2019 da Wibbens e Siggelkow.

I risultati della ricerca hanno evidenziato relazioni significative in entrambi i modelli. Sussiste, perciò, una relazione significativa e positiva tra dinamismo ambientale e strategie di crescita inorganica; e al contempo esiste una correlazione significativa e positiva tra strategie di crescita inorganica e LIVA.

Dai risultati è, quindi, possibile affermare che un ambiente dinamico, incerto ed in cui si possono presentare shock esogeni, rappresenti un driver importante per la messa in atto operazioni quali fusioni, acquisizioni o alleanze strategiche.

Al contempo, dal secondo modello è possibile evincere che, in determinati contesti, le strategie di crescita inorganica rappresentano uno strumento in grado di generare valore nel lungo periodo in favore degli investitori.

La tesi si conclude, poi, con una breve componente qualitativa, rappresentata da un'intervista all'ing. Marco Ciatti, Global Sales Development Manager di Canonical Ltd. Quello che è stato discusso nell'intervista avvalorà ciò che specificato nei modelli, con particolare riferimento alle alleanze strategiche. In particolare è possibile concludere che ambienti caratterizzati da dinamismo ed incertezza, come ad esempio

quello IT in cui opera Canonical, si rivelano spesso essere driver chiave per la formazione e l'implementazione del network strategico aziendale. Ciò dà, inoltre, la possibilità alle aziende in grado di ampliare il proprio network, in modo pianificato e coerente, di migliorare la propria performance aziendale, sia nel breve che nel lungo periodo.

1. Introduzione

Questo progetto di ricerca è l'elaborato finale per la laurea magistrale in "Gestione d'impresa" all'Università LUISS Guido Carli. Durante tutta la durata del corso, i concetti di ambiente e strategia sono stati spesso menzionati come contributi fondamentali per il successo di un'organizzazione.

L'elaborato presentato, pertanto, nasce dalla volontà di comprendere in che modo l'ambiente esterno possa risultare parte integrante delle scelte strategiche aziendali. Particolare focus è stato posto sulle strategie di crescita inorganica, con l'obiettivo di verificare se queste siano una fonte di creazione di valore a lungo termine per le aziende.

La tesi si pone anzitutto come quesito: può un ambiente incerto, dinamico, complesso, essere in grado di determinare un incremento delle strategie di crescita inorganica? Possono, dunque, shock esogeni rivelarsi driver importanti di M&A o indurre le aziende ad ampliare il proprio network strategico?

L'analisi effettuata pone in essere anche la questione della creazione di valore, valutando se gli effetti di strategie di crescita inorganica possano risultare benefici nel lungo periodo. Il quesito da porsi in questo caso risulta quindi essere: la capacità di un'impresa di mettere in atto strategie di crescita per vie esterne risulta profittevole nel lungo periodo?

La volontà di approfondire queste due tematiche nasce fondamentalmente da tre fattori.

Si tratta, anzitutto, di una possibilità di sviluppare, in modo maggiormente dettagliato e quantitativo, la tesi svolta come elaborato conclusivo della laurea triennale riguardante fusioni ed acquisizioni come strategie di creazione o distruzione di valore. In secondo luogo, le strategie di crescita inorganica, ed in particolare le operazioni di M&A sono un tema per cui nutro un forte interesse personale.

Per quanto riguarda l'ultimo fattore, si tratta della possibilità di dare un contributo alla letteratura sulla performance aziendale a lungo termine, ed in particolare a quella riguardante la LIVA, una metrica di performance introdotta per la prima volta nel 2019 (Wibbens, Siggelkow), che sarà poi approfondita nei successivi capitoli.

In merito a quest'ultimo aspetto, l'elaborato si pone, dunque, anche l'obiettivo di arricchire ed avvalorare una letteratura attualmente non eccessivamente approfondita riguardo il tema di creazione di valore per gli investitori nel lungo periodo.

Al fine di sviluppare in modo accurato ed approfondito i punti precedentemente citati, la tesi è stata sviluppata in cinque sezioni: introduzione, review della letteratura, metodologia, analisi dei risultati e discussione dei risultati.

In primo luogo, l'introduzione, getta le basi per le sezioni seguenti determinando il significato, gli obiettivi e la struttura della ricerca. E' fondamentale per assicurare che il lettore sia consapevole della domanda a cui questo elaborato sta cercando di rispondere, spiegando anche come intende farlo e presentando come si inserisce nella letteratura accademica esistente.

La seconda sezione ripercorre quella che è la letteratura in tema di ambiente esterno, fusioni, acquisizioni e alleanze strategiche. Partendo dalla definizione di ambiente, sono ripercorse le principali teorie in merito al contesto ambientale, fino ad arrivare al concetto di Environmental jolt trattato con particolar efficacia da Meyer (1990). Un particolare focus è, poi, stato posto sulla capacità di perturbazioni ambientali di costituire un driver per operazioni di M&A e alleanze strategiche. Dopo una disamina generale sul concetto di fusione, acquisizione e alleanza strategica, sono riportate le teorie che pongono in relazione tali strategie alla performance aziendale e alla creazione di valore in ambienti caratterizzati da dinamismo e shock esogeni.

La terza sezione esplica quale sia stato il metodo seguito al fine di svolgere una doppia analisi di tipo quantitativo attraverso due modelli di regressioni con Panel Data. E', quindi, descritta la popolazione di aziende utilizzata al fine di un approfondito svolgimento della ricerca. Successivamente, sono descritti i due modelli di regressione, e le variabili utilizzate nella conduzione della ricerca.

Il capitolo di analisi dei risultati riporta i dati ottenuti dai due modelli di regressione, effettuando una distinzione tra regressione "semplice" e con errori robusti. Focus particolare è stato posto sul P-value e il coefficiente b delle variabili, al fine di comprenderne rispettivamente significatività e andamento.

Infine, nell'ultima sezione dell'elaborato, sono discussi i risultati ottenuti in relazione alla letteratura enunciata nella prima parte. E' stata, perciò, effettuata un'interpretazione dei dati raccolti attraverso l'analisi quantitativa, basandosi su quanto la letteratura accademica riporta in merito all'argomento trattato.

Tale sezione è, inoltre, arricchita dalla testimonianza dell'ing. Marco Ciatti, Global Sales Manager di Canonical Ltd, riguardo alla relazione che sussiste tra ambienti dinamici e creazione ed ampliamento del network aziendale.

2. Review della letteratura

2.1 L'ambiente esterno

Tutte le creature viventi, compresi gli esseri umani, vivono in un ambiente. Oltre a quello naturale, l'ambiente in cui ognuno di noi vive include la famiglia, gli amici, i coetanei, i vicini di casa, ecc. Fanno parte di esso anche strutture create dall'uomo stesso, come edifici, mobili, strade e altre infrastrutture. Gli individui non vivono, dunque, in uno spazio vuoto, ma bensì interagiscono continuamente con il loro ambiente per vivere la loro vita. Proprio come gli esseri umani, anche le aziende non operano in uno spazio vuoto, bensì, agiscono all'interno di un ambiente.

Il termine ambiente, in economia, è caratterizzato dalle forze esterne, i fattori e le istituzioni che esulano dal controllo dell'azienda, ma né influenzano, comunque, il funzionamento e le strategie. Questi includono i clienti, i concorrenti, i fornitori, il governo, e i fattori sociali, politici, legali e tecnologici ecc. Mentre alcuni di questi fattori o forze possono avere un'influenza diretta sull'impresa, altri possono operare indirettamente.

L'ambiente esterno, con il quale ogni organizzazione è costretta ad interagire, è dunque definibile come l'insieme di attori e condizioni che influenzano, e sono influenzate, dal comportamento strategico e operativo di un'impresa.

In letteratura, la visione moderna dell'ambiente esterno può essere fatta risalire agli anni 50-60. Katz e Khan (1966) svilupparono il concetto di organizzazione come sistema aperto. Secondo tale teoria, le imprese possiedono proprie caratteristiche, le quali vengono condivise con l'ambiente esterno in cui operano.

Questo punto di vista fu poi ripreso e sviluppato ulteriormente in ambito strategico attraverso il modello LCAG¹ (Learned, Christensen, Andrews & Guth, 1965) e il lavoro di Porter (1979), che ha suggerito che le aziende operino in un ambiente composto da fornitori, clienti e concorrenti.

L'ambiente in cui le imprese operano è spesso complesso ed incerto. La complessità fa riferimento al numero di variabili presenti in un ambiente organizzativo; l'incertezza invece, alla capacità di tali variabili di mutare più o meno rapidamente.

¹ Tale modello si basa sul principio che ogni azienda si trovi in un ambiente a volte instabile e in continuo cambiamento.

Al giorno d'oggi le imprese hanno a che fare con ambienti spesso sia complessi che incerti, a causa delle tante componenti ambientali, che mutano repentinamente. Spesso tali ambienti sono caratterizzati da eventi inaspettati che influenzano in modo diretto o indiretto il modo di operare delle imprese.

La letteratura sul cambiamento organizzativo caratterizza i processi dinamici in diversi modi. Questo è, infatti, ritratto sia come un processo organizzativo continuo (March, 1981), che come brevi episodi intervallati da lunghi periodi di stabilità e inerzia (Miller e Friesen, 1984). Il processo di cambiamento, in letteratura, è stato suddiviso quindi in due tipologie: continuo (primo ordine) e discontinuo (secondo ordine). "Il cambiamento continuo, avviene all'interno di un sistema stabile che rimane invariato. Infatti, la stabilità del sistema spesso richiede frequenti cambiamenti di primo ordine, come la miriade di piccoli movimenti di sterzo compensativi che permettono ad un ciclista di mantenere il proprio equilibrio. Il cambiamento discontinuo, trasforma le proprietà o gli stati fondamentali del sistema (Meyer 1990). Altri scrittori si sono poi concentrati sui cambiamenti come azioni manageriali (Andrews, 1971), mentre altri concepiscono i cambiamenti come risultati di shock esogeni imprevisti (Meyer, 1982). In particolare Meyer fornisce a tali eventi l'accezione di Environmental Jolts, ossia "perturbazioni transitorie le cui occorrenze sono difficili da prevedere e i cui impatti sulle organizzazioni sono dirompenti e potenzialmente inimici". I cambiamenti di secondo livello sono stati trattati più recentemente, con accezione leggermente diversa, anche da Nassim Taleb (2007), che li definisce Cigni neri. In particolare, tali perturbazioni, possiedono le tre caratteristiche seguenti: rarità, cioè che non rientrano nel campo delle normali aspettative, poiché niente nel passato può indicare in modo plausibile la sua possibilità; in secondo luogo, hanno un impatto enorme; e infine, nonostante il loro carattere di eventi isolati, la natura umana spinge a elaborare a posteriori giustificazioni della loro comparsa, per renderlo spiegabile e prevedibile. Le organizzazioni esposte a cambiamenti discontinui emettono risposte diverse. Tale varietà può essere attribuita alle differenze tra le organizzazioni, o alla tipologia di cambiamenti avvenuti all'interno del sistema. Un'attribuzione chiave del cambiamento discontinuo ha a che fare con il grado di permanenza. In particolare, discontinuità transitorie, o Environmental Jolts, possono suscitare risposte diverse da parte delle organizzazioni rispetto alle discontinuità che improvvisamente impongono spostamenti permanenti negli stati ambientali (Meyer, 1982).

Tali cambiamenti improvvisi risultano essere sempre un evento dannoso o possono anche essere un'opportunità per le imprese?

Il dinamismo ambientale pone le imprese di fronte ad un bivio (Deans, 2009). Da un lato, le aziende incontrano pressioni per tagliare i costi, al fine di mantenere la sopravvivenza nel breve termine, con il rischio però di ridurre la capacità di adattamento una volta superato il momento di crisi. Da un altro lato, le imprese cercano di mantenere un'alta capacità produttiva, e quindi sostenere costi più elevati nel breve periodo, al fine di adattarsi una volta terminato il periodo di crisi e realizzare opportunità per la creazione di valore a lungo termine. Silberston (1983), in questo senso, distingue l'impresa "staticamente efficiente", che fa uso efficiente delle risorse in determinate circostanze, con l'impresa "dinamicamente efficiente", capace di sopravvivere a circostanze mutevoli. Chiaramente, le aziende, al fine di essere resilienti, devono essere in grado di proporre sia un profilo statico che dinamico.

E' perciò importante che le imprese sviluppino un approccio ambidestro (Raisch, 2008), ossia mantenere un profilo sia esplorativo, che di sfruttamento delle risorse a disposizione. In questo modo l'impresa si rivela agile ed in grado di far fronte ad improvvisi mutamenti nell'ambiente circostante.

Secondo Whittington (1991), in situazioni caratterizzate da iper-competizione o da crisi, tuttavia, potrebbero prevalere le considerazioni a breve termine. Viceversa, secondo Geroski (1997) in periodi caratterizzati da shock esogeni le imprese sono maggiormente disposte ad innovare in quanto i costi di opportunità si rivelano più bassi rispetto ai periodi più floridi.

Gli environmental jolts, rimodellano le opportunità e le minacce rendendo, in molti casi, le strategie aziendali passate inefficaci (Meyer 1990). Le imprese sono perciò sono costrette a far fronte a varie tipologie di shock esogeni, i quali modificano il livello di risorse disponibili in un dato ambiente. Gran parte della letteratura sulla strategia ha studiato il cambiamento organizzativo in circostanze di scossoni ambientali, turbolenza, modifiche a livello istituzionale e industriale, deregolamentazione o iper-competizione. Lo studio di Grewal e Tansuhaj (2001) suggerisce che la flessibilità strategica, ossia la capacità di rispondere rapidamente a mutevoli condizioni competitive, influenza positivamente le performance successive a cambiamenti ambientali.

Supponendo, dunque, che un'impresa voglia percorrere una strategia di tipo ambidestro, e provare a creare valore a lungo termine durante un periodo

economicamente sfavorevole, quali possono rivelarsi le migliori strategie di crescita in tal caso?

In tal senso sono interessanti i risultati di uno studio condotto da Abolarinwa (2020), sulle imprese manifatturiere tra il 2000 e il 2007. L'analisi suggerisce che, in periodi di stabilità ambientale, le strategie di crescita organica presentano un ROA più elevato rispetto alle strategie di crescita per vie esterne (che a loro volta presentano un ROE superiore, ma una ROA negativo). Tuttavia, in periodi di recessione economica, lo studio ha rivelato un effetto inverso statisticamente significativo. In tal caso, le strategie di crescita esterna producono un effetto positivo e significativo sul ROA, mentre la loro mediazione con le strategie di crescita interna ha un effetto negativo e significativo sul rendimento delle attività e sul rendimento del capitale. Dunque, durante periodi caratterizzati da perturbazioni ambientali, le aziende dovrebbero concentrarsi sulle strategie di crescita esterna, comprese le fusioni e le acquisizioni, mentre le strategie di crescita interna, come lo sviluppo del prodotto e del mercato, dovrebbero essere perseguite in condizioni economiche progressive e stabili.

2.1.1 Eventi impattanti nella storia recente

Prima di analizzare come, in letteratura, eventi fortemente impattanti influenzino le strategie di crescita aziendale, è interessante fare un breve excursus di quelli che hanno esercitato un'azione determinante sulla storia moderna.

Fasail Khan (2019) ha evidenziato quelli che sono stati eventi riconducibili a tale fattispecie negli ultimi venti anni di storia.

- Crisi finanziaria asiatica (1997): tale crisi finanziaria arrivò alla termine della vertiginosa crescita delle cosiddette "tigri asiatiche", tra cui paesi come Corea del Sud, Thailandia, Malesia, Indonesia, Singapore e Filippine.

Tale poderoso sviluppo, guidato dalle esportazioni, diede origine ad una serie grandi investimenti diretti esteri, che provocò una conseguente crescita del prezzo degli immobili. I governi e le società cominciarono conseguentemente ad accumulare un forte debito nei confronti delle banche, al fine di finanziare ambiziosi progetti di infrastrutture e audaci piani di spesa. Ma le politiche restrittive poste in essere dalla Federal Reserve USA, che aumentarono il corso

del dollaro, si rifletterono pesantemente sulle monete di alcuni dei paesi esportatori fortemente legati alla valuta americana. Immediata conseguenza fu il crollo di entità immobiliari-finanziarie come Somprasong Land e Finance One all'inizio del 1997, che si tradusse di riflesso nello scoppio della bolla del mercato immobiliare thailandese. La valuta ufficiale, il Thai Bhat, fu infine fatta fluttuare e svalutata massicciamente. Il Ringgit malese, la rupia indonesiana e il dollaro di Singapore seguirono di conseguenza.

Il Fondo Monetario Internazionale intervenne per scongiurare la crisi con prestiti a breve termine di circa 110 miliardi di dollari a Thailandia, Indonesia e Corea del Sud a condizione di tasse più alte, riduzione della spesa pubblica, privatizzazione delle imprese statali e tassi di interesse più elevati. Queste misure riuscirono a risollevare la regione da questo Cigno nero entro il 1999, quando l'Asia riprese lo slancio della crescita.

- La bolla di Internet (2000): l'avvento di Internet generò un tale entusiasmo che gli analisti del tempo cominciarono a fare previsioni economico-finanziarie basandosi su dati poco realistici, dimenticandosi i principali parametri valutativi (come business plan, flussi di cassa,...). Gli investitori, che credettero ciecamente ai pareri degli esperti, investirono i loro patrimoni in una bolla pronta a scoppiare nel giro di poco tempo. L'indice NASDAQ crebbe così da poco meno di 1000 nel 1995 a 5048 nel Marzo del 2000. Aziende di grandi dimensioni come Dell e Cisco, immisero nel mercato ingenti ordini di vendita creando scompiglio tra gli investitori. Tutto ciò provocò un crollo del 10% della borsa americana, con conseguente crollo delle azioni di aziende high-tech che avevano raggiunto quotazioni spropositate. La caduta del NASDAQ fu di proporzioni così gigantesche che ci vollero quindici anni per recuperare.
- Attentato alle Torri Gemelle (11.09.2001): si tratta di uno degli eventi maggiormente catastrofici degli ultimi decenni sia a livello economico che a livello sociale. Per evitare il panico delle vendite, il mercato rimase chiuso fino al 17 settembre, giorno di riapertura nel quale il NYSE perse 7 punti percentuali a causa di massicce vendite di titoli azionari relativi a compagnie aeree e assicurative. La settimana si chiuse con perdite del Dow Jones del 14 per cento e dello S&P dell'11,6. Una capitalizzazione di borsa pari a 1.400

miliardi di dollari fu spazzata via in pochi giorni. La correzione verso il basso ebbe termine un anno dopo, nel mese di ottobre 2002.

- Crisi finanziaria mondiale (2008): si tratta probabilmente della più grande crisi a livello globale, seconda solo alla grande depressione degli anni 30. La crescita economica, la bassa inflazione e il tasso di occupazione del periodo, fecero sì che le banche cominciarono a concedere prestiti su mutui considerati a persone con credito discutibile, generando così una bolla immobiliare pronta a scoppiare. Tutto ebbe inizio nel Marzo 2008, quando la banca d'investimento Bear Stearns subì un'ingente vendita di proprie azioni da parte di investitori, i quali si erano resi conto della poca affidabilità dei titoli garantiti da mutui edilizi che iniziavano a non essere onorati. L'esposizione a tali titoli spazzatura era però in realtà estesa, non solo ad investitori privati, ma anche ad investitori istituzionali, aziende e fondi pensione provenienti da tutto il mondo. Il mercato cominciò così a vacillare, tanto che venne disposto un intervento di salvataggio della Bear, richiesto a JP Morgan Chase, con garanzia della FED di soli 30 miliardi di dollari. Si generò così un effetto domino esploso nel settembre 2008. Con il collasso del mercato immobiliare, anche colosso Lehman Brothers presentò istanza di fallimento. Entrarono in crisi anche Fannie Mae e Freddie Mac, le due entità finanziarie che assicuravano quasi il 90% dei mutui edilizi USA. Il governo degli Stati Uniti non poté fare altro che comprare le due società per un totale di 187 miliardi di dollari e approvare un fondo di emergenza (TARP) per 700 miliardi di dollari che fu utilizzato per tali salvataggi e per fornire liquidità al sistema finanziario.
- Crisi del debito sovrano europeo (2009): la crisi cominciata in Europa nel 2009 fu la scontata conseguenza di ciò che successe l'anno precedente negli Stati Uniti. I primi segnali di crisi in Europa si ebbero con il crollo del sistema bancario islandese, seguito a ruota da quello italiano, portoghese, greco, spagnolo e irlandese. Come avvenne per gli Stati Uniti, fu necessario l'intervento della Banca Centrale Europea, solo che in questo caso la crisi si è protratta per molti più anni, come è anche attualmente visibile con la Grecia.
- Disastro nucleare di Fukushima (2011): tale evento, provocato da uno tsunami di circa 13 metri, a sua volta causato da una violenta scossa di terremoto, in modo totalmente inaspettato, fu in grado di sconvolgere l'economia giapponese. Il disastro naturale ha devastato l'economia giapponese in più di un modo. Per

cominciare, i mercati azionari di tutto il mondo hanno registrato forti perdite dopo l'incidente (Nikkei -16%, Dow -2,4%, Topix -9,5% e Dax -4%). Lo tsunami danneggiò la centrale nucleare di Fukushima, causando perdite radioattive che hanno richiesto mesi per essere arginate. La catastrofe distrusse inoltre 138.000 edifici causando ingenti danni economici e circa 28.000 vittime. Inoltre, 11 dei 50 reattori nucleari totali furono chiusi dopo il disastro, riducendo la capacità di generazione di energia elettrica del paese del 40%. Il Giappone ha così dovuto importare petrolio per sopperire a tale perdita, il che ha causato un ulteriore peso su un'economia già fortemente indebitata. Altra conseguenza negativa fu la chiusura di alcuni porti commerciali dai quali partivano le merci esportate. In più, il disastro si verificò quando il Giappone stava appena uscendo da due decenni di deflazione e stagnazione.

- Crisi petrolifera (2014): una buona parte del primo decennio del millennio vide una buona crescita non solo nelle economie sviluppate, ma anche nelle economie emergenti dell'America Latina e dell'Asia. Questo causò un'enorme domanda di materie prime, come succede in ogni ciclo espansivo, specialmente il petrolio greggio. Tale crescita vide come protagonista la Cina, ma spinse anche paesi come Stati Uniti e Canada ad estrarre ingenti quantità di petrolio. Altro fattore che incise, fu il ritorno sotto il controllo dell'Occidente della Libia, la quale quasi raddoppiò la propria produzione di petrolio tra il 2011 e il 2014. Dal momento in cui l'economia cinese rallentò, la grande produzione di materie prime, e in particolar modo di petrolio, si trasformò in un eccesso di offerta, che causò una riduzione del prezzo del greggio da 110\$ a 50\$ al barile.
- Il Lunedì nero cinese (2015): il termine fu coniato a causa del crollo delle azioni nella borsa di Shanghai di circa l'8,5%. La dinamica fu abbastanza simile a quella che portò al crollo della borsa americana nel 2008. Le concessioni di prestiti a bassi tassi di interesse alle aziende cinesi fecero sì che queste prendessero maggiori rischi sui mercati azionari. Il tasso del prestito superò ben presto quello di crescita delle aziende, causando un eccessivo utilizzo del credito. Il governo cinese provò a scongiurare la crisi rivendo il tasso di cambio (inizialmente alla pari) tra yuan e dollaro. Ma la strategia non sortì l'effetto sperato e il mercato azionario cinese perse trenta punti percentuali nel giro di tre settimane, scatenando un sell-off in altri mercati finanziari.

- Brexit (2016): l'uscita della Gran Bretagna dall'UE nel 2016 provocò una brusca discesa dei mercati globali, con la sterlina e l'euro che videro un significativo indebolimento. L'oro, che agisce come copertura tradizionale contro il rischio, aumentò del 6%. Il piano di transizione negoziato tra il premier britannico e l'UE fu respinto dal Parlamento britannico con un enorme margine, riportando le cose al punto di partenza

2.2 Le strategie di crescita inorganica

Al fine di aumentare la propria dimensione, le aziende hanno la possibilità di sviluppare varie strategie di crescita, in ogni caso riconducibili a due principali tipologie: crescita per linee interne (organica) e crescita per linee esterne (inorganica). La crescita interna è un processo tramite il quale, un'impresa, si espande attraverso le proprie capacità, aumentando la propria struttura produttiva dall'interno. Tale strategia richiede tempi lunghi, piani di investimento ben congegnati e spiccate capacità imprenditoriali.

La crescita inorganica consiste nell'aumentare le proprie dimensioni (anziché internamente ampliando le proprie strutture aziendali) esternamente e nel realizzare sinergie tra le funzioni di imprese prima indipendenti. Tali sinergie possono essere raggiunte attraverso accordi contrattuali tra le parti o attraverso operazioni straordinarie come fusioni ed acquisizione (sia di intere imprese che esclusivamente di rami aziendali)

E' importante sottolineare come le strategie delineate non siano sostitutive. Al fine di crescere nel modo più equilibrato possibile, è necessario che le aziende mettano in atto un piano in grado di aggregare entrambe le possibilità di crescita.

Nell'ambito della crescita per vie esterne, si possono evidenziare diverse strategie:

1. Alleanze strategiche
2. Fusioni e acquisizioni

Per quanto riguarda le alleanze, dal punto di vista strategico, sono molteplici le ragioni che rendono appetibili gli accordi collaborativi con partner esterni:

- Economie di scala, di scopo e di specializzazione: attraverso le collaborazioni è possibile acquisire risorse e sviluppare competenze per ottenere i risultati di performance attesi, tramite investimenti inferiori. Tali risultati sarebbero irraggiungibile se perseguiti singolarmente, proprio a causa degli alti costi di sviluppo o dei limiti temporali.
- Allargamento della base di risorse e competenze esterne: le collaborazioni spesso si rivelano essere uno strumento di apprendimento tecnologico. Attraverso tali accordi, è infatti possibile acquisire frammenti esterni di conoscenza, i quali ricombinati vanno a costituire la base della conoscenza interna aziendale.
- Ripartizione dei costi e dei rischi: tali strategie permettono di ripartire le spese, riducendo dunque l'esposizione finanziaria dell'impresa, con conseguente diminuzione del rischio legato all'eventuale insuccesso dell'investimento effettuato².

Per quanto concerne le operazioni di fusione ed acquisizioni, vi sono vari driver che spingono l'azienda a questo tipo di strategia di crescita:

- Economie di scala: attraverso tali operazioni, le aziende sono in grado di ridurre il costo medio unitario, dividendolo su un maggior volume produttivo, ponendosi, quindi, in una posizione di vantaggio competitivo rispetto alla concorrenza.
- Vantaggi fiscali: le imprese non sono tenute a pagare le tasse sui profitti derivanti dalla fusione.
- Diversificazione: acquisire aziende in stato di salute e in crescita consente di diversificare il rischio dando luogo inoltre a sinergie che riducono il costo del capitale.
- Maggior efficienza gestionale: la fusione consente alle imprese di trarre benefici dalle competenze manageriali dei partner.
- Investire liquidità eccedente rispetto ai fabbisogni dei business in cui opera l'impresa acquirente.

² Fontana, F. and Boccardelli, P., 2019. *Corporate strategy*. Milano: U. Hoepli.

2.2.1 Le alleanze strategiche

Ci sono molte opzioni attraverso le quali un'azienda può diventare partner di un'altra. Uno dei più metodi più veloci per far crescere i propri legami inter-organizzativi è rappresentato dalle alleanze strategiche che le aziende stipulano per raggiungere un obiettivo comune. Esistendo una molteplicità di rapporti collaborativi, più o meno formali, tra imprese, è complesso delineare in maniera stringente il concetto di alleanza strategica. Secondo Ronald W. McQuaid (2010) è possibile riassumere tale concetto come: *“Sistemi di cooperazione formalizzata, basati su contratti vincolanti o accordi informali, rapporti di collaborazione, e programmi reciprocamente adottati tra un determinato numero di istituzioni. Essi comprendono accordi sulla definizione e programmazione degli obiettivi e la condivisione di responsabilità, risorse, rischi e benefits per un periodo di tempo determinato”*.

Si tratta, dunque, di forme di collaborazione duratura, diffuse soprattutto in ambito commerciale, in virtù delle quali le imprese rimangono totalmente distinte da un punto di vista giuridico, ma si accordano per portare avanti obiettivi comuni di medio-lungo termine.

Una delle ragioni per cui le alleanze strategiche sono diventate così popolari è la loro natura flessibile. Queste possono infatti essere viste come un compromesso tra gli elevati costi e il tempo richiesto per una crescita organica e la complessità e gli alti requisiti di capitale necessari per le fusioni e le acquisizioni. Per questo motivo le alleanze strategiche sono state spesso considerate come una sorta di fidanzamento tra due aziende, mentre una fusione è tipicamente considerata come un matrimonio. Proprio come un fidanzamento tra due individui, le alleanze strategiche possono essere la premessa di una cooperazione futura più profonda che può trasformarsi in una fusione, o matrimonio per usare la metafora precedente. Tuttavia, durante la fase di alleanza, le due aziende avranno il tempo di comprendere se sono adatte l'una all'altra e se il risultato della cooperazione non soddisfa l'obiettivo iniziale, la relazione può terminare con danni minori che nel caso di una fusione o acquisizione.

Un altro vantaggio è dato dal fatto che le alleanze permettono di colmare il gap di conoscenze e competenze delle aziende operanti singolarmente. Diventare partner di qualcuno consente, infatti, l'accesso ad una più ampia gamma di competenze; si è in grado di colmare lacune di conoscenze ed esperienze che singolarmente possono mancare, o di acquisire competenze complementari utili alla crescita del business. Tale

beneficio è chiaramente valido anche per quanto riguarda l'accesso a risorse chiave (come ad esempio di tipo tecnologico o finanziario). In questo senso, una partnership di successo rappresenta uno strumento di sviluppo importante per imprese operanti in settori con alto tasso di sviluppo tecnologico.

Dopo aver contestualizzato e definito il concetto di alleanza strategica e partnership, è necessario comprendere come tali strategie vengano influenzate, in letteratura, da ambienti dinamici.

Essendo i network inter-organizzativi strutture chiave nell'evoluzione di un'industria, le aziende provano spesso a porre in essere strategie volte ad assicurarsi posizioni vantaggiose all'interno della propria rete industriale, come entrare in alleanze strategiche per garantire l'accesso a tecnologie chiave o altre risorse. Per questa ragione, i periodi nei quali avvengono cambiamenti radicali all'interno di un dato settore, registrano un'elevata attività inter-aziendale (Madhavan 1998). In particolare, le aziende reagiscono alle scosse ambientali costituendo network cooperativi e riducendo la centralizzazione delle proprie funzioni (Corbo 2018).

Le alleanze, dunque, si rivelano essere uno dei metodi chiave in cui le aziende rispondono all'incertezza e rapido cambiamento ambientale (Pfeffer & Salancik, 1978; Gulati, 1998), in quanto percepite come più veloci, meno costose e più reversibili rispetto alla crescita organica o alle operazioni di M&A. Utilizzare i vari vantaggi dello sviluppo aziendale esterno, sia attraverso fusioni e acquisizioni o alleanze strategiche, permette, inoltre, un miglioramento delle performance durante le recessioni (Abou Jaoude, 2018).

Secondo Gulati e Gargiulo (1999), le alleanze strategiche sono un'importante modalità di cooperazione volontaria, in cui le organizzazioni combinano le proprie risorse al fine di fronteggiare l'incertezza creata da forze ambientali al di fuori del loro controllo diretto. Difatti, il numero di alleanze inter-organizzative è cresciuto, e ciò è in parte dovuto alla crescente incertezza che circonda ogni business a livello internazionale (Gulati & Gargiulo, 1999). Così, cambiamenti rapidi e imprevedibili nell'ambiente possono portare a variazioni nei bisogni di un'organizzazione e nel suo orientamento verso partnership in corso (MacIntyre, 1981). Questi cambiamenti nei bisogni e nell'orientamento possono derivare da processi continui o possono essere innescati da eventi imprevisti. Qualunque sia la fonte del cambiamento, le alleanze seguono

percorsi evolutivi che producono un impatto sulla performance delle aziende (Harrigan, 1985).

La gran parte della letteratura suggerisce che le aziende, al fine di fronteggiare shock esogeni verificatesi nell'ambiente esterno, tendono a formare network organizzativi (Koka, 2006). Ad esempio, infatti, teorici della RBV³ sostengono che le relazioni inter-organizzative siano un mezzo importante per far fronte a cambiamenti ambientali improvvisi (Pfeffer & Salancik, 1978).

Li (2019), in tema di cooperazione ed alleanze, analizza la differenza tra alleanze esplorative (volte alla ricerca) e di sfruttamento di risorse (volte alla costruzione di economie di scala e di scopo). I risultati di tale studio indicano che la scelta strategica di perseguire una o l'altra forma di cooperazione è un riflesso dell'intenzione organizzativa e dell'adattamento al cambiamento ambientale. Più specificamente, le imprese con una maggior disponibilità finanziaria tendono a formare un maggior numero di alleanze esplorative e meno alleanze di sfruttamento. Tuttavia, in condizioni di elevata incertezza del mercato, le imprese con un fondo emergenziale superiore tendono a stabilire più partnership di sfruttamento e ad evitare collaborazioni esplorative. Tale analisi, effettuata su 155 aziende biofarmaceutiche su un periodo di sette anni, suggerisce che le alleanze di esplorazione, con un orientamento a lungo termine, rendono un'azienda maggiormente vulnerabile agli shock esterni. Al contrario, le alleanze di sfruttamento, così come un equilibrio tra alleanze di esplorazione e di sfruttamento, permettono all'azienda di sostenere shock esogeni.

In ambienti complessi, la volontà di eliminare, o quantomeno ridurre, l'incertezza è motivo importante per la formazione di alleanze strategiche (Burgers, 1993). Lo studio effettuato da Burgers sull'industria automobilistica suggerisce che le alleanze sono un dispositivo per ridurre sia le incertezze derivante da condizioni imprevedibili della domanda sia quella derivante dall'interdipendenza competitiva.

La volontà di ridurre l'incertezza, e dunque anche i rischi legati a cambiamenti ambientali inattesi, secondo Huang (2015), risulta essere una ragione importante per la costituzione di alleanze. Tale possibilità, evidenziata in un contesto di partnership azienda-fornitore, si rivela essere ben più attrattiva rispetto alla facoltà di creare alleanze al fine di ridurre la concorrenza.

Interessante è uno studio effettuato da Arslan (2019) sulla costituzione di alleanze strategiche in conseguenza all'epidemia di Ebola. In particolare rivela che le alleanze

³ Resource based view

formate dopo gli shock industriali hanno prestazioni migliori di quelle costituite prima dello shock. Tuttavia, tale impatto positivo va a scapito della performance delle alleanze nei segmenti industriali correlati che non hanno subito lo shock. La performance di innovazione delle alleanze su Ebola formate dopo l'epidemia ha visto un incremento, viceversa la performance delle alleanze sull'influenza, un virus geneticamente più simile a Ebola, si è ridotta.

Un altro environmental jolt analizzato in correlazione alle alleanze strategiche, è l'attacco terroristico dell'11 Settembre. In questo caso, utilizzando i dati sull'attività di alleanza globale nell'industria petrolifera prima e dopo gli attacchi terroristici dell'11 settembre, è risultato che, nonostante una riduzione generale dell'attività di alleanza in tutto il mondo, le imprese statunitensi, prestando maggiore attenzione allo sviluppo delle competenze, sono riuscite ad ampliare il proprio network (Mithani 2017).

La letteratura suggerisce, dunque, che la realizzazione e l'ampliamento di un network aziendale, attraverso accordi collaborativi diadici, ma non solo, possa essere uno strumento di creazione di valore al fine di contrastare un improvviso situazioni di dinamismo ambientale. Effettuare perciò una forma di alleanza può tradursi in un metodo efficiente ed efficace per ridurre gli effetti potenzialmente negativi di un environmental jolt. Di conseguenza, tali forme cooperative possono far sì che un evento potenzialmente avverso si traduca in un'opportunità di crescita inattesa.

2.2.2 Fusioni e Acquisizioni

La fusione è un'operazione di compenetrazione di imprese, di regola in forma societaria, realizzata attraverso un processo di unificazione di una pluralità di entità in una sola. Attraverso l'atto di fusione, le società partecipanti scompaiono dando luogo ad un'unica entità. Ciò può avvenire attraverso la costituzione di una nuova società (definita come fusione in senso stretto), o attraverso incorporazione (processo per cui le società si fondono in una di esse che le assorbe).

Dal punto di vista strategico le fusioni possono essere classificate in tre tipologie:

- Fusione orizzontale: si tratta di un'operazione che avviene tra imprese operanti nello stesso settore e allo stesso livello della filiera produttiva
- Fusione verticale: in questo caso le imprese si fondono con lo scopo di creare sinergie a livello produttivo in quanto operano nello stesso settore ma ad un diverso livello della catena del valore
- Fusione conglomerale: in questo caso le imprese non hanno una relazione diretta, in quanto operanti in settori differenti. Si tratta di una tipologia di fusione meno consueta, il cui scopo fondamentale è la diversificazione di portafoglio e l'aumento della dimensione.

Si definisce invece acquisizione l'operazione di finanza aziendale, mediante la quale un'impresa diventa proprietaria o entra come controllante di un'altra.

La distinzione fondamentale tra i due processi sta nel fatto che attraverso l'acquisizione la società incorporante e quella incorporata restano due entità giuridicamente distinte; con la fusione, invece, viene a costituirsi un nuovo ente che sostituisce i due originari. In molti casi, la fusione può essere conseguenza diretta dell'acquisizione. Un'altra importante differenza è data dal fatto che l'acquisizione può avvenire sia in modo consensuale (come la fusione), sia in maniera ostile (spesso definita come takeover). Le acquisizioni amichevoli si verificano quando l'azienda target accetta di essere acquisita; il suo consiglio di amministrazione approva, dunque, l'operazione. Le acquisizioni amichevoli spesso lavorano verso il beneficio reciproco delle società acquirente e target. Entrambe sviluppano strategie per assicurare che l'azienda acquirente acquisti i beni appropriati, e rivedono i bilanci e altre valutazioni per qualsiasi obbligo che possa venire con i beni. Una volta che entrambe le parti sono d'accordo sui termini e soddisfano tutte le clausole legali, l'acquisto procede. Le acquisizioni ostili, invece, si verificano quando l'azienda target non acconsente all'acquisizione. L'azienda acquirente deve acquistare attivamente grandi quote della target per ottenere un il controllo, il che forza l'acquisizione. Si tratta, dunque, di una scalata effettuata da un soggetto esterno, il cui intento è quello di acquisire in controllo senza il consenso della proprietà. Ciò avviene attraverso un processo di svalutazione delle azioni tramite speculazione finanziaria, e successivo re-compra. In questo modo l'azienda acquirente è in grado raggiungere un numero di azioni tale da rappresentare la maggioranza.

Prima di effettuare un'operazione di acquisizione, è imperativo per un'azienda valutare se la sua azienda target è un buon candidato in base a diversi parametri:

- Prezzo coerente: le metriche utilizzate dagli investitori al fine di valutare una target variano a seconda del settore. Quando le acquisizioni falliscono, è spesso perché il prezzo richiesto per l'azienda target supera queste metriche. Capita infatti spesso che le azioni siano sopravvalutate, e che quindi l'acquirente paghi un prezzo non equo.
- Esaminare il carico del debito: un'azienda target con un livello insolitamente alto di passività dovrebbe essere vista come un avvertimento di potenziali problemi futuri.
- Eccessivo numero di contenziosi: anche se le cause legali sono comuni negli affari, un buon candidato non ha a che fare con un livello di controversie che supera quello che è ragionevole per la sua dimensione e industria.
- Esaminazione dei dati finanziari: un buon candidato all'acquisizione possiede rendiconti finanziari chiari e ben organizzati, che permettono all'acquirente di esercitare la due diligence senza alcuna problematica. I bilanci completi e trasparenti aiutano anche a prevenire sorprese indesiderate dopo il completamento dell'acquisizione.

Ciò che è stato trattato fino ad ora sul tema M&A riguarda i fattori che contribuiscono a definire il successo di tali operazioni. Tuttavia, l'attività di M&A è anche collegata a condizioni esterne che ne guidano, in misura diversa, la realizzazione. Non esiste una relazione diretta tra successo dell'affare e ambiente esterno, ma piuttosto si può tracciare una connessione tra condizioni esterne favorevoli e il volume e il valore dell'attività. Queste operazioni straordinarie non scompaiono durante i periodi di recessione, ma l'ambiente esterno influenza, comunque, inevitabilmente il processo decisionale delle aziende che hanno a che fare con strategie di crescita in grado di generare valore reagendo a momenti critici. Pertanto, è interessante esplorare il ruolo delle M&A in caso di condizioni di cambiamento ambientale, e come le implicazioni per la creazione di valore sono influenzate da scenari complessi.

Dagli anni '50, quando le M&A sono diventate una forma visibile di transazioni commerciali, la letteratura economica e finanziaria ha indagato sulle le attività di fusione e acquisizione da diverse prospettive. Si è giunti a comprendere l'esistenza di ondate cicliche di fusioni e acquisizioni (Brealey e Myers, 2003), definite da periodi di tempo caratterizzati da un numero relativamente grande di fusioni, avvenute

simultaneamente in molti settori, e in cui questa attività tende ad intensificarsi ad un tasso crescente, per poi diminuire rapidamente (Reid, 1968).

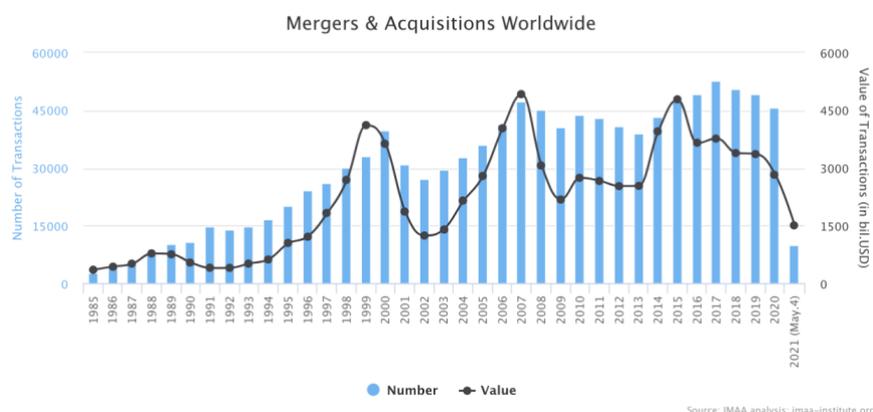


Figura 1.1 Fonte IMAA; Fusioni e Acquisizioni nel mondo

Tale ciclicità è facilmente intuibile anche dal grafico soprastante, che evidenzia il numero e il valore (su cui è maggiormente evidente tale concetto) di fusioni ed acquisizioni dal 1985 al 2020, su scala globale.

Le fasi cicliche che hanno caratterizzato l'attività di M&A hanno una correlazione positiva tra valori e indice S&P 500. Infatti, con una variazione positiva dell'indice azionario i valori sono aumentati, mentre nei momenti di flessione del mercato i valori erano ugualmente negativi. Solo nel 2009-2010, in concomitanza con i cambiamenti positivi dell'indice S&P 500, le M&A hanno segnato una contrazione, sintomo di minore fiducia degli investitori rispetto ai primi segni di ripresa dalla crisi dei subprime.

Prima di analizzare in che modo operazioni di fusione ed acquisizione siano influenzate da un ambiente non favorevole, è utile ripercorrere quelli che, secondo la letteratura economico-finanziaria, sono i fattori che determinano la ciclicità di tali operazioni.

Gli studi si sono concentrati fondamentalmente su quattro livelli: mercato azionario, industria, azienda, e contesto macroeconomico (Choi e Jeon, 2010).

Per quanto riguarda il mercato azionario, si è partiti dall'idea che i prezzi delle azioni potessero guidare i trend di fusioni ed acquisizioni, per giungere alla conclusione che le aziende sopravvalutate sono in grado di acquisire con maggior facilità imprese con valori di mercato sottovalutati. In particolare, secondo A. Shleifer e R.W. Vishny (2003), in un quadro più generale, le aziende con azioni sopravvalutate potrebbero

essere in grado di fare acquisizioni, sopravvivere e crescere, mentre le aziende con capitale sottovalutato, o relativamente meno sopravvalutate, diventano esse stesse obiettivi di acquisizione. Il vantaggio di avere un'alta valutazione per fare acquisizioni indica anche un incentivo ad aumentare il prezzo delle azioni di un'azienda anche attraverso la manipolazione degli utili.

In merito alla seconda componente, J. Harford (2005) specifica come l'industria sia effettivamente in grado di influenzare il quantitativo e il valore di M&A in un certo periodo e, dunque, la loro ciclicità. In particolare afferma che gli shock, siano essi economici, normativi o tecnologici, sono causa di ondate di fusioni ed acquisizioni. Questi devono però essere, a loro volta, accompagnati da una sufficiente liquidità per portare avanti le transazioni.

A questa ultima componente sopra enunciata si lega la terza determinante analizzata precedentemente dallo stesso J. Harford (1999), secondo cui, aziende con elevati flussi di cassa, e, dunque, componente liquida abbondante, sono in grado di generare ondate di fusioni ed acquisizioni. Lo studio individua le variabili macroeconomiche che maggiormente influenzano l'attività di M&A; queste includono il reddito reale per quanto concerne la frequenza dell'attività di fusione, e le condizioni del mercato azionario e la politica monetaria per quanto riguarda il valore delle transazioni.

Un altro studio (Guerard 1989), sempre per quanto concerne la componente macroeconomica, afferma la correlazione tra attività di M&A, PIL, e tassi di interesse. L'ambiente esterno gioca perciò un ruolo cruciale nella creazione di ondate, e dunque aumento o riduzione, in termini di volumi e valore, di fusioni ed acquisizioni.

Le aziende sono, però, in grado di effettuare tali operazioni, economicamente e finanziariamente dispendiose, anche quando l'ambiente in cui operano è fortemente condizionato da shock esogeni?

In risposta a tali shock, le aziende spesso cercano di effettuare acquisizioni integrali di imprese o di singoli rami. Coase (1937) è stato uno dei primi autori a sottolineare che il cambiamento tecnologico può portare a fusioni. La teoria della distruzione creativa di Schumpeter (1950) può essere usata per spiegare le ondate di fusioni, ma è stato Gort (1969) a proporre formalmente di usare la teoria delle perturbazioni economiche per spiegare le ondate di fusioni. Egli sosteneva che le perturbazioni economiche, come lo squilibrio nei mercati dei prodotti, stimolano l'intera industria a ristrutturarsi.

Secondo la recente letteratura (Bouwman 2009; U. Erxleben, D. Schiereck 2015) le transazioni effettuati durante periodi turbolenti, e quindi con un mercato in recessione,

tendono, nel lungo periodo, ad avere maggiori ritorni per gli azionisti. In particolare, nei giorni vicini all'annuncio ufficiale, le operazioni effettuate in mercati in ascesa tendono ad overperformare rispetto a quelle effettuate in un mercato debole. Ma nel lungo periodo, sono proprio quest'ultime a generare un maggior valore per gli azionisti.

Non ci sono comunque dubbi sul fatto che, in condizioni ambientali difficilmente prevedibili, anche le aziende offerenti di maggior successo incontrino difficoltà nel carpire valore dalle transazioni. Ciò soprattutto a causa di alcune ragioni fondamentali:

- A causa della forte incertezza è complesso replicare le transazioni di successo avvenute in passato;
- La difficoltà nell'effettuare previsioni sul futuro rende complesso per l'offerente la precisa valutazione al fair value della target
- I rapidi cambiamenti ambientali possono rendere maggiormente complicata per il compratore l'attuazione di vari step post integrazione, programmati in precedenza

Nonostante questi punti siano profondamente a sfavore delle operazioni di M&A in periodi caratterizzati da incertezza, uno studio effettuato da Bocconi in collaborazione con Goldman Sachs (2013) afferma come, per i grandi compratori, operazioni effettuate in tali periodi si possano rivelare fonte di creazione di valore. Ciò è dovuto al fatto che, in queste situazioni, l'acquirente detiene un maggior potere contrattuale, ed è perciò in grado di chiudere la transazione ad un prezzo favorevole estraendo maggior valore (Gatti 2013). Ciò è possibile anche grazie al fatto che, l'impresa acquirente, trovandosi in una posizione di forza, è in grado di persuadere la target al fine di pagare in azioni, anziché cash, ed essere quindi in grado di mantenere liquidità per altre espansioni. Infine, in uno scenario impattato da uno shock esogeno fortemente negativo, le imprese più resilienti hanno la possibilità di maggior scelta, in quanto vi è presenta un maggior numero di venditori (Gatti 2013).

E' perciò possibile osservare che, in periodi caratterizzati da shock economici, c'è una grande opportunità per le aziende che hanno liquidità. Queste, possono infatti avere vantaggi rispetto ai loro concorrenti acquistando imprese target sottovalutate (Granata, Chirico, 2010). La crisi finanziaria globale del 2007-2008, ad esempio, ha influenzato negativamente sia la vendita che transazioni di acquisto in tutto il mondo dal 2008 al 2009. Dopo il periodo di crisi i paesi dei mercati emergenti hanno approfittato dei prezzi attraenti degli asset nei paesi sviluppati e hanno aumentato le loro acquisizioni all'estero (Reddy 2014).

Da uno studio effettuato da Harvard Business Review (B. Salsberg 2020), basato su shock esogeni, risulta che le aziende che effettuano M&A, durante questi periodi, performano meglio rispetto alle altre. In particolare le aziende che hanno fatto acquisizioni per un totale di almeno il 10% della loro capitalizzazione di mercato, dal 2008 al 2010 (acquirenti attivi), hanno avuto un TSR medio del 6,4% da gennaio 2007 a gennaio 2008, rispetto al TSR del -3,4% per le aziende meno attive. Una differenza simile è stata vista nel TSR mediano.

La tendenza è continuata nel periodo da gennaio 2007 a gennaio 2010, quando il TSR medio è stato del 10,5% per gli acquirenti attivi, contro il 3,3% per le società meno attive.

Total Shareholder Return (TSR) Growth by Acquirer Type, 2007–2010

Firms that made significant acquisitions during the 2008 financial crisis outperformed those that did not.

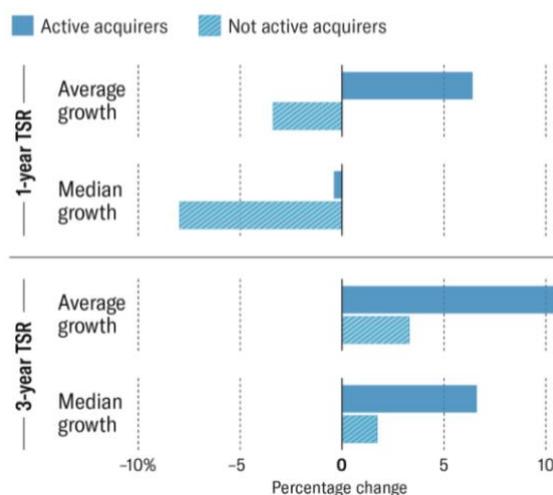


Figura 1.2; Fonte : The case for M&A in downturn; Harvard Business Review

In letteratura, uno dei casi studio maggiormente trattati è la crisi finanziaria del 2008. Come accennato in precedenza, il fenomeno ebbe inizio negli Stati Uniti, per poi propagarsi a livello globale nel 2009.

Al fine di analizzare in che modo shock esogeni sono in grado di alterare le attività di fusione ed acquisizione, è necessario approfondire in che modo un evento come la crisi finanziaria del 2008 abbia impattato i deals a livello mondiale.

Gli studi attualmente disponibili sono focalizzati in maggiormente su settori (con, particolare focus su quello bancario) e sull'andamento delle operazioni di M&A a livello di singolo stato.

Il deterioramento del mercato e le prospettive economiche sfavorevoli, causati dalla recessione, hanno influenzato la capacità delle aziende di investire, riflettendosi conseguentemente in una riduzione dell'attività di M&A. Secondo uno studio (Savovoic 2012), le attività di M&A in Serbia nel 2008 sono andate controtendenza rispetto all'andamento globale, in quanto, durante l'anno, si è verificato un maggior numero di transazioni, mentre nel mondo il numero era inferiore a quello dell'anno precedente, e in Europa si è registrata una crescita insignificante. Negli anni successivi il livello di transazioni si è però allineato, in quanto, nel 2009 c'è stata una diminuzione del numero di operazioni seguito da un lieve recupero nel 2010 recupero.

Non tutti i paesi hanno però assistito ad una riduzione delle operazioni straordinarie nel biennio 2008-2009. In particolare uno studio di Cernat-Gruici (2010) evidenzia come il mercato rumeno dell'M&A non abbia subito contrazioni durante la crisi finanziaria. Lo studio evidenzia come il 25% delle operazioni avvenute in Romania, siano difatti imputabili al biennio 2008-2009.

Come precedentemente trattato, durante periodi caratterizzati da shock esogeni, le imprese in grado di beneficiarne sono quelle caratterizzate da forte liquidità. Difatti, le fusioni durante la crisi finanziaria del 2008 tendevano a coinvolgere acquirenti che possedevano fonti di reddito più diversificate e meno leva finanziaria rispetto alle loro controparti di mercato stabile. Inoltre, gli obiettivi di queste transazioni erano spesso banche meno redditizie e con maggiori quote di depositi che le rendevano più vulnerabili alla crisi. Nel complesso, durante la crisi finanziaria del 2008, le banche sane hanno acquisito banche target poco performanti a scopo di diversificazione, determinando potenzialmente la riduzione osservata del rischio sistemico (Maslak 2018).

Grave (2012) conferisce un ruolo cruciale alle operazioni di M&A transfrontaliere nella risoluzione della crisi finanziaria globale. In particolare, fusioni e acquisizioni transfrontaliere possono essere viste come un fattore chiave per la ricostruzione dell'economia globale. Nel fare ciò il ponte d'investimento creato tra vecchi e nuovi mercati costringerà i governi ad agire responsabilmente nella costruzione di nuove e migliori relazioni globali.

La letteratura suggerisce dunque che, durante periodi caratterizzati da environmental jolts avversi, e dunque da un periodo di recessione, l'attività di M&A si riduce. Questi eventi hanno, però, la possibilità di trasformarsi in un'opportunità per aziende ad alta liquidità. Queste, possono sfruttare la bassa valutazione di aziende target, moltiplicando dunque il valore dell'operazione.

3. Metodologia

L'elaborato è stato sviluppato sostanzialmente con due modalità: una empirica, di maggior rilievo, e una qualitativa.

La sezione empirica dell'elaborato riporta due modelli con il fine di sviluppare una valutazione su un duplice piano. L'analisi svolta mira a valutare l'impatto delle scosse ambientali sulle strategie di crescita inorganica, in particolare fusioni, acquisizioni, alleanze strategiche e Joint Venture. Successivamente, l'obiettivo della ricerca è quello di comprendere l'effetto che tali operazioni hanno sulla performance aziendale a lungo termine. A tal fine sono stati sviluppati due modelli statistici i quali consentono di analizzare separatamente i due casi.

Il primo, basato sulle interrelazioni tra ambiente e esterno e strategie di crescita inorganica, utilizza come principale variabile indipendente il dinamismo ambientale. Il secondo, al fine di comprendere l'impatto sulla performance aziendale a lungo termine, utilizza come variabile dipendente la LIVA (long-term investors value appropriation). Si tratta di una metrica di performance empirica che misura se le aziende sono state in grado di creare valore per i loro investitori su lunghi periodi di tempo (Wibbens, Siggelkow 2019), ed è basata sul metodo del VAN, ossia sull'utilizzo dei flussi di cassa scontati. La LIVA è, perciò, un indicatore in grado di colmare una lacuna letteraria dovuta alla divergenza tra performance a lungo termine e misure contabili utilizzate. In letteratura, infatti, molti studi empirici basati sulla performance a lungo termine, hanno utilizzato indicatori contabile a breve termine, come ad esempio il ROA.

Al fine di sviluppare nel modo più accurato possibile l'analisi, si è utilizzato un database con dati raccolti su un campione di 2.527 aziende in un intervallo che va dal 2005 al 2019. L'aver preso in considerazione un arco temporale così ampio permette di effettuare valutazioni sul lungo periodo e di analizzare le imprese in contesti differenti. Un esempio di ciò è dato dalla crisi finanziaria, utilizzata nel secondo modello come variabile di controllo. L'aver preso in considerazione tale intervallo di tempo permette infatti di valutare la performance delle imprese pre e post recessione del 2008.

Le strategie di crescita sono state poi suddivise in digitali e non in modo da poter comprendere al meglio, soprattutto nel secondo modello, l'impatto della digitalizzazione sulla performance aziendale.

La componente qualitativa si basa su un'intervista effettuata dal candidato ad un manager di un'azienda britannica operante nel settore informatico. Al fine di analizzare nel modo più approfondito e accurato possibile i temi di impatto dell'ambiente esterno su strategie di crescita inorganica e influenza di queste ultime sulla performance aziendale, è stata svolta una anche una ricerca qualitativa consistente in un'intervista all'ing. Marco Ciatti, Global Sales Development Manager di Canonical Ltd.

3.1 L'impatto dell'ambiente sulle strategie di crescita

Il primo modello ha, come accennato, l'obiettivo di valutare empiricamente l'impatto di scosse ambientali sulle strategie di crescita inorganica. Tale modello prende, perciò, in considerazione la quantità di strategie di crescita inorganica (digitali e non) poste in essere dalle singole aziende tra il 2005 e il 2019, negli USA, e le pone in relazione, in particolar modo, ad una variabile indipendente definita *environmental dynamism* (dinamismo ambientale). Tale misura fa generalmente riferimento al tasso di cambiamento dei fattori ambientali nel tempo, incluse le tecnologie, i mercati, i concorrenti, i fornitori e i clienti. Più alto risulta tale tasso, più dinamico si rivela essere l'ambiente. In questo caso il dinamismo ambientale è calcolato come incremento (o riduzione) annuale percentuale nelle vendite in una certa industria.

Il modello di regressione lineare è, inoltre, integrato da tre variabili di controllo: capitalizzazione di mercato, rapporto tra attività e passività correnti, e settore di riferimento.

La capitalizzazione di mercato conferisce un'idea della dimensione aziendale. Tale parametro è stato inserito per verificare se le strategie di crescita inorganica in caso di situazioni ambientali instabili, venissero effettuate a prescindere dalle dimensioni. In altri termini l'obiettivo di tale variabile è quello di verificare se la grandezza di

un'azienda sia stato un elemento aggiuntivo nella messa in atto di strategie di crescita per vie esterne.

Il rapporto tra attività correnti (AC) e passività correnti (PC) segnala la capacità di far fronte agli impegni a breve con i mezzi liquidi a disposizione e con le entrate future derivanti dal realizzo delle liquidità differite e delle disponibilità.

$$RC = \frac{AC}{PC}$$

Un valore via via maggiore di uno viene giudicato come sintomo di un discreto grado di liquidità. L'inserimento di tale variabile è dovuta al gran numero di operazioni di fusioni ed acquisizioni presenti all'interno della popolazione (circa il 97,5% strategie di crescita sono imputabili ad M&A). Come trattato in letteratura, un elevato grado di liquidità può essere spesso un elemento favorevole per la esecuzione di operazioni straordinarie come fusioni o acquisizioni. L'inserimento di questa variabile mira, perciò, a verificare l'impatto della liquidità sull'attuazione di strategie di crescita per vie esterne, con particolare riferimento all'attività di M&A.

L'ultima variabile di controllo inserita nel primo modello è il settore di riferimento, espresso attraverso il SIC code. Lo Standard Industrial Classification è un sistema statunitense, in vigore dal 1937 al 2019, utilizzato dalle agenzie governative per classificare le industrie tramite un codice a quattro cifre. Negli Stati Uniti, il codice SIC è stato sostituito dal North American Industry Classification System (NAICS code), rilasciato nel 1997. Alcuni dipartimenti e agenzie governative statunitensi, come la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), hanno continuato a utilizzare i codici SIC fino al 2019.

I codici SIC presentano una struttura gerarchica che inizia con le caratteristiche generali e si restringe fino a quelle maggiormente specifiche. Le prime due cifre del codice rappresentano l'industria di appartenenza dell'impresa. La terza e la quarta cifra descrivono rispettivamente la sottoclasse del gruppo di imprese e la specializzazione. Per esempio, il numero "36" fa riferimento ad un'azienda operante nel settore di "Elettronica e altre attrezzature". Aggiungere "7" come terza cifra per ottenere "367" indica che l'impresa opera in "Elettronica, componenti e accessori". La quarta cifra

distingue il settore industriale specifico, quindi, ad esempio, un codice "3672" indica che l'azienda si occupa di "Circuiti stampati".

L'inserimento di questa variabile all'interno del modello dà la possibilità di analizzare in quali settori, influenzati da jolts ambientali, le imprese abbiano maggiormente ricorso a strategie di crescita inorganica. Questo permette, quindi, di avere una visione più ampia su quali siano le industrie in cui si ricorre maggiormente ad una crescita per via esterna in caso di dinamismo nell'ambiente esterno.

3.2 Strategie di crescita e performance

Attraverso il secondo modello, l'obiettivo è quello di analizzare empiricamente in che modo la performance a lungo termine della popolazione di aziende presa in considerazione, è influenzata dalle strategie di crescita inorganica. E', inoltre, posta in essere una valutazione legata alla tipologia di strategia messa in atto: è stata, infatti, effettuata una distinzione tra strategie di crescita inorganica digitale e non.

La letteratura, in ambito manageriale, ha sempre indagato sulla performance di impresa, e sui metodi maggiormente efficaci per implementarla. Gli studi hanno, però, evidenziato una discrepanza storica tra performance a lungo termine e indicatori o metriche utilizzati per la valutazione empirica. Come accennato in precedenza, la letteratura è perciò ricca di analisi effettuate sulla performance nel lungo periodo, valutata però con misure di bilancio utili per il breve termine, come ad esempio indici redditività (i.e. ROA, ROI).

In questa sede, per questo motivo, è utilizzato come indicatore di performance per il lungo periodo la LIVA, introdotta nel 2019 da Wibbens e Siggelkow. Come accennato, si tratta di una metrica calcolata attraverso il metodo del VAN, ossia tramite l'attualizzazione dei flussi di cassa generati da un'impresa in un dato arco temporale. Si tratta di un indicatore, come specificato dal nome per esteso (long-term investors value appropriation) che misura la capacità di un'impresa di creare valore nei confronti dei propri investitori. Per calcolare tale valore basato sul VAN, è necessario stimare il valore scontato ex post di tutti i flussi di cassa da e verso gli investitori tra due intervalli temporali $t = 0$ e $t = T$. Questo valore è equivalente ad assumere che al tempo 0 gli investitori investano V_0 , il valore dell'azienda in quel momento; nei periodi successivi

t, gli investitori ricevono il flusso di cassa FCF_t generato dall'azienda; e al tempo T, gli investitori vendono le loro partecipazioni al valore di mercato V_T . Prendendo la somma del valore attuale di questi flussi di cassa al tempo $t = T$, con r che denota il costo del capitale, si ottiene:

$$LIVA = V_T - V_0(1 + r)^T + \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + r)^{t-T}}$$

In questo secondo modello, la LIVA è utilizzata, dunque, come variabile dipendente della regressione lineare, per monitorare l'impatto delle strategie di crescita inorganica sulla performance aziendale nel lungo termine. E' importante sottolineare il carattere temporale dell'analisi essendo tali strategie in gran parte fusioni e acquisizioni. Verificare la bontà, o il fallimento, di tali operazioni è molto complesso nel breve termine, in quanto il loro contributo alla creazione di valore aziendale è visibile esclusivamente dopo un arco di tempo medio-lungo. Utilizzare, dunque, metriche più standard, potrebbe risultare meno efficace, in quanto non sarebbero in grado di catturare il valore creato in periodi più lunghi. Inoltre, la LIVA, nel caso fusioni e acquisizioni, spin-off o fallimenti fossero al centro di uno studio, si rivela essere particolarmente adatta a cogliere l'impatto sulla performance di tali eventi (Wibbens, Siggelkow 2019).

Le principali variabili indipendenti utilizzate nel modello di regressione sono il numero di operazioni di crescita inorganica effettuate nel sample di riferimento tra il 2005 e il 2019. A differenza del primo modello, in questo caso le strategie sono state suddivise in digitali e non. Quando si fa riferimento a strategie di crescita digitale, si intende tutte quelle operazioni di espansione per vie esterne legate ad aziende digitali (i.e. M&A o alleanze strategiche effettuate con un' azienda digitale). Ciò è stato fatto per valutare se, in termini di crescita, un evento come la digitalizzazione, nel lungo termine, abbia portato benefici alle aziende che hanno deciso di perseguire un percorso di questo tipo.

Per quanto concerne i controlli, sono state utilizzate tre variabili: capitalizzazione di mercato, crisi finanziaria e settore di riferimento.

La capitalizzazione di mercato, come specificato nel precedente modello, funge agli investitori come parametro per comprendere la dimensione aziendale. Tale variabile,

in questo modello, permette di avere un quadro maggiormente chiaro delle dimensioni delle aziende che hanno meglio preformato in termini di LIVA. Allo stesso tempo, è interessante indagare la relazione che vi è tra strategie di crescita inorganica (sia digitali che non), in modo da comprendere meglio quali siano le dimensioni delle aziende che optano per questa tipologia di espansione strategica.

La crisi finanziaria è una variabile binaria che assume valore 0 nell'intervallo temporale dal 2005 al 2008, altrimenti valore 1 dal 2008 in poi. L'aggiunta di tale parametro permette di comprendere quali siano le aziende che meglio hanno preformato nel lungo periodo dopo la Grande Recessione; dunque quali siano le imprese che meglio sono state in grado di reagire ad un tale environmental jolt. Inoltre, è interessante analizzare l'influenza che la crisi finanziaria ha avuto sulle strategie di crescita inorganica e, dunque, valutare se ci sia stato un impatto positivo o negativo su tali strategie.

Infine, l'ultimo controllo, utilizzato anche nel precedente modello, è il settore di riferimento, evidenziato attraverso il meccanismo dei SIC Codes, precedentemente descritti. Tale variabile permette di comprendere in quali industrie le aziende abbiano meglio preformato in termini di LIVA. E', inoltre, interessante analizzare la relazione che vi è tra alleanze, M&A e JV e il proprio settore di riferimento. In altre parole, valutare quali siano i settori con maggior incidenza di aziende che hanno deciso di crescere per vi esterne, e in che modo: se attraverso una strategia di tipo digitale o no.

4. Analisi dei risultati

4.1 Analisi della relazione tra dinamismo ambientale e strategie di crescita inorganica

Come specificato, l'obiettivo dell'analisi svolta sul primo modello, è quello di valutare la relazione tra dinamismo ambientale e il quantitativo di operazioni di espansione inorganica realizzate tra il 2005 e il 2019 negli USA, su una base di un campione di circa 2500 aziende. A tale relazione sono aggiunte poi le variabili di controllo: Capitalizzazione di mercato, Rapporto corrente, e Industria di riferimento.

A tal fine è stato utilizzato un modello di regressione con Panel Data avente come variabile dipendente il totale di M&A, JV e alleanze strategiche; come variabile indipendente il Dinamismo ambientale; e come controlli Capitalizzazione di mercato, Rapporto corrente, e Industria di riferimento.

Le regressioni sono state effettuate con il metodo dei Minimi quadrati generalizzati (GLS), ossia una generalizzazione del metodo dei Minimi quadrati ordinari (OLS). Viene utilizzato per affrontare situazioni in cui lo stimatore OLS non è BLUE (best linear unbiased estimator), in quanto una delle principali ipotesi del teorema di Gauss-Markov, cioè quella dell'omoschedasticità⁴ e dell'assenza di correlazione seriale, è violata (Taboga, 2021). In tali situazioni, purché le altre ipotesi del teorema di Gauss-Markov siano soddisfatte, lo stimatore GLS è BLUE.

La possibilità di ammettere variabile eteroschedastiche⁵, ha fatto sì che il metodo GLS, in questo caso, risultasse preferibile al metodo OLS.

La regressione effettuata ha dato esiti significativi in termini di P-value; è stato poi effettuato un check sulla stessa con l'aggiunta della funzione "robust", al fine di verificarne la significatività. Entrambe le regressioni hanno riportato esiti significativi in termini di P-value.

Nelle seguenti pagine sono riportati i dati relativi alle regressioni svolte.

⁴ Proprietà delle variabili aleatorie in una collezione $\{X_1, \dots, X_n\}$, che si dicono omoschedastiche se hanno tutte la stessa varianza

⁵ Una famiglia di variabili aleatorie $\{Y_i\}$ si dice eteroschedastica se le sue componenti non hanno tutte la stessa varianza

. xtmixed TotMAJVAlliances EnvironmentalDynamismIncr Mrktcapitalization Firmslackcurrentassetssurre i.SICfirstnumber

Random-effects GLS regression
 Group variable: TIC
 Number of obs = 20,030
 Number of groups = 1,759

R-squared:
 Within = 0.0015
 Between = 0.0870
 Overall = 0.0547
 Obs per group:
 min = 1
 avg = 11.4
 max = 14

corr(u_i, X) = 0 (assumed)
 Wald chi2(11) = 188.40
 Prob > chi2 = 0.0000

	TotMAJVAlliances	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
EnvironmentalDynamismIncr		.0012194	.0003928	3.10	0.002	.0004496 .0019892
Mrktcapitalization		4.07e-06	4.20e-07	9.69	0.000	3.25e-06 4.90e-06
Firmslackcurrentassetssurre		.001593	.0008342	1.91	0.056	-.0000419 .003228
SICfirstnumber						
	2	.0344541	.1064916	0.32	0.746	-.1742655 .2431737
	3	.1891701	.1014766	1.86	0.062	-.0097205 .3880606
	4	-.0608669	.1150908	-0.53	0.597	-.2864407 .1647068
	5	.083558	.1106412	0.76	0.450	-.1332948 .3004107
	6	.6847063	.1492571	4.59	0.000	.3921678 .9772448
	7	.449976	.1078568	4.17	0.000	.2385805 .6613714
	8	.4772059	.1345288	3.55	0.000	.2135343 .7408775
	9	.876777	.4863626	1.80	0.071	-.0764762 1.83003
_cons		.3101357	.0928199	3.34	0.001	.128212 .4920594
sigma_u		.85507788				
sigma_e		1.0238311				
rho		.41090422				(fraction of variance due to u_i)

Figura 4.1 : Regressione lineare

```

. xtreg TotMAJVAlliances Environmentalodynamismincre Mrktcapitalization Firmslackcurrentassetscurre i.SICfirstnumber, robust
Random-effects GLS regression
Group variable: TIC
Number of obs   = 20,030
Number of groups = 1,759

R-squared:
  Within = 0.0015
  Between = 0.0870
  Overall = 0.0547

Obs per group:
  min = 1
  avg = 11.4
  max = 14

Wald chi2(11) = 108.32
Prob > chi2 = 0.0000

corr(u_i, X) = 0 (assumed)
(Std. err. adjusted for 1,759 clusters in TIC)

```

	Coefficient	Robust std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
Environmentalodynamismincre	.0012194	.0003793	3.21	0.001	.0004759 .0019629
Mrktcapitalization	4.07e-06	1.10e-06	3.70	0.000	1.91e-06 6.23e-06
Firmslackcurrentassetscurre	.001593	.0004817	3.31	0.001	.0006489 .0025372
SICfirstnumber					
2	.0344541	.0646664	0.53	0.594	-.0922897 .1611978
3	.1891701	.0660465	2.86	0.004	.0597213 .3186189
4	-.0608669	.0650665	-0.94	0.350	-.1883949 .066661
5	.083558	.0728941	1.15	0.252	-.0593118 .2264277
6	.6847063	.4242854	1.61	0.107	-.1468778 1.51629
7	.449976	.0835978	5.38	0.000	.2861273 .6138246
8	.4772059	.1385888	3.44	0.001	.2055768 .748835
9	.876777	.5904766	1.48	0.138	-.2805359 2.03409
_cons	.3101357	.0584184	5.31	0.000	.1956378 .4246336
sigma_u	.85507788				
sigma_e	1.0238311				
rho	.41090422				(fraction of variance due to u_i)

Figura 4.2: Regressione lineare con funzione "robust"

4.1.1 Analisi dei P-value

In tal sede, al fine di valutare tale relazione, sono stati analizzati i P-value delle singole variabili e i coefficienti delle regressioni lineari.

Il P-value è un valore in grado di catturare la significatività della relazione ipotizzata. Si assume che il P-value sia significativo dal momento in cui assume un valore inferiore a 0,1. In particolare, si presume che un valore inferiore allo 0,1 sia significativo, un valore minore di 0,05 sia molto significativo, e se al di sotto dello 0,01 sia estremamente significativo.

Per quanto concerne il dinamismo ambientale, la capitalizzazione di mercato e il rapporto corrente, il P-value si è sempre attestato sotto lo 0,1. In particolare:

Variabile \ GLS	Regressione lineare standard	Regressione lineare con funzione “robust”
Enviromental dynamism	0,02	0,01
Capitalizzazione di mercato	0,00	0,00
Rapporto corrente	0,056	0,01

Come accennato nel precedente capitolo, il settore di riferimento è stato valutato attraverso i SIC code. In particolare, per effettuare una distinzione in modo più chiaro ed efficace, è stata fatta una suddivisione dei vari settori in base alla prima cifra del codice. Come visibile nelle figure 4.1 e 4.2, le aziende risultano suddivise in base alla prima cifra del SIC code di riferimento (da 2 a 9). Ciò permette di comprendere quanto una determinata industria abbia un impatto significativo sulla messa in atto di strategie di crescita inorganica.

Dai risultati si evince che, nel modello GLS standard, i settori con cifra iniziale 3, 6, 7, 8 e 9 siano risultati significativi. Con l’aggiunta della funzione “robust” sono stati esclusi le industrie con prima cifra 6 e 9.

Nella tabella sottostante sono riassunti i P-value ottenuti.

Settore\GLS	Standard	Robust
2	N/S	N/S
3	0,062	0,04
4	N/S	N/S
5	N/S	N/S
6	0,00	N/S
7	0,00	0,00
8	0,00	0,001
9	0,071	N/S

4.1.2 Analisi dei coefficienti

Da un punto di vista statistico l'equazione della regressione lineare evidenzia il legame associativo tra le due variabili x e y e il parametro b , detto coefficiente di regressione, il quale rappresenta la variazione della variabile dipendente y conseguente ad una variazione unitaria della variabile indipendente x ;

I coefficienti della regressione permettono di comprendere l'andamento della relazione; se il coefficiente è maggiore di 0 vi è una correlazione positiva (le due variabili si muovono nello stesso verso), altrimenti, in caso di valore minore di 0, la correlazione è negativa (dunque le variabili si muovono in senso opposto).

La loro valutazione avviene successivamente a quella del P-value, in quanto, in caso di assenza di significatività, qualsiasi valore assuma il coefficiente, non sarebbe oggetto di analisi.

Tutti i coefficienti oggetto di valutazione e successiva discussione, ossia quelli relativi alle variabili il cui P-value è significativo, hanno segno positivo. Il che significa, come accennato, che ad una variazione positiva (negativa) della variabile indipendente, la variabile dipendente subisce una variazione anch'essa positiva (negativa).

Variabile	Coefficiente
Enviromental dynamism	0,0012194
Capitalizzazione di mercato	$4,07^{-6}$
Rapporto corrente	0,001593
SIC 3	0,1891701
SIC 6	0,6847063 (N/S)
SIC 7	0,449976
SIC 8	0,4772059
SIC 9	0,876777 (N/S)

Di fianco ai SIC code 6 e 9, è riportato un N/S in quanto, i valori scritti risultano significativi solo in assenza di errori robusti.

4.2 Analisi della relazione tra LIVA e strategie di crescita inorganica

Il secondo modello è stato realizzato con l'intento di comprendere la relazione che sussiste tra strategie di crescita per vie esterne e performance aziendale. L'analisi è stata svolta sul medesimo campione del precedente modello, ossia su dati di circa 2500 aziende in un arco temporale tra il 2005 e il 2019. A tal fine è stata effettuata una regressione con Panel data.

Come accennato precedentemente, la performance è analizzata con un ottica di lungo termine, in quanto, trattandosi molto frequentemente di fusioni e acquisizioni, è molto complesso, se non impossibile, verificarne l'esito nel breve periodo.

A tal fine, come indicatore di performance a lungo termine, e variabile dipendente della regressione, è stata utilizzata la LIVA.

Le principali variabili indipendenti utilizzate sono il totale di operazioni di crescita inorganica, intese come M&A, alleanze strategiche, e Joint venture, digitali e "tradizionali". Tale distinzione è stata effettuata con lo scopo di cogliere la differenza in termini di performance tra strategie di crescita digitale e non.

In questo modello sono state inserite tre variabili di controllo: capitalizzazione di mercato, crisi finanziaria e industria di riferimento.

Anche in questo modello è stata preferita un regressione svolta con il metodo dei Minimi quadrati generalizzati (GLS) rispetto allo svolgimento attraverso il metodo dei Minimi quadrati ordinari (OLS). La motivazione, come spiegato in modo più approfondito nel precedente modello, è da ricercare nella possibilità di ammettere l'eteroschedasticità delle variabili considerate.

L'analisi è stata svolta attraverso due regressioni, la seconda di conferma con l'aggiunta della funzione "robust" al fine di confermare la significatività del modello in termini di P-value. Entrambe le regressioni effettuate hanno riportato esiti significativi.

Nelle seguenti pagine sono riportati i risultati delle regressioni effettuate.

```

. xtreg liva TotMajValliancesNO TotdigitalMstrategicallian Financialcrisis Mrktcapitalization i.SICfirstnumber
Random-effects GLS regression              Number of obs   =   22,960
Group variable: TIC                       Number of groups =    1,964

R-squared:                                Obs per group:
    Within = 0.0212                        min =          1
    Between = 0.1229                       avg  =         11.7
    Overall = 0.0513                       max  =          15

Wald chi2(12)    =    776.03
Prob > chi2      =    0.0000
corr(u_i, X) = 0 (assumed)

```

liv_a	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
TotMajValliancesNO	174.1693	42.58788	4.09	0.000	90.69855 257.64
TotdigitalMstrategicallian	-337.3121	172.8944	-1.95	0.051	-676.1789 1.554705
Financialcrisis	2105.062	108.3612	19.43	0.000	1892.678 2317.446
Mrktcapitalization	.0280619	.0015665	17.91	0.000	.0249917 .0311321
SICfirstnumber					
2	257.5425	342.4301	0.75	0.452	-413.6082 928.6931
3	94.92116	326.7401	0.29	0.771	-545.4776 735.3199
4	854.179	371.9521	2.30	0.022	125.1662 1583.192
5	33.83944	360.2632	0.09	0.925	-672.2634 739.9423
6	-515.583	332.5521	-1.55	0.121	-1167.373 136.2071
7	489.8739	349.9112	1.40	0.162	-195.9394 1175.687
8	-460.4342	451.7243	-1.02	0.308	-1345.798 424.9291
9	1494.575	1366.667	1.09	0.274	-1184.042 4173.193
_cons	9213.853	310.3622	29.69	0.000	8605.554 9822.152
sigma_u	2282.6608				
sigma_e	5998.155				
rho	.12650503				(fraction of variance due to u_i)

Figura 4.3: Regressione lineare

Random-effects GLS regression
Group variable: TIC

Number of obs = 22,960
Number of groups = 1,964

R-squared:
Within = 0.0212
Between = 0.1229
Overall = 0.0513

Obs per group:
min = 1
avg = 11.7
max = 15

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(12) = 463.52
Prob > chi2 = 0.0000

(Std. err. adjusted for 1,964 clusters in TIC)

livia	Coefficient	Robust std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
TotMAJVALiancesNO	174.1693	39.49379	4.41	0.000	96.76285 251.5757
TotdigitalMAstrategicallian	-337.3121	160.311	-2.10	0.035	-651.5158 -23.10834
Financialcrisis	2105.062	110.1187	19.12	0.000	1889.234 2320.891
Mrktcapitalization	.0280619	.00411106	6.83	0.000	.0200052 .0361185
SICfirstnumber					
2	257.5425	356.4837	0.72	0.470	-441.1528 956.2378
3	94.92116	341.6695	0.28	0.781	-574.7388 764.5812
4	854.179	386.5216	2.21	0.027	96.61048 1611.747
5	33.83944	381.427	0.09	0.929	-713.7438 781.4227
6	-515.583	342.8738	-1.50	0.133	-1187.603 156.4372
7	489.8739	376.1877	1.30	0.193	-247.4404 1227.188
8	-460.4342	432.9776	-1.06	0.288	-1309.055 388.1864
9	1494.575	1705.933	0.88	0.381	-1848.991 4838.142
_cons	9213.853	331.8842	27.76	0.000	8563.372 9864.334
sigma_u	2282.6608				
sigma_e	5998.155				
rho	.12650503				

(fraction of variance due to u_i)

Figura 4.4: Regressione lineare con funzione "robust"

4.2.1 Analisi dei P-value

Come specificato nel precedente modello, il P-value è un valore in grado di catturare la significatività della relazione ipotizzata. Si assume che sia significativo dal momento in cui assume un valore inferiore a 0,1. In particolare, si presume che un valore inferiore allo 0,1 sia significativo, un valore minore di 0,05 siamo molto significativo, e se al di sotto dello 0,01 sia estremamente significativo.

Per quanto riguarda le strategie di crescita inorganica “tradizionali”, la capitalizzazione di mercato e la crisi finanziaria, si sono osservati, in entrambe le regressioni, valori inferiori allo 0,01. Il totale di strategie di crescita per vie esterne digitali ha riportato un valore inferiore allo 0,1 (<0,05 con aggiunta degli errori robusti).

Variabili \ GLS	Regressione lineare standard	Regressione lineare con funzione “robust”
Tot M&A, alleanze strategiche, JV	0,00	0,00
Tot digital M&A, alleanze, JV	0,051	0,035
Crisi finanziaria	0,00	0,00
Capitalizzazione di mercato	0,00	0,00

Come evidenziato dalle figure 4.3 e 4.4, i settori di riferimento delle aziende sono evidenziati attraverso la prima cifra del rispettivo SIC code. Tale suddivisione permette di comprendere quali settori abbiano preformato meglio in relazione alle strategie di crescita poste in essere tra il 2005 e il 2019.

La regressione ha evidenziato una bassa significatività per quanto riguarda la maggior parte delle industrie di riferimento, eccezione fatta per la numero 4. Questa presenta, infatti un P-value pari a 0,022 per quanto riguarda la regressione standard, e un valore di 0,027 con aggiunta degli errori robusti.

4.2.2 Analisi dei coefficienti

L'analisi dei coefficienti, svolta solo sulle variabili con un P-value significativo, evidenzia una relazione generalmente positiva tra LIVA e variabili utilizzate nel modello. Ciò evidenzia come, tali metriche, si muovano nello stesso verso.

Eccezione è fatta per quanto riguarda le strategie di crescita inorganica digitale, che presenta un coefficiente estremamente negativo. Ciò implica che tale variabile e la LIVA si muovano in direzione opposta.

Variabile	Coefficiente
Tot M&A, alleanze, JV	174,1693
Tot digital M&A, alleanze, JV	-337,3121
Crisi finanziaria	2105,062
Capitalizzazione di mercato	0,0280619
SIC 4	854,179

5. Discussione dei risultati

5.1 Relazione tra strategie di crescita inorganica e ambiente esterno

Il primo modello analizzato valuta la relazione che sussiste tra strategie di crescita inorganica (variabile dipendente della regressione) e dinamismo ambientale (variabile indipendente). A tale modello sono state aggregate come variabili di controllo: capitalizzazione di mercato, rapporto corrente e industria di riferimento.

Come specificato nel precedente capitolo, le variabili in questione hanno riportato P-value significativi, fatta eccezione per alcune industrie, il cui valore è risultato superiore a 0,1.

Per quanto riguarda il segno dei coefficienti b della regressione, escluse industrie di riferimento con P-value non significativo, questi sono risultati tutti positivi. Ciò evidenzia, dunque, una relazione positiva tra tutte le variabili precedentemente citate, e le strategie di crescita inorganica.

Il valore emerso dalla regressione effettuata evidenzia una relazione significativa e positiva tra quantitativo di strategie di crescita inorganica e dinamismo ambientale. Ciò, conferma, dunque, ciò che era stato sottolineato in letteratura, ossia che un ambiente dinamico, in cui sono avvenuti shock esogeni, è in grado di influenzare positivamente la messa in atto di strategie di crescita inorganica, in particolar modo M&A, alleanze strategiche e Joint Venture. Stesso discorso vale per la Capitalizzazione di mercato, dunque la dimensione aziendale e il valore borsistico delle azioni di un'azienda, per il Rapporto corrente, dunque la liquidità delle varie aziende, e le industrie di riferimento. Le industrie che hanno evidenziato un P-value significativo, errori robusti inclusi, sono quelle evidenziate dai SIC Code 3, 7 e 8; rispettivamente industrie manifatturiere (3) e di servizi (7 e 8).

Alla luce dei risultati ottenuti è possibile, dunque, affermare come l'ambiente esterno nel quale un'impresa opera, né influenzi le strategie di crescita. In particolare, un ambiente dinamico, dunque maggiormente incerto, è in grado di stimolare positivamente la messa in atto di strategie di crescita per via esterna. Ciò è motivato dal fatto che, un ambiente in evoluzione continua richieda aziende in grado di adattarsi

rapidamente al costante cambiamento. Le strategie di crescita inorganica si rivelano essere un valido strumento per adattarsi a contesti ambientali mutevoli, in quanto più rapide delle strategie di crescita per vie interne. Ciò permette alle aziende, difatti, di ampliare il proprio network, acquisire una funzione o un ramo aziendale, diversificarsi, acquisire competenze, etc, in modo rapido ed essere, quindi, subito competitiva rispetto alle nuove caratteristiche ambientali. Tale relazione conferma, perciò, l'ipotesi letteraria secondo cui shock esogeni sono in grado di generare ondate di fusioni ed acquisizioni. Inoltre, per quanto riguarda alleanze strategiche, avvalorata il fatto che ambienti dinamici tendano a stimolare la creazione di nuovi network inter-organizzativi al fine di ridurre l'incertezza presente.

La relazione positiva che lega Capitalizzazione di mercato e strategie di crescita inorganica permette di affermare che imprese di grandi dimensioni, o con quotazioni borsistiche sopravvalutate, sono maggiormente propense a intraprendere operazioni di M&A, alleanze o Joint Venture. Questo discorso, valido in particolar modo per le operazioni di fusione ed acquisizione⁶, conferma le ipotesi letterarie secondo cui, in ambienti caratterizzati da shock esogeni, e dunque dinamici, le imprese di grandi dimensioni e con azioni sopravvalutate tendono ad acquisire aziende con valori borsistici sottovalutati al fine di creare un maggior valore nel lungo termine sfruttando un maggior potere contrattuale dettato dalla loro miglior posizione competitiva. Non trattandosi, però, di un valore molto grande (4,07⁻⁶) è possibile trarre anche la conclusione che, nonostante la capitalizzazione di mercato sia un fattore che incide sulla messa in atto di strategie di crescita inorganica, anche le aziende di minori dimensioni, in ambienti incerti, scelgono di intraprendere tale strada.

Le ipotesi descritte in letteratura sono, inoltre avvalorate dalla positività del coefficiente del Rapporto corrente, che funge da indicatore di liquidità aziendale. Questo, evidenzia come, imprese caratterizzate da un'elevata liquidità siano in grado di effettuare un maggior numero di operazioni di crescita inorganica, in particolare fusioni ed acquisizioni. Ciò, conferma, e allo stesso tempo è avvalorato, dalla teoria letteraria secondo cui imprese con un elevato grado di liquidità sono in grado di influenzare il mercato di M&A, generando ondate di fusioni ed acquisizioni.

Le ultime due relazioni esplicate, valide in particolar modo per quanto riguarda fusioni ed acquisizioni, sono spiegabili dal fatto che aziende di grandi dimensioni, con azioni sopravvalutate e/o elevata liquidità, sono in grado di sfruttare la propria posizione di

⁶ Come precedentemente specificato rappresentano circa il 97% del campione oggetto di analisi

vantaggio contrattuale nei confronti di imprese più deboli. Ciò si traduce in condizioni più favorevoli e, dunque, in una maggior creazione di valore. Per quanto riguarda la dimensione aziendale, questo risulta essere un fattore importante anche in termini di creazione di partnership. Ciò è dato dal fatto che per un'impresa di medie e piccole dimensioni sia impossibile affrontare economicamente un leader di settore. Per evitare di essere inglobate le imprese di dimensioni inferiori accettano, perciò, un'alleanza strategica.

Le industrie che hanno evidenziato una relazione positiva e significativa con le strategie di crescita inorganica sono quelle manifatturiere e quelle di servizi. E', dunque, possibile affermare come, in tali industrie, ci sia stata una maggior concentrazione di M&A, alleanze strategiche e Joint Venture.

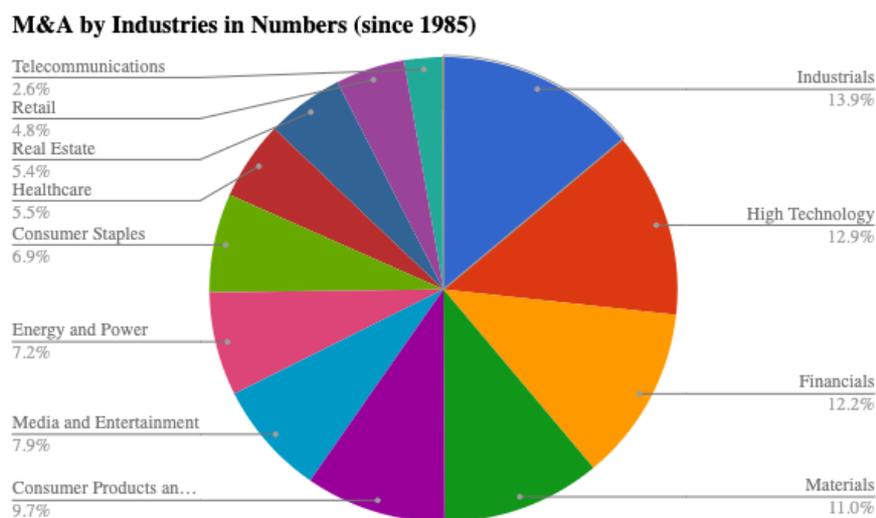


Figura 5.1; numero di M&A per industria; fonte IMAA

Il grafico in figura 5.1 riporta il numero di fusioni ed acquisizioni dal 1985 al 2021. I risultati ottenuti dalla regressione sono in linea con i dati storici riportati dall'Institute for Mergers, Acquisition and Alliances. Dal report risulta, infatti, che tra i settori che presentano il maggior quantitativo di operazioni di fusione ed acquisizione vi siano quello manifatturiero (Industrial) e quello di servizi (Financials, Media & Entertainment, e Telecommunications). E' stata condotta un'analisi del dato su i settori

interpretando con particolare attenzione sulle M&A in quanto queste rappresentano all'incirca il 97% del sample di riferimento.

Le industrie in cui le imprese operano sono cruciali per determinare il tipo di strategia di crescita da mettere in atto. I settori con P-value significativo si sono dimostrati essere tra i più attrattivi nel deal market in quanto le imprese operanti necessitavano una spinta all'innovazione in modo rapido.

5.2 Relazione tra strategie di crescita inorganica e performance a lungo termine

Il secondo modello analizzato valuta la relazione che sussiste tra performance a lungo termine, misurata attraverso la LIVA (variabile dipendente della regressione), e strategie di crescita inorganica "tradizionali" e digitali (variabili indipendenti). A tale modello sono state aggregate come variabili di controllo: capitalizzazione di mercato, crisi finanziaria e industria di riferimento.

Come specificato nel precedente capitolo, le variabili in questione hanno riportato P-value significativi, fatta eccezione per alcune industrie, il cui valore è risultato superiore a 0,1.

Per quanto riguarda il segno dei coefficienti b delle variabili con P-value significativo, sono risultati tutti positivi ad eccezione di quello relativo alle strategie di crescita digitale.

La relazione che sussiste tra il quantitativo di strategie di crescita inorganica e la LIVA, conferma quanto evidenziato in letteratura, ossia che M&A, alleanze strategiche e Joint Venture, si rivelano essere uno strumento in grado di generare valore nel lungo periodo. Aver utilizzato una variabile come la LIVA è cruciale in un modello di questo tipo, in quanto, come variabile dipendente, è in grado di cogliere il valore generato per gli investitori nel lungo periodo (circa 10 anni). A differenza di analisi effettuate utilizzando indici di redditività come ROE, ROI o ROA, la LIVA permette di comprendere gli effetti benefici (o negativi) delle strategie di crescita in un arco di tempo più lungo. Perciò, è possibile concludere che, le imprese in grado di sfruttare,

attraverso un management corretto ed appropriato, le strategie di crescita inorganica, hanno la chance di generare valore per gli investitori nel lungo termine.

Quest'ultima affermazione non risulta del tutto corretta quando si tratta di strategie di crescita digitali. La relazione derivante dall'analisi condotta si è, infatti, rivelata negativa. Ciò implica una distruzione di valore, in termini di LIVA, sulla performance aziendale. A tale fenomeno è, però, maggiormente complesso trovare una spiegazione basata sulla letteratura economica, finanziaria e manageriale, in quanto, nella maggior parte di ricerche effettuate su performance, M&A e alleanze digitali riportano una relazione positiva. La letteratura, inoltre, che pone in relazione strategie di crescita digitali e performance a lungo termine risulta essere maggiormente carente, se confrontata con la relazione tra performance e strategie di crescita "tradizionali".

Tale dato è comunque interpretabile in base a ciò che è stato analizzato in letteratura. Un dato negativo in termini di performance, in questo caso, può derivare dal fatto che le aziende che hanno attuato tale strategia di crescita non siano state in grado di adattarsi al contesto ambientale nel quale operavano. Ciò potrebbe essersi tradotto in un elevato costo, non rimarginato interamente dal valore creato dalla strategia di crescita posta in essere. Ciò potrebbe essere stato affiancato da una non sufficiente liquidità, e magari un eccessivo ricorso al debito, per finanziare operazioni di fusione o acquisizione. Tutto ciò porterebbe, così, ad una distruzione di valore, in termini di LIVA, per le aziende che hanno posto in essere strategie di crescita facendo un passo più lungo della gamba.

L'interpretazione di quest'ultimo dato è comunque legata ad ipotesi basate su una letteratura concentrata maggiormente su strategie di crescita inorganica "tradizionali". Al fine di approfondire in modo più dettagliato tale risultato occorrerebbe perseguire un tipo di ricerca impossibile da effettuare in tale sede.

Risultato estremamente positivo emerge, al contrario, dalla relazione presente tra performance aziendale e crisi finanziaria. La crisi finanziaria, come specificato nel capitolo di Metodologia, è una variabile binaria, dunque evidenzia, solo dal 2008, la presenza e il superamento della crisi. Il suo coefficiente b risulta estremamente positivo, ed un P-value di 0,00 ne certifica la significatività. Si conferma, perciò, quello che è stato specificato in letteratura, ossia che uno shock esogeno manifestatosi in praticamente qualsiasi ambiente esterno, è in grado di rappresentare un'opportunità per generare valore aziendale. La crisi finanziaria è risultata essere, per molte aziende, un fattore in grado di generare opportunità sul mercato, rivelatesi benefiche in molti

casi. E' possibile, dunque, affermare come, successivamente ad una crisi come quella del 2008, e, perciò, uno shock esogeno impattante in qualsiasi ambiente esterno, le aziende possano costruire valore attraverso la persecuzione di strategie di crescita inorganica. Un coefficiente molto elevato avvalorava, inoltre, la tesi secondo cui, in periodi caratterizzati da turbolenze, le strategie di crescita inorganica costituiscono fonte di maggior valore in confronto a quelle di crescita per vie interne.

Per quanto concerne la capitalizzazione di mercato, il coefficiente b risulta positivo anche se con un valore non molto lontano dallo 0. Ciò spiega come siano le aziende con una capitalizzazione superiore a creare maggior valore per gli investitori; ma al contempo evidenzia come queste non siano le uniche. Un coefficiente positivo, ma prossimo allo 0, certifica, infatti, che una capitalizzazione più elevata si traduca in un effettivo, anche se marginale, miglioramento della performance in termini di LIVA. Ma tale vicinanza allo 0 è sintomo del fatto che la capitalizzazione di mercato non incida in modo considerevole sulla creazione di valore per gli investitori.

L'ultima variabile analizzata è quella legata all'industria di riferimento, in particolare a quella relativa a Trasporti, Comunicazioni, Elettricità, Gas e Servizi sanitari (SIC 4). Il coefficiente emerso dalla regressione risulta maggiore di 0, evidenziando, perciò una relazione positiva tra LIVA e tale industria. E' possibile, dunque, affermare che le imprese operanti in tale settore siano state in grado, attraverso strategie espansive per vie esterne, di creare un ottimo valore per gli investitori. Le strategie poste in essere dalle imprese nelle industrie raccolte nel codice SIC 4 si sono perciò rivelate estremamente proficue ed in grado di generare flussi di cassa sufficienti a costruire un ottimo valore in termini di LIVA.

5.3 Intervista

L'analisi si conclude con quanto raccolto dall'intervista effettuata all'ing. Marco Ciatti, Global Sales Development Manager di Canonical Ltd.

Canonical Ltd è un'azienda operante nel settore informatico, fondata nel 2004, e con sede a Londra. L'attività core è lo sviluppo di sistemi operativi, su tutti Ubuntu, il Linux aziendale più utilizzato al mondo.

Si tratta di un'azienda cresciuta ed affermata nell'industria informatica negli ultimi anni grazie all'ausilio di alleanze strategiche poste in essere con player leader di settore. Dal 2004 ad oggi è stata in grado di crescere tramite strategie cooperative poste in essere con leader di settore, e passare da un ufficio a Londra a sedi dislocate in tutto il mondo (i.e. Austin, Taipei, Taiwan, Pechino, ecc). Canonical, grazie allo sviluppo di Ubuntu, è attualmente uno dei principali fornitori di sistemi operativi a livello globale per aziende leader del settore IT.

“Il mondo IT è costituito da colossi, le cinque aziende più grandi sono: Amazon, Microsoft, Alphabet, IBM e Cisco. Dopodiché sono presenti player medio-grandi (come Canonical n.d.r.), che si contendono la restante fetta di mercato. Lavorare con questi player è fondamentale perché porta a diventare profittevole e grande. Non ha senso fare la guerra con loro perché sarebbe persa in partenza. E' perciò molto importante cooperarci, in quanto queste permettono di velocizzare e implementare il processo di crescita e la profittabilità.” Le imprese operanti accanto a player di grandi dimensioni devono essere in grado cogliere tale concorrenza come un'opportunità per generare profitto. L'ambiente esterno, e il dinamismo presente in settore come quello IT, ha permesso a Canonical di costruire un modello di business basato, in gran parte, sulla creazione di un network aziendale con leader di settore, tanto che *“le partnership rappresentano circa il 50-60% dei ricavi del 2021”*. La presenza, nell'ambiente, di player molto grandi, sviluppatasi e accresciutosi nel giro di 15-20 anni, ha permesso ad aziende di dimensioni inferiori di ritagliarsi una fetta di mercato importante, prosperando grazie a alleanze strategiche. Le strategie di crescita inorganica poste in essere da Canonical si sono, perciò, rivelate uno strumento in grado di generare valore e, dunque migliorare i risultati e la performance aziendale.

Durante il colloquio, l'intervistato ha anche spiegato come eventi impattanti come il Covid-19 e, dunque, ambienti in continuo mutamento, abbiano permesso a Canonical di implementare il proprio network, generando così un ulteriore incremento nella performance aziendale. In particolare *“i ricavi generati dall'azienda sono cresciuti del 40% nel 2020 e di un altro 40% nel 2021”*. La possibilità di poter incrementare uno strumento già utilizzato da Canonical, come lo smart-working (prima del Covid-19 circa l'80% dei dipendenti non lavorava in ufficio, dopo circa il 95%) ha permesso di incontrare clienti in modo più celere, aumentando il numero di partner con i quali interfacciarsi.

Analizzando e riassumendo, dunque, ciò che l'ing. Marco Ciatti ha espresso nell'intervista rilasciata, si può trarre la conclusione che, l'ambiente esterno, in un mondo dinamico come quello dell'IT, gioca un ruolo chiave nella definizione e nell'attuazione di strategie di crescita inorganica. La capacità di aziende come Canonical di costruire un network con aziende leader di settore, è la dimostrazione che le strategie cooperative possano essere una risposta ad un ambiente in continuo mutamento e dominato da player di grandissime dimensioni. La crescita che Canonical ha avuto, in termini di dimensioni e performance, è la dimostrazione del fatto che le strategie di crescita inorganica possono rivelarsi uno strumento chiave per accrescere il valore aziendale, e permettere ad una realtà di medie dimensioni di affermarsi in un settore dominato dalle più grandi aziende a livello globale.

Ciò che è stato raccolto nell'intervista con l'ing. Marco Ciatti avvalorava le ipotesi letterarie secondo cui in ambienti in continuo cambiamento le aziende tendono a porre in essere network inter-organizzativi al fine di ridurre l'incertezza dettata dall'ambiente.

6. Conclusioni

Come discusso, l'obiettivo dell'elaborato è quello di analizzare e comprendere al meglio in che modo determinate circostanze e caratteristiche ambientali siano in grado di influenzare le scelte strategiche aziendali e la derivante performance nel lungo periodo. Lo scopo era, dunque, quello di comprendere come il caso della popolazione di imprese analizzato si potesse collocare nella letteratura accademica, supportando o confutando alcune teorie e permettendo di suggerire ulteriori ricerche.

In questa ricerca, è stato studiato l'impatto dell'ambiente esterno sulle strategie di crescita aziendale e sulla relativa performance, raccogliendo informazioni attraverso un database di circa 2500 azienda statunitensi in un arco temporale che va dal 2005 al 2019. I dati raccolti sono stati esaminati attraverso un'analisi quantitativa e con un approccio interpretativo. L'analisi dei risultati attraverso la letteratura accademica pertinente evidenzia l'esistenza di una relazione positiva tra strategie di crescita inorganica, ambienti dinamici e performance aziendale. Particolarmente significativa è la relazione estremamente positiva che sussiste tra crisi finanziaria e performance a lungo termine.

E' possibile concludere, dunque, che le strategie di crescita per vie esterne, accompagnate da una pianificazione oculata, possono rivelarsi uno strumento di creazione di valore a lungo termine per gli investitori. Aspetto altrettanto significativo, è dato dal fatto che tali strategie possano fungere da "rimedio", se accompagnate da disponibilità finanziarie sufficienti e oculata pianificazione, durante periodi turbolenti e, dunque, caratterizzati da shock esogeni.

6.1 Ricerche future

L'elaborato porta con se la possibilità di sviluppare tre temi interessanti che, in tal sede, non sono potuti essere approfonditi.

La ricerca sulla letteratura accademica relativa alla performance aziendale ha evidenziato la necessità di implementare il tema del lungo termine. Come accennato nell'elaborato, la letteratura sulla performance a lungo termine ha, da sempre,

utilizzato indici di bilancio focalizzati maggiormente sul breve periodo. L'approfondimento di una metrica come la LIVA permetterebbe di svolgere analisi maggiormente accurate se il focus della ricerca risulta essere la performance nel lungo periodo.

Secondo punto è quello relativo al risultato scaturito dalla relazione tra strategie di crescita digitali e LIVA. Il coefficiente estremamente negativo risultante dalla regressione effettuata non è stato spiegato e compreso con sufficiente precisione. Come sbocco futuro sarebbe interessante analizzare, in modo maggiormente dettagliato, la relazione sussistente tra performance aziendale a lungo termine e strategie di crescita digitale, al fine di comprendere la reale capacità di generare valore da parte di tali operazioni.

Infine, dati i risultati complessivamente positivi e significativi dell'analisi, sarebbe interessante effettuare una valutazione quantitativa dell'impatto del Covid-19, interpretato come shock esogeno, sulle strategie di crescita inorganica. Facendo riferimento alla letteratura accademica relativa alla crisi finanziaria, ossia uno degli shock esogeni maggiormente studiati negli ultimi anni, sarebbe interessante comprendere se il Covid-19, nel lungo termine, possa confermare ciò che studiato e quindi, da evento turbolento, trasformarsi in un'opportunità di creazione di valore per le aziende in grado di sfruttarlo.

7. Bibliografia e Sitografia

Abolarinwa, S., Asogwa, C., Ezenwakwelu, C., Court, T., Adedoyin, S., (2020). *Corporate growth strategies and financial performance of quoted manufacturing firms in Nigeria: The mediating role of global economic crises*. Cogent Economics & Finance

Abou Jaoude, Marc., 2018, *Commercial Strategies To Follow In Periods Of Economic Downturn*. Louvain School of Management.

Andrews, Kenneth R. (1971), *The Concept of Corporate Strategy*, Dow Jones-Irwin, Homewood, IL.

Arslan, B., Tarakci, M., (2019). *Do Exogenous Shocks Help or Hurt Innovation Performance of Alliances? Evidence from Ebola Outbreak*. Academy of Management

Brealey, R. and Myers, S. (2003) *Principles of Corporate Finance*, 7th edn, McGraw-Hill, New York

Bouwman, C. H. S., Fuller, K., & Nain, A. S. (2009). *Market valuation and acquisition quality: Empirical evidence*. The Review of Financial Studies, pp. 633–678

Cernat-Gruici, B., Constantin, L., Iamandi, I., (2010), *An Overview on the Romanian M&A Market during the Recent Financial Crisis*. The Romanian Economic Journal

Choi, S.H. and Jeon, B.N. (2010). *The Impact of the Macroeconomic Environment on Merger Activity: Evidence from US Time-Series Data*, pp.233-249.

Corbo, L., Corrado, R., Ferriani, S., (2018). *Jolts and Interorganizational Network Change: Empirical Evidence from the Global Airline Industry*. Academy of Management

Deans, G., Kansal, C. and Mehlretter, S. (2009) *Making a Key Decision in a Downturn: Go on the Offensive or be Defensive?*. Ivey Business Journal Online.

Erxleben, U., Schiereck, D. (2015). *Wealth creation of mergers in downturn markets*, pp. 317-345

Fontana, F. and Boccardelli, P., 2019. *Corporate strategy*. Milano: U. Hoepli.

Gatti, S. and Chiarella, C., 2013. *M&A in uncertain times: is there still value in growing?*. Università Commerciale Luigi Bocconi.

Geroski, P.A. and Gregg, P. (1997) *Coping with Recession: UK Company Performance in Adversity*. Cambridge University Press, Cambridge

Granata, D. , Chirico, F. (2010). *Measures of value in acquisitions: family versus nonfamily firms*, *Family Business Review*, vol. 23

Grave, K., Vardiabasis, D., Yavas, B., (2012). *The Global Financial Crisis and M&A*. International Journal of Business and Management

Grewal, R. and Tansuhaj, P. (2001) *Building Organisational Capabilities for Managing Economic Crisis: The Role of Market Orientation and Strategic Flexibility*. Journal of Marketing

Gulati, R. 1998. *Alliances and networks*. Strategic Management Journal

Gulati R, & Gargiulo, M. 1999. *Where do interorganizational networks come from?* American Journal of Sociology

Guerard, J. (1989) *Mergers, stock prices, and industrial production*, Economics Letters.

Harford, J. (1999) *Corporate cash reserves and acquisitions*, Journal of Finance.

Harford, J. (2005) *What drives merger waves?*, Journal of Financial Economics, 77, 529–60

Harrigan, K. R. (1985). *Strategies for joint ventures*. D.C. Heath & Company, Lexington Books, Lexington, MA

Huang, X., Boyaci, T., Gümüş, M., Ray, S., Zhang, D., (2015). *United We Stand or Divided We Stand? Strategic Supplier Alliances Under Order Default Risk*. Management Science

IMAA, Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances.

Katz D. & Kahn R.L. (1966), *The Social Psychology of Organizations*, New York, NY: John Wiley

Koka, B.R., Madhavan R., & Prescott, J.E. 2006. *The evolution of interfirm networks: Environmental effects on patterns of network change*. Academy of Management Review

Kooli, C.; Lock Son, M. (2021). *Impact of COVID-19 on Mergers, Acquisitions & Corporate Restructurings*. Businesses 2021

Learned E.P., Christensen C.R., Andrews K.R. & Guth W.D. (1965), *Business Policy, Text and Cases*, Homewood, IL: Irwin.

Li, W. and Wang, L. (2019), *Strategic choices of exploration and exploitation alliances under market uncertainty*. Management Decision, Vol. 57 No. 11, pp. 3112-3133.

Madhavan R, Koka BR, Prescott JE. 1998. *Networks in transition: how industry events (re)shape interfirm relationships*. Strategic Management Journal

March, J. G. (1981). *Footnotes to Organizational Change*. Administrative Science Quarterly, 26(4), 563–577.

Maslak, Gregory and Senel, Gonca, (2018). *Bank Consolidation and Systemic Risk: M&A During the 2008 Financial Crisis*.

McQuaid, R., 2010. *Theory of Organisational Partnerships – partnership advantages, disadvantages and success factors.*

Meyer, A.D., 1982. *Adapting to environmental jolts.* Administrative Science Quarterly 27 (4), 515–538.

Meyer, A., Brooks, G. and Goes, J., (1990) *Environmental Jolts and Industry Revolutions: Organizational Responses to Discontinuous Change.* Strategic Management Journal.

Miller, D. and P. H. Friesen. *Organizations: A Quantum View*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ, 1984

Mithani, Murad, A., Gopalakrishnan, Shanthi, Santoro, M., (2017). *Environmental Jolts and Organizational Resilience.* Academy of Management

Taleb N.N., 2007, *Il Cigno nero*, ilSaggiatore

Pfeffer, J. & Salancik G. 1978. *The external control of organizations: a resource dependence perspective.* New York, Harper & Row

Porter M.E. (1979). *How Competitive Forces Shape Strategy.* Harvard Business Review, 57(2), 137-145.

Raisch, S. and Birkinshaw, J. (2008) *Organizational Ambidexterity: Antecedents, Outcomes, and Moderators.* Journal of Management

Reid, S.R. (1968). *Mergers, Managers, and the Economy.* New York: McGraw-Hill.

Reddy, K., Nangia, V., Agrawal, R., (2014). *The 2007-2008 Global Financial Crisis, and Cross-border Mergers and Acquisitions: A 26-nation Exploratory Study.* Global journal of emerging market economies

Salsberg, B., 2020. *The Case for M&A in a Downturn.* Harvard Business Review.

Savovic, Sladana; Pokrajcic, Dragana. *Metalurgia International*; 2012, *The Impact of Global Financial Crisis on Mergers and Acquisitions – Case of Serbia*. Bucharest Vol. 17, Iss. 11, 237-245.

Silberston, A. (1983) 'Efficiency and the Individual Firm', in D. Shepherd, J. Turk and A. Silberston (eds) *Microeconomic Efficiency and Macroeconomic Performance*, Philip Allen, London.

Shleifer, A. and Vishny, R. W. (2003) *Stock market driven acquisitions*, *Journal of Financial Economics*, 70, 295–311.

Taboga, Marco (2021). *Generalized least squares, Lectures on probability theory and mathematical statistics*. Kindle Direct Publishing.

Whittington, R. (1991) *Recession Strategies and Top Management Change*. *Journal of General Management*.

Wibbens, P., Siggelkow, N., 2019. *Introducing LIVA to measure long-term firm performance*. *Strategic Management Journal*

Willem P. Burgers, Charles W. L. Hill, W. Chan Kim (1993), *A Theory of global strategic alliances: The case of the global auto industry*. *Strategic Management Journal*

Xia, T & Dimov, D (2017). *Alliances and survival of new biopharmaceutical ventures in the wake of the global financial crisis*. *Journal of Small Business Management*

