



Corso di laurea in Amministrazione Finanza e Controllo

Cattedra di Advanced Corporate Finance

“Is M&A the best performing growth strategy  
in the tech industry?”

Prof.ssa Rosella Santella

RELATORE

Prof. Eugenio Pinto

CORRELATORE

Ivanoe Zanon Matr.752101

CANDIDATO

Anno Accademico 2023/2024



## Table of Contents

1 L'M&A.....	5
1.1 Definizione di M&A.....	5
1.2 Le differenti <i>Waves</i> nel settore del M&A.....	6
1.3 Finalità generali dell'M&A.....	17
1.3.1 Finalità specifiche dell'Acquisizione.....	22
1.3.2 Le finalità specifiche della fusione.....	23
1.4 Strategie alternative di crescita esterna.....	24
1.5 Caratteristiche e strutture più comuni dei <i>deals</i> nel settore dell'M&A.....	25
1.5.1 Modelli di M&A: Stock Purchase.....	26
1.5.2 Modelli di M&A: Merger.....	27
1.5.3 Modelli di M&A: Asset Purchase.....	29
1.6 Case Studies.....	30
1.6.1 Il caso AMD/Xilinx.....	30
1.6.2 Il caso American Online (AOL) e Time Warner.....	37
2. Literature Review.....	41
2.1 Le varie scuole di pensiero sull'M&A e le diverse metodologie utilizzate per studiare il fenomeno.....	42
2.2 La letteratura relativa al M&A in settori ad alta intensità tecnologica, l'analisi delle performance e la teoria dell'integrazione.....	44
2.3 Il posizionamento dell'elaborato.....	55
2.4 Definizione delle ipotesi di ricerca.....	56
3. I metodi utilizzati per valutare le operazioni di M&A.....	57
3.1 I principali metodi della valutazione d'impresa.....	57
3.1.1 Metodi di valutazione patrimoniali-reddituali.....	58
3.1.2 I metodi di valutazione finanziari.....	60
3.2 La valutazione delle sinergie.....	66
4. Il modello di analisi.....	68
4.1 La Teoria alla base del modello.....	70
4.2 La raccolta dei dati.....	74
4.3 Il modello di ricerca.....	74
4.3.1 Analisi e risultati del modello.....	77

5. Conclusioni.....	84
6. Considerazioni ed implicazioni dell'elaborato .....	87
7. Bibliografia.....	88

# 1 L'M&A

## 1.1 Definizione di M&A

M&A, acronimo di Mergers and Acquisitions, in letteratura descrive quelle operazioni di finanza straordinaria concernenti il vasto mondo delle Acquisizioni e delle Fusioni tra imprese.

Come ho appena accennato, parlando di M&A ci si riferisce a due differenti macrocategorie di operazioni di finanza straordinaria: le fusioni e le acquisizioni.

Spesso questi due termini vengono utilizzati inconsciamente in modo sostitutivo, ma le strutture delle operazioni di fusione e di acquisizione, la loro implementazione e l'output differiscono in modo sostanziale.

- Con il termine acquisizione, in inglese *acquisition* si intende il processo in cui la società offerente, "bidder", acquisisce la maggioranza o la totalità delle quote di una seconda società, *Target*, al fine di esercitarne il controllo.

Nella prassi, salvo eccezioni, le società che eseguono il *take-over*, ossia che conducono l'acquisizione, hanno dimensioni maggiori, in termini di capitalizzazione, revenue e patrimonio netto rispetto alla società acquisita, il cosiddetto *Target*. (Giuliana Airaghi Masina, 2020)

- Con fusione, *merger* in lingua inglese, propriamente parlando, si indicano operazioni di finanza straordinaria in cui due o più entità si uniscono dando vita ad un nuovo soggetto giuridico; la peculiarità di suddetta pratica è che uno od entrambi i soggetti giuridici coinvolti nell'operazione cessano di esistere per dare vita ad un soggetto giuridico in cui sia le attività, ed in genere, anche le passività delle due o più società coinvolte nella fusione confluiscono. (Giuliana Airaghi Masina, 2020)

Ciò che accomuna tali “famiglie” di operazioni, nonostante siano operazioni per struttura e modalità di esecuzione differenti, è la ratio alla base, ovvero la convinzione che l’unione di due entità possa creare sinergie ed economie di scala, permettendo alle due, o più, società di creare maggior valore congiuntamente rispetto che separatamente. (Jeffrey T. Hooke, 1997)

Usualmente queste pratiche a causa della loro complessità e della loro onerosità vengono implementate dalle società facendo ricorso a soggetti esterni, quali banche di investimento, boutique specializzate e società di consulenza, in grado di accrescere il valore complessivo delle operazioni grazie alla loro fitta rete di contatti e ad un alto livello di expertise. (Jeffrey T. Hooke, 1997)

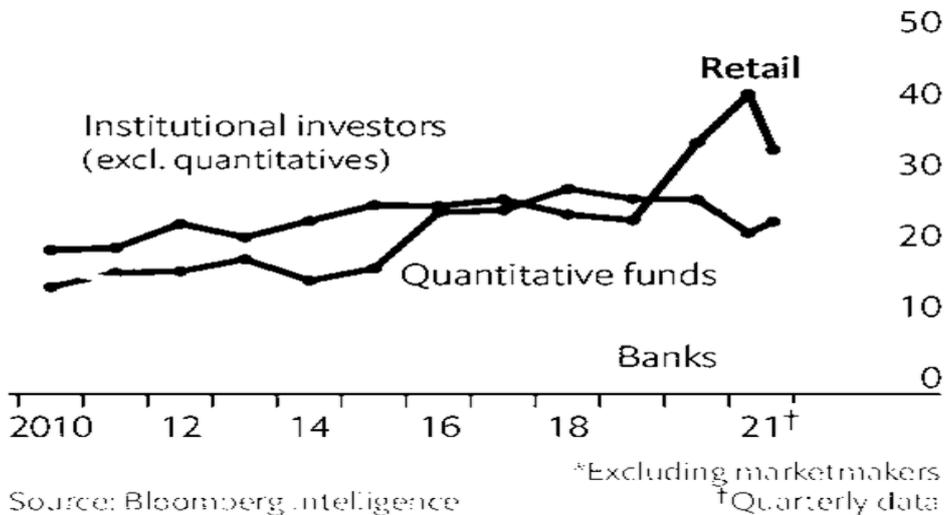
## **1.2 Le differenti *Waves* nel settore del M&A**

Esattamente come l’economia, il settore dell’M&A è caratterizzato da cicli; i cicli dell’M&A, anche detti *Waves*, sono correlati a quelli economici e generalmente delimitati sia a monte che a valle da periodi di recessione. Ciò è dovuto dal fatto che i volumi dei *deal*, i quali inizialmente decrescono nella fase di *downturn* dell’economia, ricrescono in modo significativo non appena le prospettive di crescita iniziano a migliorare.

I soggetti che incidono maggiormente nel movimento delle *Waves* sono gli investitori istituzionali; tra di essi, negli ultimi anni, si sono distinti sia per volumi scambiati che a livello di attività i fondi di *Private Equity*, un veicolo che dagli anni duemila ha avuto una crescita di popolarità strabiliante e che continua ad avere un appeal molto elevato grazie agli alti rendimenti che permette di ottenere. In generale gli istituzionali, soggetti dotati di un accesso preferenziale alle fonti di informazione e di una capacità superiore di processarle ragionano diversamente, se non in modo diametralmente opposto rispetto agli investitori retail. (Paolo Vitale, 2022)

## Mass arrival

Trading volumes, by type of investor\*  
% of total



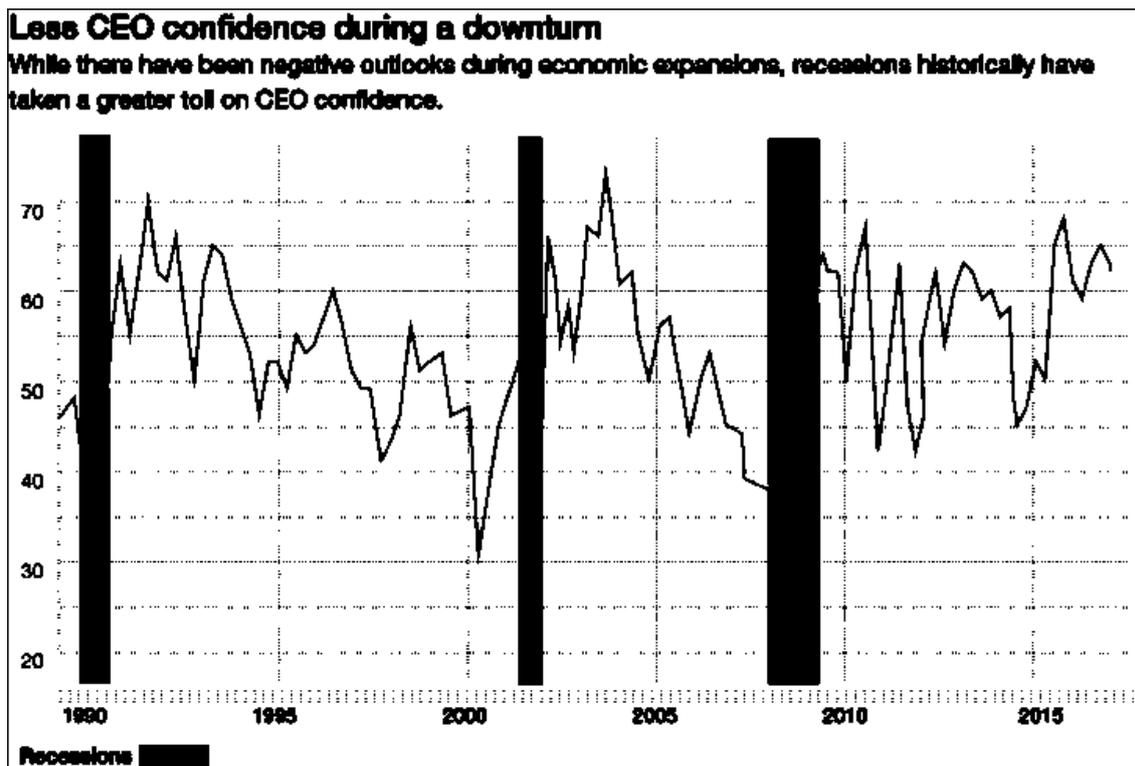
### Immagine 1.1

Istituzionali vs Retail nei mercati finanziari

Fonte: The Economist

Così come i prezzi dell'*Equity* iniziano a calare, portando ad un abbassamento dei multipli, il loro appetito aumenta; chiaramente la possibilità di acquisire *Equity* a bassi livelli di P/E o di EBITDA/EV, permette nel medio lungo, a tali soggetti, di raggiungere ottimi livelli di performance. È proprio in questo momento che i volumi delle operazioni iniziano ad aumentare, per poi stabilizzarsi e successivamente contrarsi all'apice della fase positiva di mercato, quando l'*Equity* tende ad essere sopravvalutato: in tali fasi le possibilità di over performare il portafoglio di mercato si riducono drasticamente.

Ciò che ho appena descritto è evincibile dal grafico sottostante, che mostra come i periodi di recessione dal 1990 al 2015 sono stati veri e propri propulsori del settore dell'M&A. (Capasso A., Meglio O., 2009)



**Immagine 1.2**

*M&A Cycles*

*Fonte:Pwc*

Come ho già detto, nel corso degli anni, il mondo delle M&A ha vissuto, proprio come l'economia, diversi cicli, ognuno caratterizzato da specifiche tendenze.

Dal 1893 ad oggi possiamo distinguere 7 differenti Waves nel settore dell'M&A così suddivise (“M&A Cycles: Fundamental Drivers and Valuation Impacts”, PWC, 2019):

- **Prima Wave (1893-1904)**

La prima ondata di M&A nella scena aziendale degli Stati Uniti, nota come " il grande movimento di fusione", riguardò in particolare nel settore manifatturiero. Questa ondata fu caratterizzata da fusioni orizzontali, in cui aziende che operavano nello stesso settore o campo, spesso come concorrenti o rivali, si unirono a formare conglomerati aziendali. Queste fusioni vennero spesso realizzate da grandi aziende nell'ottica di creare economie di scala e sfruttare le possibili sinergie create dal processo.

Di conseguenza, la formazione di trust divenne la norma. Questo era particolarmente allettante per le aziende che desideravano stabilire monopoli e

domini di mercato, poiché le fusioni permettevano di raggiungere quote di mercato significative, anche per il controllo dei prezzi.

Questo periodo, tra il 1893 e il 1904, subito prima dell'inizio della Prima guerra mondiale, vide l'ascesa di giganti manifatturieri e di trasporti negli Stati Uniti, in particolare nei settori dell'acciaio, del petrolio, delle miniere, delle ferrovie e delle telecomunicazioni. (Anastasia Belyh, 2019)

I principali esempi di integrazione orizzontale durante la prima ondata sono:

- Standard Oil Company of New Jersey (1899). Questa compagnia americana di petrolio e gas è stata fondata nel 1870 ma è diventata ufficialmente un trust come "New Jersey Holding Company" nel 1899.
- United States Steel Corporation (1901). Questa società siderurgica è stata fondata nel 1901 dalla fusione/acquisizione di Carnegie Steel Company, Federal Steel Company, National Steel Company e J.P. Morgan. Questo la rese il più grande produttore di acciaio e la più grande società al mondo al momento.
- International Harvester Corporation (1902). IHC è un importante produttore americano di macchinari e attrezzature per scopi agricoli e di costruzione e prodotti commerciali e domestici. Fu costituita con la fusione di cinque aziende di attrezzature agricole, tra cui Deering Harvester Company e McCormick Harvesting Machine Company, da parte di J.P. Morgan.

- **Seconda Wave (1919-1929):**

I monopoli creati tramite l'integrazione orizzontale durante la prima ondata portarono all'intervento del governo e all'emanazione di leggi che vietavano o proibivano ciò che veniva definito "comportamento anticoncorrenziale". Ad esempio, la Standard Oil Company fu dichiarata un monopolio illegale dalla Corte Suprema degli Stati Uniti nel 1911. Ciò portò l'azienda a passare all'integrazione verticale, che fu l'elemento caratterizzante della seconda ondata delle M&A.

Le fusioni verticali sono più orientate all'efficienza; anziché aumentare i ricavi, l'obiettivo è ridurre i costi e migliorare l'efficienza complessiva di un'azienda.

Questo tipo di fusione coinvolge due aziende che non sono concorrenti ma collaborano. Pertanto, è comune vedere un offerente o un acquirente espandere le operazioni dell'azienda verso le risorse (upstream) o l'utente finale (downstream). Un esempio potrebbe essere un'azienda che vende materie prime utilizzate da un'altra azienda nei suoi processi di produzione. I costi di ricerca di fornitori e distributori, così come i costi delle trattative con terze parti, saranno eliminati poiché le aziende sono già unite. Il principale vantaggio di questo tipo di fusione si avverte nelle divisioni di approvvigionamento e logistica.

Un effetto di questa ondata di M&A fu la sostituzione dei monopoli con gli oligopoli. Le aziende che non erano riuscite a ottenere una fetta del mercato durante la prima ondata furono costrette a fondersi con altre imprese o ad acquisire altre società per rimanere competitive con i grandi attori creati durante la prima ondata.

Questa ondata si concluse durante la Grande Depressione e il crollo del 1929.

I principali protagonisti furono i produttori di automobili, con Ford e FIAT in testa. Anche l'industria del petrolio e del gas si adattò durante la seconda ondata, come dimostrato dalla Standard Oil Company che passò dall'integrazione orizzontale all'integrazione verticale, espandendo le sue attività a raffinazione, vendita al dettaglio e marketing del petrolio. (Anastasia Belyh, 2019)

- **Terza Wave (1955-1970)**

L'espansione e la diversificazione divennero i principali driver delle decisioni aziendali durante la Terza Onda. Quando né l'integrazione orizzontale né quella verticale riuscirono a placare le mire espansionistiche di enormi società, esse rivolsero la loro attenzione alle fusioni conglomerate e alle acquisizioni.

Le fusioni e le acquisizioni conglomerate coinvolgono aziende o società che appartengono a diversi settori di attività, spesso non correlati tra loro. Non devono appartenere alla stessa industria o settore e i loro prodotti o servizi possono essere molto diversi o non avere nulla a che fare l'uno con l'altro.

Questa ondata fu stimolata dal desiderio delle aziende statunitensi di entrare in nuovi mercati e diversificare le loro fonti di reddito. Di conseguenza, nacquero società di gestione e conglomerati.

Tuttavia, questa ondata non durò a lungo. Il crollo dei prezzi delle azioni, amplificato dalla crisi del petrolio nella prima parte degli anni '70, portò alla fine della Terza Onda.

Uno dei nomi più importanti emersi durante la Terza Onda fu la General Electric Company. Originariamente, questa società fece parte della Seconda Onda quando assorbì la National Electric Lamp Association (NELA) e la rese una componente importante della sua divisione illuminazione. (Anastasia Belyh, 2019)

- **Quarta Wave (1974-1989)**

La Quarta Onda vide l'arrivo degli "acquirenti aziendali" sulla scena e le acquisizioni ostili e le fusioni congeneri divennero comuni.

Il termine "acquirente aziendale" è stato concesso a qualsiasi investitore o finanziatore che cerca di prendere il controllo di un'azienda acquisendo una grande partecipazione azionaria o un interesse di controllo, spesso in modo poco congeniale. Da qui il termine "acquisizione ostile", che è un tipo di acquisizione o fusione effettuata senza il consenso o addirittura la volontà dei proprietari, degli azionisti o della dirigenza dell'azienda oggetto dell'acquisizione.

Come il termine "ostile" suggerisce, questa acquisizione produce frizione tra le parti coinvolte, quali la proprietà, il management e gli acquirenti. (Anastasia Belyh, 2019)

Le fusioni congeneri, d'altra parte, avvengono tra due aziende o attività che appartengono alla stessa industria, o ad industrie diverse ma correlate tra loro in modo tale da sviluppare sinergie, ma producono servizi e prodotti differenti.

In entrambi i casi, le aziende fuse o combinate operano in campi aziendali simili o correlati ma non offrono gli stessi prodotti al mercato.

Durante questa ondata, le banche d'investimento svolsero un ruolo più attivo, attraverso l'erogazione di ingenti somme di denaro per aiutare i loro clienti, gli acquirenti aziendali, nelle loro offerte ostili di acquisizione.

Questa ondata ha anche visto lo sviluppo di nuovi mercati, come il mercato dei "junk bond".

La fine inevitabile della quarta ondata arrivò nel 1989, quando all'innalzamento dei tassi di interesse, considerato che le banche avevano concesso prestiti anche a soggetti incapaci di ripagare i finanziamenti ricevuti, molte "aziende acquirenti" non riuscirono onorare i debiti contratti. La situazione fù aggravata ulteriormente dal crollo del mercato azionario nel 1987, quando molte aziende furono costrette a chiudere i battenti. (Anastasia Belyh, 2019)

- **Quinta Wave (1993-2000)**

Gli anni '90 hanno visto l'entrata in scena delle "mega operazioni", dove le aziende hanno dimostrato una maggiore avidità per economie di scala più grandi. Il risultato è stato la creazione di aziende multinazionali e conglomerati di grandi dimensioni. Infatti, vi era la credenza da parte dei management e del mercato che più grandi fossero le società, più dominanti sarebbero state sul mercato.

Di conseguenza, gli investitori stranieri cominciarono ad entrare nel mercato statunitense.

Il tipo di acquisizione o fusione che coinvolge investitori stranieri che ottengono un interesse di controllo nell'azienda acquisita o fusa è diventato noto come "fusioni transfrontaliere". Questo tipo di operatività coinvolge due paesi con le regole o le leggi del Paese di origine (dove si trova l'azienda acquirente) che prevalgono sull'acquisizione e il controllo dell'azienda acquisita o fusa nel Paese ospitante. Questo è stato visto da molte aziende come un'opportunità per entrare nei mercati di altri paesi e stabilire un dominio su scala internazionale e persino globale.

Se si guardano le più grandi operazioni di fusione e acquisizione nella storia, molte di esse si sono svolte durante la Quinta Onda. (Anastasia Belyh, , 2019)

Un esempio di fusione transfrontaliera è stata l'acquisizione di Mannesmann, la gigante tedesca delle telecomunicazioni e di internet, da parte di Vodafone AirTouch, con sede legale nel Regno Unito.

Anche l'industria del gas e del petrolio è stata attiva durante questo periodo, come dimostra la fusione di Exxon e Mobil, che ha dato origine a Exxon Mobil, attualmente la quarta più grande società di raffinazione del petrolio al mondo.

Ma non è solo l'industria dell'*oil&gas* che ha beneficiato dalle fusioni avvenute durante la Quinta *Wave*. È stato anche il periodo in cui ha avuto luogo la storica fusione tra Daimler e Chrysler, per non dimenticare l'acquisizione di Volvo da parte di Ford.

Questa ondata non durò a lungo. Sebbene iniziò con grande entusiasmo, si concluse con scandali legati alla bancarotta di nomi importanti come Worldcom e Enron.

La fine di questa *Wave* fù consacrata dall'esplosione della bolla delle dot-com.

- **Sesta Wave (2003-2008)**

Globalizzazione, private *Equity* e attivismo degli azionisti furono le caratteristiche chiave che contraddistinsero la Sesta *Wave*, avvenuta successivamente alla bolla speculativa esplosa agli inizi degli anni duemila.

Gli azionisti divennero più coinvolti nelle decisioni aziendali, dando luogo ad un fenomeno, che persiste ancora oggi, conosciuto come l'attivismo degli azionisti; da questo periodo in poi, gli azionisti sono stati più partecipi nelle assemblee e nelle decisioni aziendali, esercitando maggiore influenza e facendo valere i loro diritti voto sulle decisioni sociali.

Chiaramente ciò non significa una gestione diretta dell'azienda, ma esercitare un peso nelle decisioni prese dal consiglio di amministrazione o dalla dirigenza, con conseguente miglioramento del controllo di gestione.

Naturalmente, questa posizione proattiva degli azionisti li ha portati ad agire nell'allargamento della proprietà con la gestione e gli investitori dell'azienda. Ciò ha comportato un afflusso di fondi dal mondo del private *Equity*.

Divennero prassi comune anche le acquisizioni attraverso debito preso a prestito dalle banche e fatto confluire nel bilancio della società acquisita, il *Leveraged BuyOut*, strumento principe dell'M&A, largamente utilizzato ancora oggi. Si tratta di fusioni o acquisizioni in cui l'azienda acquirente prende in prestito denaro per coprire i costi di acquisizione della società *Target*, riversando il nel bilancio della società acquisita; ciò consente di condurre acquisizioni o fusioni senza dover impegnare una grande quantità di capitale e senza aumentare eccessivamente la propria esposizione debitoria nei confronti di istituti di credito. (Anastasia Belyh, 2019)

Questa pratica di prendere in prestito o ottenere prestiti per coprire i costi di acquisizione può essere considerata una continuazione della Quarta Onda, ma in questo periodo i tassi di interesse favorevoli permisero alle società di private *Equity* di gareggiare in *deal* di maggiori dimensioni, mantenendo strutture finanziarie sostenibili e senza compromettere i flussi di cassa.

La globalizzazione divenne un punto chiave nelle fusioni e acquisizioni, e sempre più aziende, anche se grandi e già consolidate, adottarono strategie di crescita transfrontaliere provando a penetrare anche mercati esteri.

Le vestigia delle fusioni transfrontaliere della Quinta Onda erano ancora forti e visibili durante la Sesta Onda, ma grazie ad un supporto governativo più facilmente ottenibile, la crescita dei fondi di private *Equity* contribuì notevolmente all'accrescimento dell'ondata.

Tuttavia, nel dicembre 2007, la crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti, che coincise con la recessione dell'economia statunitense, segnò la fine della Sesta Onda.

Un esempio popolare di una fusione avvenuta durante la Sesta Onda è stata quella di American Online (AOL) che ha acquistato Time Warner per 164 miliardi di dollari. (Anastasia Belyh, 2019)

- **Settima Wave (2008-ad oggi)**

I primi tre anni successivi alla fine della Sesta Onda (dal 2008 al 2011) non sono stati particolarmente rosei per il settore delle fusioni ed acquisizioni. Infatti, il ricordo delle ingenti perdite subite da AOL a causa dell'acquisizione di Time Warner ha funto da monito per molti manager, momentaneamente restii ad intraprendere acquisizioni di grosse dimensioni; inoltre, l'arrivo della crisi del settore finanziario e del debito sovrano, ed i gravi danni al tessuto economico globale da essi cagionati, hanno reso ancora più complesso concludere operazioni di M&A.

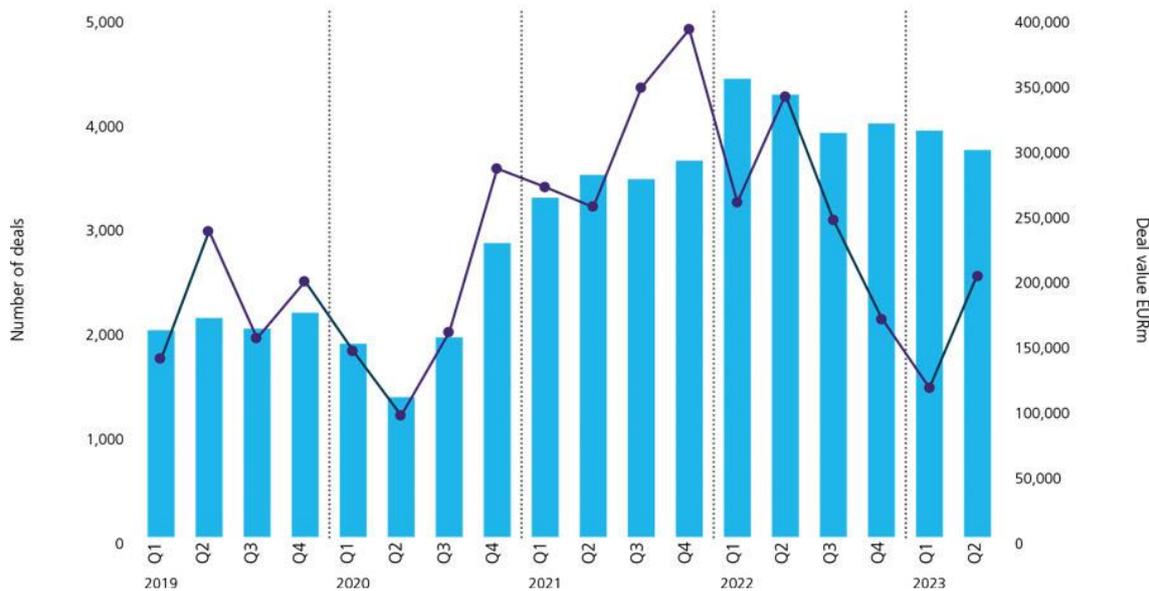
Tuttavia, il livello di operatività nel settore ha dato dei forti segnali di ripresa dal 2011 in poi: i volumi ed i numeri di deal conclusi sono tornati a crescere dopo tre anni caratterizzati dalla recessione.

In questa nuova ondata, i BRICS (Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica) hanno ricoperto un ruolo sempre più di primaria importanza nel settore. Tali paesi, infatti, che congiuntamente rappresentano il 50% della popolazione mondiale, grazie ai tassi di cambio favorevoli per i paesi esteri ed alle rosee prospettive di crescita sono diventati veri e propri accentratori di investimenti, catalizzando capitali esteri. (Anastasia Belyh, 2019).

Il settore M&A è tornato a far registrare numeri positivi non solo nei mercati emergenti ma anche nei paesi OCSE; nello stesso arco temporale è stato registrato un continuo aumento dell'attività transattiva nell'M&A che è proseguito con un trend positivo fino al primo semestre del 2022, seguito da una lieve flessione e da una successiva lateralizzazione nel primo e secondo trimestre 2023. Inizialmente la crescita economica, l'accessibilità facilitata al credito e le prospettive di consolidamento aziendale hanno contribuito a facilitare la conclusione delle operazioni di M&A. Tuttavia, dal 2022 il settore, ha dovuto affrontare sfide rilevanti: una serie di incertezze, associate ad eventi geopolitici, considerevoli fluttuazioni nei tassi di interesse e gli strascichi della pandemia da COVID-19, hanno concorso nella decrescita dell'attività M&A, nel numero dei deals e dei volumi ad essi associati. Infatti, tali fattori esogeni hanno compromesso momentaneamente l'ambiente in cui i deals maker operano: essi sono stati

costretti ad agire in modo cauto, bilanciando attentamente le opportunità e i rischi a causa di un contesto difficilmente prevedibile ed in continua evoluzione. Nonostante la volatilità degli ultimi anni, i volumi transattivi, legati all'ambito della finanza straordinaria, sia in Europa che nel resto del mondo, nell'ultimo periodo si stanno delineando in un trend positivo. Inoltre, è interessante segnalare come l'operatività si sta incanalando verso le fusioni e acquisizioni nel mid-market, con una particolare attenzione rivolta alle aziende operanti nei settori energy, consumer, tech, media e telecomunicazioni (TMT). Questo orientamento verso operazioni di dimensioni più contenute e verso società ad alta intensità tecnologica può essere attribuito alla ricerca di flessibilità e di maggiori opportunità di crescita.

**European M&A trends 2019-Q2 2023**



Source: Turning the Corner? European M&A Outlook 2024

### Immagine 5.1

Settore M&A in Europa

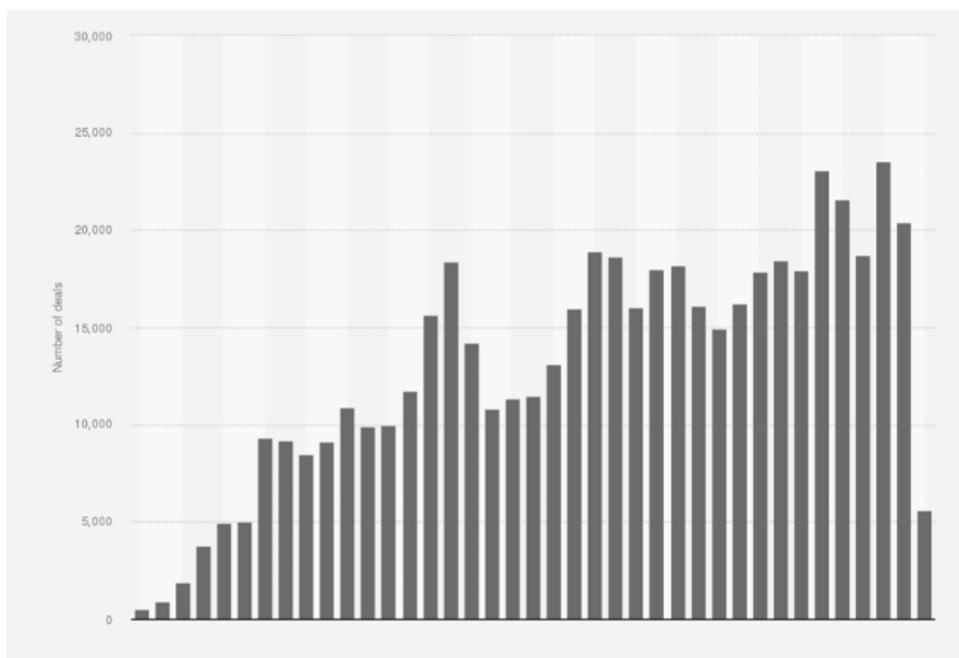
Fonte: Consultancy.eu

Nel prossimo futuro a seguito del taglio dei tassi di interesse, che ridurrà il costo del denaro, assisteremo probabilmente ad un nuovo aumento dei volumi con conseguente creazione di valore sia per le singole società che per l'ambiente in cui esse operano.

### 1.3 Finalità generali dell'M&A

Nonostante le operazioni di M&A non assicurino sistematicamente il conseguimento di maggiori profitti ed, anzi, possano comportare la perdita di un'ingente quantità di risorse, sia finanziarie che di altro genere, il mercato dell'M&A, in Italia e nel mondo, seppure in modo discontinuo è in continua crescita.

L'aumento del numero di operazioni concluse e dei volumi coinvolti in questo settore va quindi ricercato nelle motivazioni alla base che spingono gli azionisti, in primis, e il management poi ad intraprendere la crescita aziendale attraverso queste pratiche. (“M&A in Italia nel 2022: quasi 90 miliardi di euro per oltre 970 operazioni”, Press Italy Release EY, 2023)



**Immagine 1.3**

Numero di deals chiusi in Europa dal 1985 ad oggi.

Fonte: Statista

Le motivazioni che spingono i principali *stakeholders* all'implementazione di operazioni di M&A, quali il management ed i portatori di capitali di rischio, gli azionisti, sono indubbiamente collegate a doppio filo ai loro interessi principali:

- Gli **azionisti** della società sono interessati nel *going concern*, ovvero nella continuità aziendale che si traduce nella produzione di valore che si manifesta attraverso flussi di cassa.
- Il **management** è portatore di interessi che si distaccano da quelli degli azionisti. I manager generalmente sono spinti nel loro operato, sia dai valori morali che da una motivazione economica, la quale si manifesta attraverso il salario e i bonus variabili di produzione (M. Snichelotto, A. Pegoraro)

Partendo dagli azionisti, i quali sono quindi spinti da un mero fattore economico, ovvero la remunerazione del capitale investito, le ragioni per condurre operazioni di M&A sono da ricercare nella creazione di valore. Di conseguenza essi avranno interesse a portare a termine il processo di acquisizione e/o fusione solo nell'eventualità che il valore delle imprese congiunte sia maggiore del valore delle singole entità stand-alone.

Il maggior valore o il premio valore, che scaturisce dalle due imprese congiunte, può essere ricercato nel conseguimento e nello sviluppo delle seguenti fattispecie (Franco Fontana, Matteo Caroli, 2019):

- **Economie di scala:** è il fenomeno per cui, all'aumentare della dimensione di società, il costo medio operativo di prodotto tende a diminuire; ciò è dovuto grazie alla presenza di alcuni costi che variano in maniera meno che proporzionale rispetto alla dimensione della società stessa. Tale concetto include le sinergie derivanti da un aumento del potere contrattuale (sconto sul prezzo dei grezzi a fronte degli elevati volumi richiesti), dall'uso di asset simili (diminuzione del costo di produzione, pubblicizzazione di un volume più ampio di prodotti senza aumentare i costi di marketing), dall'eliminazione di risorse ridondanti (la forza lavoro insatura può trovare occupazioni alternative o, a seconda dei casi, essere sollevata dall'incarico), da vantaggi di tipo finanziario (in genere, imprese più grandi possono richiedere prestiti a tassi agevolati a causa delle garanzie disponibili e del maggior potere contrattuale). (D'albora, M; Tartaglia E, 2011)
- **Economie di scopo:** è una fattispecie in cui maggior valore viene creato dal guadagno di efficienza; tale incremento di redditività è legato alla produzione congiunta di più prodotti o servizi differenti. Il motivo alla base delle sinergie è la

presenza di risorse insature nei singoli processi produttivi distaccati. Un possibile esempio è caratterizzato dall'uso condiviso e non competitivo di input fungibili e indivisibili, come know-how e conoscenze tecnologiche e competenze manageriali. (D'albora, M; Tartaglia E., 2011)

- **Economie di integrazione:** in questo caso il premio di valore scaturisce dall'internalizzazione di alcuni processi a monte o a valle nella catena del valore. Ciò permette alla società sia di abbassare i costi di fornitura dei prodotti e servizi di cui fa uso nel ciclo produttivo, sia di avere la possibilità di gestire meglio il magazzino efficientando anche l'uso del capitale circolante. (D'albora, M; Tartaglia E. 2011)
- **Diversificazione:** tale fattispecie permette di abbassare l'esposizione della società alle variazioni di mercato di fatto rendendo la realtà che viene a crearsi meno esposta a fattori esogeni ed imprevedibili, come crisi finanziarie, variazione delle preferenze di consumo e progresso tecnologico e permettendo di stabilizzare i flussi di cassa: come dice Warren Buffett, mai tenere tutte le uova nello stesso paniere. (D'albora, M; Tartaglia E. , 2011)
- **Protezione e crescita:** in certe circostanze l'implementazione di strategie di M&A sono necessarie per la sopravvivenza in ambienti molto competitivi. Infatti in settori ad alta velocità di rinnovamento l'unico strumento che una società ha per evitare di subire un take over è aumentare la propria dimensione, rendendo difficile ai propri competitors di inglobarla. (D'albora, M; Tartaglia E., 2011)
- **Benefici fiscali e finanziari:** le operazioni di M&A possono dare luogo a sinergie e benefici di natura fiscale e finanziaria.

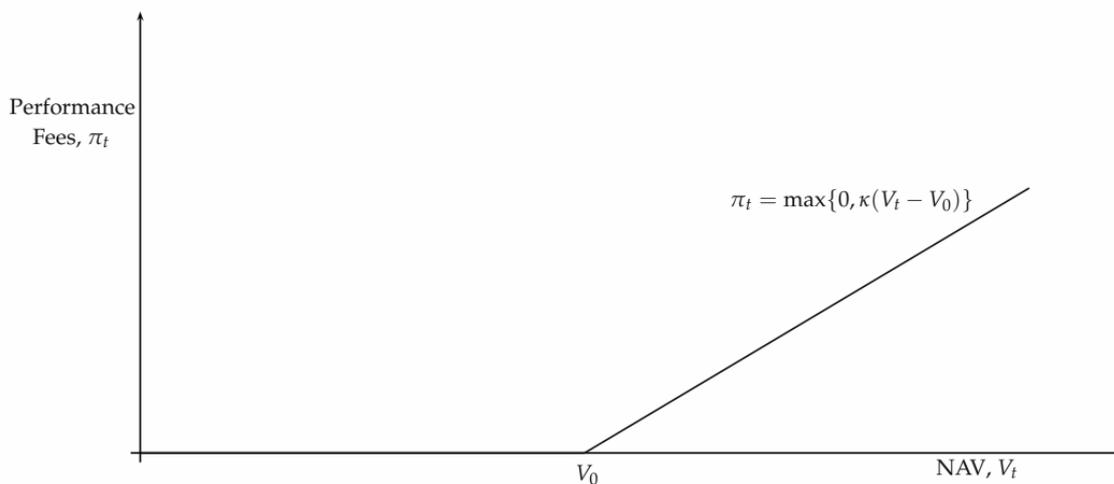
Dal punto di vista finanziario una operazioni di M&A potrebbe tradursi in un minor costo del debito; infatti se una società con un buon track record finanziario e un buon livello di patrimonializzazioni si fonde o acquisisce una società terza meno stabile dal punto di vista finanziario, tale operazione garantirebbe alla società terzo o nel caso di una fusione alla società risultante la possibilità di ottenere dagli istituti del credito prestiti a vario titolo ad un costo inferiore, dovuto o dal miglioramento della struttura patrimoniale finanziaria o dal fatto che la società acquirente, il *Buyer*, funge da garante nelle operazioni di finanziamento della società *Target*.

Dal punto di vista fiscale invece è possibile attraverso operazioni di M&A di generare sinergie fiscali che si traducono in una minore base imponibile per la società acquirente o la società uscente dalla fusione.

Infatti, per legge, disciplinato dall'art 172 del Tuir, vi è la possibilità nel caso di un'operazione di M&A di sfruttare le perdite fiscali di una società terza (NOLs) appartenente al gruppo nel caso di una fusione di incorporare tale perdite ed utilizzare il credito fiscale confluito nella società risultate per compensare il debito nei confronti del fisco.

Tali perdite fiscali, secondo il comma 7 dell'articolo 172 del Tuir devono presentare specifiche caratteristiche per essere portate in diminuzione dell'utile di esercizio ed in ogni caso non devono eccedere il patrimonio netto della società acquisita o facente parte dell'operazione di fusione. (J. Rosebaum et al., 2012)

D'altro canto, il management potrebbe essere incentivato a concludere operazioni di M&A per raggiungere gli obiettivi proposti loro, in quanto una parte del salario, ovvero la componente variabile, è calcolata sui maggiori rendimenti ottenuti durante l'anno. Anche se la presenza di una parte variabile, all'interno del piano di remunerazione del management ha il fine di incentivare i top manager ed allineare i loro interessi a quelli degli shareholders, spesso tali componenti variabili hanno un payout simili a quelli delle stock option e di conseguenza tendono a remunerare i risultati positivi, sopra una certa soglia, senza però penalizzare i rendimenti negativi. Questa circostanza ha l'effetto di aumentare la propensione al rischio dei manager causando il cosiddetto effetto del *risk shifting* (Paolo Vitale, 2021) e separare ancora di più gli interessi del Management e della proprietà.



**Immagine 1.4**

*Payoff Componente Variabile Salari*

*Fonte: Paolo Vitale Website*

Tuttavia, esistono altre circostanze oltre a quella appena descritta che potrebbero spingere gli executives di una società ad intraprendere un'operazione di M&A, quali:

- **Sicurezza del posto di lavoro:** tale fattore si ricollega alle manovre di acquisizione obbligate intraprese da società per non essere a loro volta inglobate. Dal punto di vista del management, quest'ultima evenienza si tradurrebbe nella maggioranza dei casi nella perdita del posto di lavoro. La diversificazione attraverso M&A diventa di conseguenza una manovra difensiva per i manager che, accrescendo le dimensioni della società, la rendono un *Target* meno appetibile per i competitor e più in generale per il mercato. (Potito, L., 2016)
- **Job enrichment:** in alcuni casi i manager ritengono che le loro capacità non siano sfruttate al meglio nelle posizioni attuali, e che il proprio lavoro sia poco soddisfacente. In certe circostanze i manager, cercando di sfuggire all'ordinarietà del loro lavoro, potrebbero valutare di intraprendere operazioni di M&A per sfuggire dalla monotonia e anche per dimostrare il proprio talento. Deve essere sottolineato che tali operazioni di finanza straordinaria, se ben eseguite possono essere acceleratori importanti di carriera, anche in relazione al valore che in certe circostanze riescono a generare.

### 1.3.1 Finalità specifiche dell'Acquisizione

Sopra ho parlato delle finalità di fondo che spingono gli stakeholders, in particolare azionisti e management ad intraprendere il percorso dell'M&A.

Ora invece tratterò le circostanze e le motivazioni specifiche per cui operazioni di Acquisizione vengono condotte.

Le ragioni che qui sotto elencherò sono tutte riconducibili ad una serie di vantaggi che le operazioni di acquisizione permettono di ottenere, rispetto alla crescita organica interna, sempre partendo dall'assunto che non vi siano significativi problemi di agenzia né che vi siano sostanziali errori nei modelli dell'operazione né nelle previsioni di mercato condotte dagli analisti.

I vantaggi che un'acquisizione può garantire, rispetto ad una strategia di crescita interna sono:

- Acquisire un business già avviato, piuttosto che svilupparne uno permette di fare affidamento su canali distributivi già rodati e una base di clienti già sviluppata, senza contare il fatto che si hanno track record finanziari verificati e attendibili contro modelli finanziari, nel caso dello sviluppo di un nuovo business, basati su *assumptions* del tutto aleatorie e difficilmente prevedibili.
- La possibilità di avere infrastrutture già sviluppate che attraverso riorganizzazioni e operazioni di efficientamento dei costi garantiscono ampie ed immediate potenzialità di crescita.
- La capacità di generare flussi di cassa immediatamente disponibili comportando un minore costo del debito, che può essere pagato attraverso operazioni quali il *Project Finance* ed alternativamente in un'immediata remunerazione del capitale di rischio nel caso vengo finanziata attraverso puro *Equity*.
- L'assenza di parti terze permette il totale controllo della società *Target* da parte dell'acquirente, con l'effetto di ridurre i tempi decisionali e in questo modo permettendo l'applicazione di strategie e comportamenti più dinamici e meglio adattabili ad un *environment* in continuo mutamento (chiaramente l'ingresso di parti terze ridurrebbe la capacità di prendere decisioni in modo rapido).

### 1.3.2 Le finalità specifiche della fusione

Per quanto riguarda le fusioni, le ragioni specifiche che spingono una società ad intraprendere tale pratica sono varie e riflettono le sfide e le opportunità che il management intende affrontare al fine di ottenere benefici strategici e operativi. In particolare, la ratio alla base di un'operazione di Acquisizione può essere così definita (Ludovico Dentoni Litta, 2012):

- La decisione di intraprendere una fusione può derivare dalla volontà di attuare un riassetto organizzativo, al fine di migliorare l'efficienza operativa e ottimizzare le risorse disponibili.
- Le aziende possono concentrare le proprie attività e limitare o eliminare la concorrenza, creando sinergie e riducendo la dipendenza dalla filiera produttiva.
- La riduzione del rischio d'impresa è un altro fattore trainante di questo tipo di operazioni, in quanto la diversificazione delle attività e la condivisione dei rischi possono contribuire a una maggiore stabilità aziendale.
- Dal punto di vista finanziario, una fusione tra due società, di cui una presenta una situazione finanziaria più solida e un minor livello di indebitamento rispetto alle altre coinvolte, può comportare un ampliamento della capacità finanziaria e un miglioramento del rating di credito, che è valutato dalle istituzioni bancarie. Tale scenario può agevolare l'accesso ai mercati finanziari, agevolando l'espansione delle attività aziendali. Inoltre, la quotazione in Borsa potrebbe diventare un obiettivo realizzabile attraverso la fusione poiché l'azienda risultante potrebbe raggiungere dimensioni più adatte al mercato dei capitali, attrarre investitori e migliorare la sua visibilità finanziaria.

Inoltre, la fusione può consentire un arricchimento del know-how attraverso l'integrazione di tecnologie e l'ottimizzazione dei processi produttivi, contribuendo così a una maggiore competitività sul mercato. (Ludovico Dentoni Litta, 2012)

- La natura della fusione può variare in base alla posizione delle imprese coinvolte e alle relazioni esistenti tra di esse. Ad esempio, può trattarsi di un'operazione di riorganizzazione all'interno di un gruppo aziendale, dove aziende dello stesso

gruppo si fondono seguendo direttive della capogruppo. (Ludovico Dentoni Litta, 2012)

## 1.4 Strategie alternative di crescita esterna

Poiché le operazioni di M&A e la loro implementazione sono sia molto costose che *time consuming* prima di scegliere una strada di espansione di questo genere è meglio ponderare con attenzione altri progetti e strategie; tali alternative permettono di raggiungere risultati analoghi a quelli ottenibili con l'M&A ma senza la necessità di *iter* procedurali, di istruttoria e *due diligence* alquanto complesso.

Tali strategie possono consistere in (Edwin L. Miller Jr, 2007):

- **Joint Ventures:** ovvero sviluppare accordi commerciali con altre società, spesso aventi business sostitutivi o complementari. Tali accordi permettono di espandere la propria quota di mercato, sfruttando i canali distributivi, pubblicitari e le quote di mercato della o delle controparti in questione. (Edwin L. Miller Jr, 2007)
- **Investimenti in *start-up* esterne:** questa pratica è diventata molto popolare negli ultimi anni. Consiste nel comprare quote e/o finanziare nuove società di piccole dimensioni, spesso operanti nel settore dell'*high tech*.  
L'iniezione di capitale che una società matura può apportare spesso permette, in particolar modo nelle start-up a sfondo tech, di raggiungere ritmi di crescita sostenuti, sfruttando la scalabilità del settore. (Edwin L. Miller Jr, 2007)
- **Alleanze strategiche con altre società:** questa strada, simile alla costituzione di Joint ventures permette alle società di creare un vantaggio competitivo, di solito attraverso accordi di partnership con società locate a monte o a valle nella catena del valore.  
Sono particolarmente efficaci in settori ad alta competitività, dove i fornitori o distributori sono molto concentrati, permettendo accessi e sbocchi preferenziali sui mercati.
- **Franchising:** questo business model permette di incrementare la propria presenza sul mercato senza la necessità di investire grandi somme di denaro; infatti, consiste nella concessione di marchi, brevetti e permessi a terzi per operare sotto

il nome e sotto l'immagine dell'azienda concedente, ma di fatto sollevandola da tutti quei costi operativi e rischi legati alla distribuzione *Retail*.

- **Concessione di Licenze:** questa via, molto simile al franchising, permette ai soggetti terzi, destinatari delle licenze di produzione e di vendita, di produrre e vendere i prodotti dell'azienda concedente; ciò analogamente al franchising permette alla società di espandere la propria produzione e la propria capillarità sul territorio senza un esborso eccessivo di risorse. Al contrario la concessione di licenze e franchising permette alla società di incassare costanti flussi di cassa dai beneficiari di questi permessi. (Edwin L. Miller Jr, 2007)

Differentemente da un'acquisizione o una fusione, tutte queste cinque alternative prevedono la partecipazione di una terza parte; ciò riduce il grado di controllo che la società esercita, esponendo di fatto l'impresa a rischi non desiderati, quali l'azzardo morale e il comportamento imprevedibile e opportunistico di una o più controparti.

## 1.5 Caratteristiche e strutture più comuni dei *deals* nel settore dell'M&A

L'M&A è un settore molto complesso. Ogni *deal* si differenzia dall'altro per caratteristiche peculiari e per struttura. Tuttavia, tra le molteplici architetture adottate nel mondo M&A per strutturare i vari *deals* ve ne sono tre che compaiono con maggiore ricorrenza (Edwin L. Miller Jr, 2007) (J. Rosebaum et al., Wiley, 2012):

- **Stock Purchase**, dove le azioni della società *Target* sono vendute alla società acquirente od ad una società sussidiaria della società acquirente, garantendo il controllo al *Buyer*, o ultimate *Owner*.
- **Merger**, la società *Target* viene fusa, conformemente alle leggi statali applicabili sulla fusione, con il *Buyer* o con una controllata del *Buyer* stesso, costituita allo scopo di effettuare la fusione. Dopo la fusione, sia la società *Target* che l'Acquirente (o la sua controllata) possono essere la società che sopravvive alla fusione (*surviving corporation*).
- **Asset Purchase** è un accordo in cui il *Buyer* o una sua controllata acquisisce tutte o una porzione specifica delle attività della società *Target*, come ad esempio

l'inventario, i crediti e i diritti di proprietà intellettuale. Con questa struttura, il *Buyer* può decidere di non assumere alcuna delle passività o degli obblighi della società, oppure di assumerne solo una parte predeterminata.

In ognuna di queste tre fattispecie il prezzo di acquisto può essere corrisposto in denaro, azioni od altri titoli dell'Acquirente, impegni di pagamento o un mix tra questi metodi. In alcune situazioni particolari il costo dell'acquisizione può essere corrisposto successivamente alla stipula dell'operazione e può dipendere dalle performance ottenute nella fase di post acquisizione: questa tecnica viene chiamata in gergo tecnico *earnout*. Spesso l'acquirente non rileva la totalità delle quote della società *Target*, bensì solamente il minimo indispensabile per esercitare il controllo sulla società, lasciando partecipare al capitale sociale, management e altri soci e sfruttando l'effetto della cosiddetta leva azionaria.

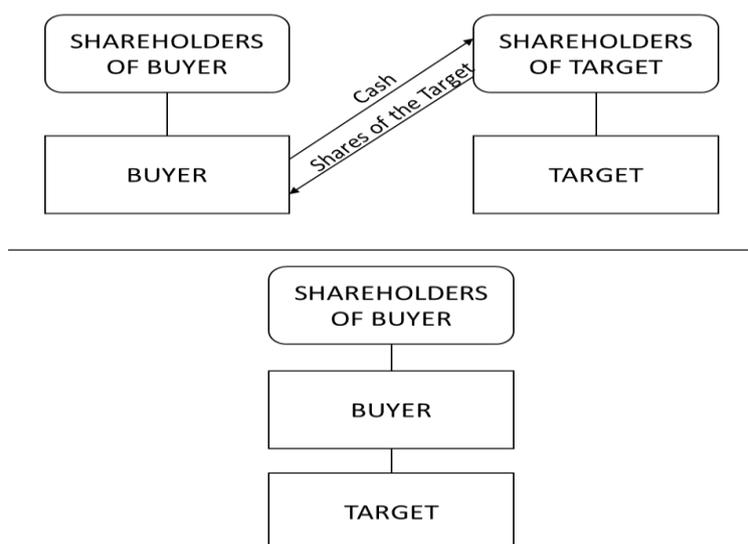
In ogni caso ora tratterò queste tre fattispecie di operazioni in modo dettagliato, indagando anche sulle modalità tecniche con cui esse vengono condotte.

### **1.5.1 Modelli di M&A: Stock Purchase**

In questa specifica circostanza, l'Acquirente o una sua controllata procede all'acquisto diretto delle azioni che rappresentano il capitale sociale in circolazione della Società *Target* dai suoi azionisti. Nel caso in cui la Società *Target* sia una società privata, tale transazione avviene attraverso la stipula di un accordo di acquisto azionario tra l'Acquirente e gli azionisti della Società *Target*, a condizione che questi siano in numero limitato. Tuttavia, nel caso di una società pubblica, questa operazione si realizza tramite un'Offerta Pubblica di Acquisto (*Tender Offer*), in cui l'Acquirente presenta una proposta formale di acquisto direttamente agli azionisti della Società *Target*. Questo avviene perché, in una società pubblica, gli azionisti sono sempre troppo numerosi per essere trattati individualmente.

Nella fattispecie l'Acquirente offre di pagare con azioni, l'offerta pubblica d'acquisto prende il nome di offerta di scambio.

Presumendo che tutte le azioni rappresentative della Società *Target* vengano acquisite dall'Acquirente, la Società *Target* diventa una controllata, in modo totalitario, di proprietà dell'Acquirente e quest'ultimo acquisisce effettivamente il controllo di tutti gli attivi e ne assume anche tutte le passività. A livello tecnico, l'Acquirente non assume direttamente queste passività che rimangono a livello della Società *Target*. Non si verificano cambiamenti negli attivi o passività dell'azienda acquisita come conseguenza diretta dell'acquisizione delle azioni della Società *Target*.



**Immagine 1.5**

*Stock Purchase*

*Fonte: L. Edwin, Jr. Miller, "M&A", Wiley 2007*

## 1.5.2 Modelli di M&A: Merger

Nel contesto di società private con un considerevole numero di azionisti, il raggiungimento di un accordo di acquisto azionario può risultare impraticabile, soprattutto se sussistono divergenze tra le parti coinvolte. Pertanto, una soluzione preferibile può essere rappresentata dalla procedura di fusione. Per le società pubbliche, la fusione è altresì considerata una strategia appropriata in quanto tali entità spesso presentano un vasto numero di azionisti, rendendo complesso l'ottenimento delle loro firme su accordi di acquisto azionario.

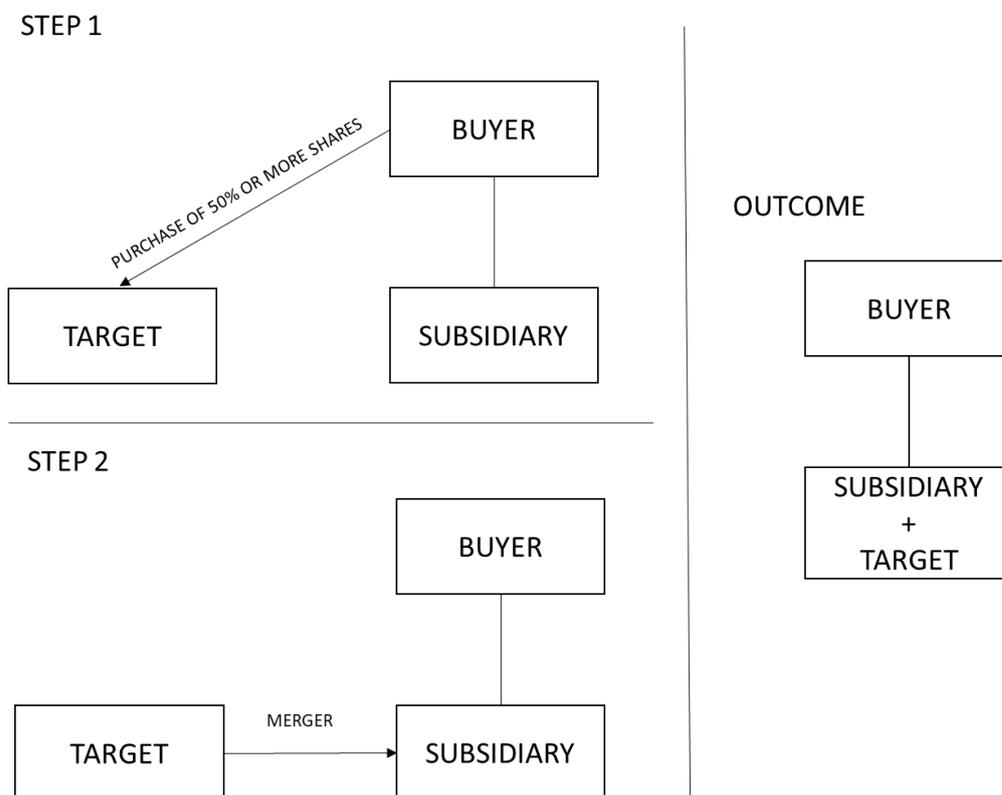
Un'alternativa da considerare è l'acquisizione in due fasi, in cui l'Acquirente inizialmente acquisisce la maggioranza delle azioni in circolazione della Società Target attraverso un'offerta pubblica o uno scambio azionario. Questa fase è seguita da una fusione squeeze-out, la quale richiede l'approvazione dell'Acquirente, agendo come azionista di maggioranza. In questa situazione, gli azionisti di minoranza sono obbligati a accettare l'acquisizione nella fase di fusione successiva, in virtù delle disposizioni legali in materia di fusioni, a meno che non esercitino i loro diritti di valutazione, circostanza che raramente si verifica.

Le acquisizioni in due fasi, in cui l'Acquirente acquisisce meno del controllo maggioritario delle azioni in circolazione della Società Target, vengono occasionalmente adottate nelle transazioni pubbliche. Questo approccio consente una rapida conclusione dell'acquisto. In base alla percentuale di azioni in circolazione della Società Target acquisite dall'Acquirente, si può rendere più difficile l'interferenza di terzi estranei all'affare. In transazioni pubbliche, che solitamente richiedono tempi di conclusione prolungati, gli opportunisti, noti come "intrusi," hanno la possibilità di intervenire e tentare di influenzare l'esito dell'affare. È importante notare che tali regolamentazioni di solito non si applicano alle acquisizioni private.

Una fusione è una transazione regolamentata dalle leggi statali sulle società di capitali del paese di incorporazione delle parti coinvolte. In genere, le fusioni richiedono l'approvazione sia del consiglio di amministrazione che dell'assemblea degli azionisti delle società che intendono fondersi. Le norme statali in materia di fusioni stabiliscono il requisito di voto degli azionisti, di solito con una maggioranza semplice. Talvolta, lo statuto aziendale della Società Target può prevedere requisiti di voto qualificato o separato per diverse classi o serie di azioni in circolazione, come strumento di protezione contro le acquisizioni.

In conformità con le leggi e come specificato nell'accordo di fusione tra l'Acquirente e la Società Target, le azioni in circolazione della Società Target vengono automaticamente convertite in denaro, azioni, titoli o una combinazione di questi appartenenti all'Acquirente o alla sua società madre. Questo processo rappresenta il mezzo attraverso il quale l'Acquirente raggiunge il controllo completo della Società Target. Sia nelle

fusioni a un passo che nelle fusioni in due fasi che coinvolgono un acquisto di azioni seguito da una fusione squeeze-out, tutte le azioni detenute da ciascun azionista della società acquisita vengono convertite in base alla considerazione della fusione, indipendentemente dalla loro posizione favorevole o contraria alla fusione stessa.



**Immagine 1.6**

*Two Step Merger*

*Fonte: L. Edwin, Jr. Miller, "M&A", Wiley 2007*

### 1.5.3 Modelli di M&A: Asset Purchase

L'acquisizione di attività, nota anche come "*Asset Purchase*", è un tipo di transazione in cui l'Acquirente acquisisce specifici asset e passività della Società *Target* anziché acquistarne le azioni o le quote di partecipazione.

In questa struttura, le parti coinvolte stipulano un accordo in cui viene definito quali attività e passività verranno trasferite all'Acquirente e quali rimarranno sotto la gestione della Società *Target* o saranno liquidate. Questo tipo di operazione offre all'Acquirente il controllo diretto e selettivo sulle risorse e gli impegni aziendali che intende acquisire,

senza assumersi automaticamente tutte le passività della Società *Target*. Questo può essere particolarmente vantaggioso quando l'Acquirente desidera evitare passività o responsabilità specifiche associate alla Società *Target*. Tuttavia, l'*Asset Purchase* richiede una valutazione accurata degli attivi e delle passività da acquisire, oltre a trattative dettagliate sulla loro valutazione e sul loro trasferimento.

## **1.6 Case Studies**

Con l'intento di legare la teoria alla pratica, porterò due casi studio di operazioni di M&A realmente perfezionate nel passato.

Il settore di riferimento di queste operazioni sarà il settore tech, per rimanere in tema con la mia tesi, e rappresenteranno un caso *WIN*, AMD/Xilinx, in cui l'operazione di acquisizione ha comportato sviluppo di sinergie ed in generale creazione di valore, ed un caso *LOST*, American Online - Time Warner, in cui la fusione di queste due società del settore media e IT, ha causato l'ingentissima perdita di 98,7 miliardi di dollari.

### **1.6.1 Il caso AMD/Xilinx**

L'acquisizione tra AMD e Xilinx, con un valore di circa 50 miliardi di dollari, si configura come l'operazione più rilevante nel settore dei semiconduttori. Il suo annuncio ufficiale è del 27 ottobre 2020, quando AMD ufficialmente manifesta la volontà di consolidare la propria posizione nel mercato integrando le risorse e le competenze di Xilinx.

L'acquisto di Xilinx da parte di AMD, che inizialmente era previsto per una somma intorno ai 35 miliardi di dollari, si è concluso con un ammontare effettivo di 50 miliardi di dollari, configurandosi così la più grande acquisizione nel settore fino ad oggi.

In questo capitolo, dopo una breve descrizione delle due società protagoniste dell'acquisizione, esplorerò le motivazioni strategiche, le sinergie create e i passaggi chiave che hanno portato al successo di questa operazione di finanza straordinaria, delineando anche l'impatto e le prospettive derivanti dall'unione di queste due importanti realtà aziendali.

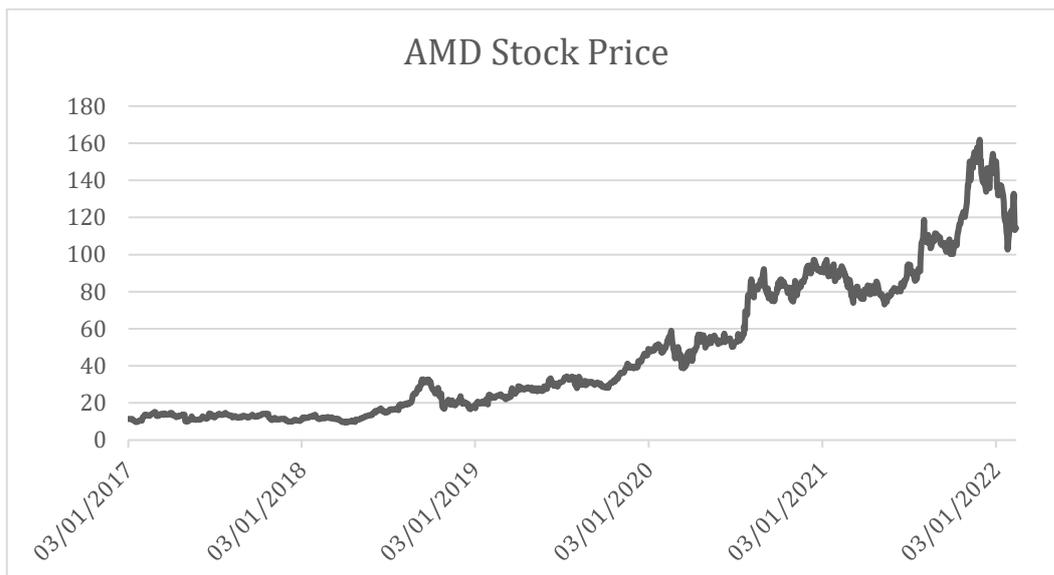
### **1.6.1.1 AMD**

Advanced Micro Devices, nota anche come AMD, è una società pubblica americana fondata il 1° maggio 1969 a Sunnyvale, in California, da Jerry Sanders e Edwin Turney. Con un contingente di circa 25.000 dipendenti, AMD opera nel settore informatico, offrendo una vasta gamma di prodotti, tra cui microprocessori, memorie flash, CPU, GPU, chipset e System-on-a-chip.

Quotata al NASDAQ dal 1980, la società ha raggiunto una capitalizzazione di borsa di 102,1 miliardi di dollari in soli cinque anni dalla data di quotazione. AMD si posiziona al secondo posto a livello mondiale nella produzione e distribuzione di microprocessori x86 e al terzo posto nel mercato dei chip grafici, in cui compete principalmente con Intel e NVIDIA.

AMD opera in quattro principali segmenti di mercato, progettando e distribuendo prodotti legati all'industria dei semiconduttori: "client" (microprocessori, unità di elaborazione accelerata e chipset per pc, desktop e notebook), "gaming" (GPU discrete, prodotti SOC semi-personalizzati e servizi di sviluppo), "Data Center" (microprocessori per server, GPU, FPGA e prodotti SoC adattivi per data center) e "Embedded" (microprocessori embedded, FPGA, prodotti ACAP).

Dal 2017, i ricavi di AMD sono aumentati del 150% su base quinquennale e del 90% nel biennio 2020-2021, evidenziando una crescita significativa, in parte stimolata dalla crescente domanda di dispositivi elettronici durante la pandemia da COVID-19. La redditività del capitale proprio è salita da 7 a 42 punti percentuali nel periodo considerato.



**Immagine 1.7**

*AMD Stock Price Performance*

*Fonte: Elaborazione personale di dati*

### **1.6.1.2 XILINX**

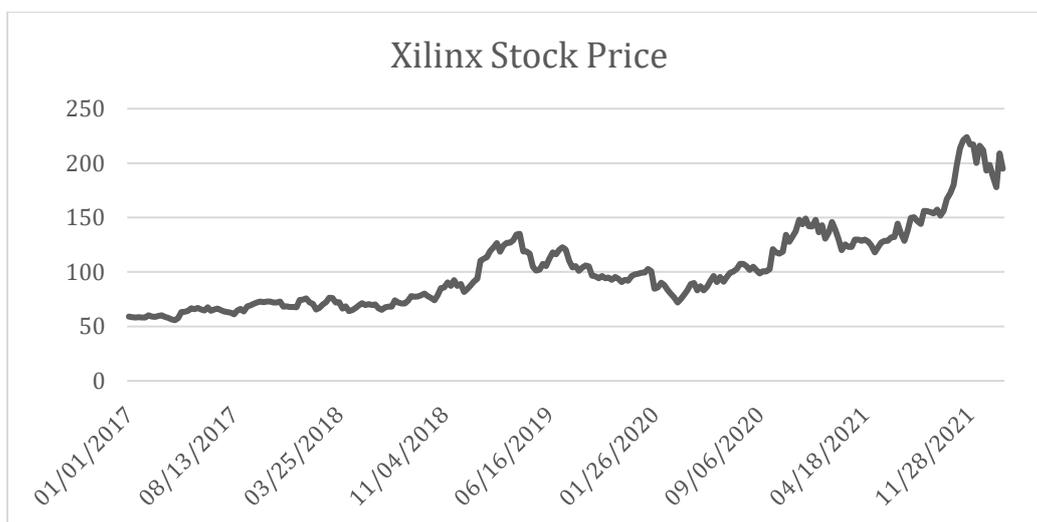
Xilinx, fondata nel 1984 da Ross Freeman e Bernie Vonderschmitt con sede a San Jose, California, ha giocato un ruolo significativo nella produzione di PDL, ovvero Dispositivi Logici Programmabili, come i circuiti integrati. La loro innovazione più importante è stata l'introduzione dei FPGA (Field Programmable Gate Array), dispositivi semiconduttori basati su una matrice di blocchi logici configurabili collegati tramite interconnessioni programmabili. Questi FPGA trovano applicazioni in svariati settori, tra cui l'aerospaziale, l'automobilistico, la difesa, l'industriale, il settore medico e altri.

Da un punto di vista organizzativo, Xilinx è stata la prima società a implementare il modello "fabless", separando completamente la progettazione e la vendita dei prodotti dalla fabbricazione, che è stata affidata ad aziende specializzate con costi di manodopera competitivi.

Xilinx è stata quotata al NASDAQ dal giugno 1990 e ha concluso la negoziazione in borsa l'11 febbraio 2022, concludendo l'accordo di acquisizione da parte di AMD.

Negli anni precedenti all'acquisizione, i ricavi di Xilinx sono cresciuti costantemente, ad eccezione che negli ultimi due anni, in cui si sono stabilizzati. L'aumento complessivo è

stato del 34%, indicativo di un'espansione della produttività ed un alto livello di efficienza dell'azienda. Il Return on Equity (ROE) ha raggiunto il suo apice nel 2020, principalmente a causa dell'incremento della domanda durante la pandemia, ma nel complesso ha subito una diminuzione di 2,5 punti percentuali nel periodo considerato. Il Return on Investment (ROI) ha subito una diminuzione significativa di 51,5 punti percentuali rispetto al 2017, riflettendo una riduzione degli investimenti da parte dell'azienda nel corso del tempo.



### **Immagine 1.8**

*Xilinx Stock Price Performance*

*Fonte: Elaborazione personale di dati*

La posizione finanziaria netta di Xilinx è stata costantemente negativa nel quinquennio, indicando che i crediti finanziari a breve termine e le disponibilità liquide superano le passività finanziarie di breve termine. Confrontando i dati di Xilinx con quelli di AMD, si notano comportamenti diametralmente opposti negli indicatori che potrebbero essere influenzati dall'acquisizione, poiché le due società hanno seguito percorsi diversi prima dell'integrazione.

### 1.6.1.3 Le motivazioni dietro all'acquisizione

Le ragioni che hanno condotto il management di AMD, guidato da Lisa Su, chairman e CEO della società, ad impegnarsi nell'acquisizione di Xilinx sono le seguenti:

- 1) **Diversificazione del Portafoglio di Prodotti:** la diversificazione del portafoglio di prodotti è uno degli aspetti più significativi derivanti dall'acquisizione di Xilinx da parte di AMD. Mentre AMD ha consolidato la sua reputazione nei settori delle CPU e GPU, l'aggiunta delle tecnologie Xilinx, come gli FPGA, ha ampliato la gamma di soluzioni offerte.  
Gli FPGA, con la loro capacità di essere riprogrammati dinamicamente, sono particolarmente adatti per carichi di lavoro che evolvono rapidamente, come l'intelligenza artificiale e le reti neurali. Questa diversificazione consente ad AMD di offrire soluzioni più flessibili e adattabili, posizionandosi strategicamente in settori come l'edge computing e le reti di comunicazione.
  
- 2) **Espansione del Total Addressable Market (TAM):** l'espansione del Total Addressable Market (TAM), ossia il mercato servibile dalla società, da 80 a 135 miliardi di dollari rappresenta un cambiamento significativo nel panorama commerciale di AMD. La combinazione di forze di AMD e Xilinx consente di accedere a nuovi mercati e di fornire soluzioni integrate a una vasta gamma di clienti. Questo posiziona l'azienda per capitalizzare sulle crescenti opportunità nei settori dell'edge computing, delle reti 5G e dei dispositivi intelligenti, contribuendo a una crescita sostenibile a lungo termine.
  
- 3) **Sinergie Tecnologiche e Competenze Complementari:** la fusione di AMD e Xilinx non si limita alla semplice somma di prodotti, ma integra competenze e tecnologie complementari. L'esperienza di AMD nelle CPU ad alte prestazioni si unisce alla specializzazione di Xilinx nelle soluzioni FPGA e Adaptive SoC. Questa sinergia consente lo sviluppo di soluzioni più avanzate e ottimizzate, con un focus particolare sulla risposta alle sfide emergenti nel campo del calcolo adattativo e dell'intelligenza artificiale.

- 4) **Potenziamento della Ricerca e Sviluppo:** la fusione offre un notevole potenziamento delle risorse di ricerca e sviluppo, con un aumento significativo dei ricercatori impegnati. Questo incremento di talenti e competenze è fondamentale per rimanere all'avanguardia nelle tecnologie emergenti, consentendo alle due aziende di anticipare e soddisfare le richieste del mercato in evoluzione.
  
- 5) **Continuità per i Clienti:** il mantenimento della continuità per i clienti è un elemento cruciale dell'acquisizione. L'impegno di AMD a consentire agli acquirenti di Xilinx di continuare a usufruire dei prodotti e dei livelli di supporto consolidati riduce al minimo l'incertezza post-acquisizione. Ciò contribuisce a preservare le relazioni a lungo termine con la clientela, garantendo una transizione fluida e positiva.

L'acquisizione di Xilinx da parte di AMD rappresenta una mossa strategica che va oltre la semplice crescita delle dimensioni aziendali. Essa genera sinergie tangibili, offrendo un'ampia gamma di benefici che vanno dalla diversificazione del portafoglio alla collaborazione di competenze, alla conquista di nuovi mercati e al potenziamento delle capacità di ricerca e sviluppo. Questa fusione, guidata da una visione strategica, posiziona AMD in modo vantaggioso nel contesto sempre più competitivo dell'industria dei semiconduttori.

#### **1.6.1.4 Analisi post acquisizione**

I financials di AMD, dalla data di acquisizione, hanno subito un peggioramento:

- Il ROE, rispetto all'esercizio 2021, anno in cui non si era ancora conclusa l'operazione di acquisizione di Xilinx è passato dal 30,66% allo 0,34%. Tale diminuzione, significativa, è spiegabile sia a causa della crescita dell'equity dovuto al consolidamento di Xilinx, che da una decrescita del NET INCOME spiegabile sia a causa dell'aumento vertiginoso del D&A, dovuto al regolare ammortamento e deprezzamento degli asset rilevati nell'acquisizione sia ad una

decrecita dei ricavi, imputabile ad un momento di mercato segnato da un elevato tasso di inflazione e scarsa reperibilità di materie prime.

- Il ROA decresce allo stesso modo e si attesta allo 0,28%, contro il 17,62 preacquisizione. Gli asset a bilancio della società sono aumentati di 48,7 miliardi di dollari, il prezzo effettivo dell'acquisizione, mentre i ricavi, come già segnalato soffrono in particolar modo gli eventi macroeconomici che si sono verificati nel 2022 e 2023
- Il margine EBITDA rispecchia il trend delle altre ratio già descritti; tuttavia, EBITDA su Revenue decresce in modo più contenuto, principalmente a causa di un aumento del costo delle materie prime e di altri costi imputabili alla gestione operativa della società quali SG&A e in R&D.
- Ultimi gli Earnings per Share che diminuiscono in modo rilevante per l'effetto combinato del calo degli utili, sia per l'aumento del numero di azioni in circolazione (ricordo che l'acquisizione è avvenuta attraverso un'offerta pubblica di scambio, in cui per ogni azione di Xilinx sono state corrisposte 1,72 azioni di AMD).

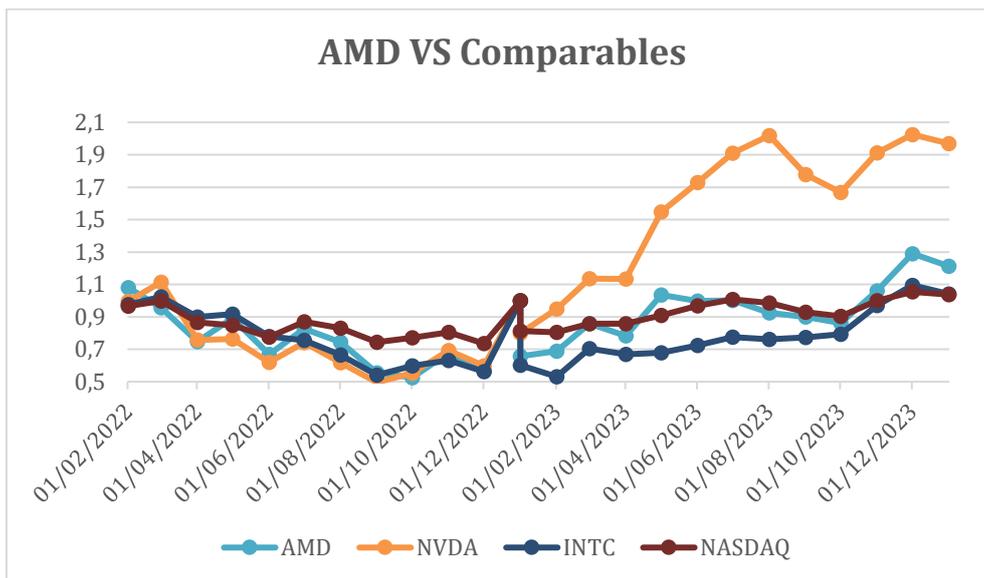
	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>ROA</b>	17,62%	1,92%	0,28%
<b>ROE</b>	30,66%	2,38%	0,34%
<b>EBITDA MARGIN</b>	20,96%	21,76%	13,54%
<b>EPS</b>	1,812	0,806	0,116

**Tabella 1.1**

*AMD Stock Price Performance*

*Fonte: Elaborazione personale di dati*

Nonostante il netto peggioramento dei ratio di AMD post-acquisizione il mercato dal 2022, anno in cui tale operazione straordinaria è stata finalizzata, ha premiato la società che ha fatto registrare un apprezzamento del valore nel periodo di oltre 22 punti percentuali; AMD in termini di crescita, rimane seconda nel settore dei semiconduttori solo ad NVIDIA, società che si è resa protagonista nell'ultimo triennio, crescendo a ritmi vertiginosi.



**Immagine 1.9**

AMD vs Comparables

Fonte: Elaborazione personale di dati

## 1.6.2 Il caso American Online (AOL) e Time Warner

Correva l'anno 2000, il mercato azionario statunitense, così come le maggiori borse valori del pianeta si trovava in quella che poi verrà conosciuta come la bolla del DOT.COM. In particolare, il listino tecnologico, ossia il NASDAQ aveva registrato in cinque anni di *bull run*, dal 1995, un incremento di valore del 776%, con alcuni titoli che nel giro dello stesso periodo avevano visto incrementare la propria capitalizzazione di mercato di oltre il mille punti percentuali.



**Immagine 1.10**

La bolla delle DOT.COM

Fonte: Investopedia

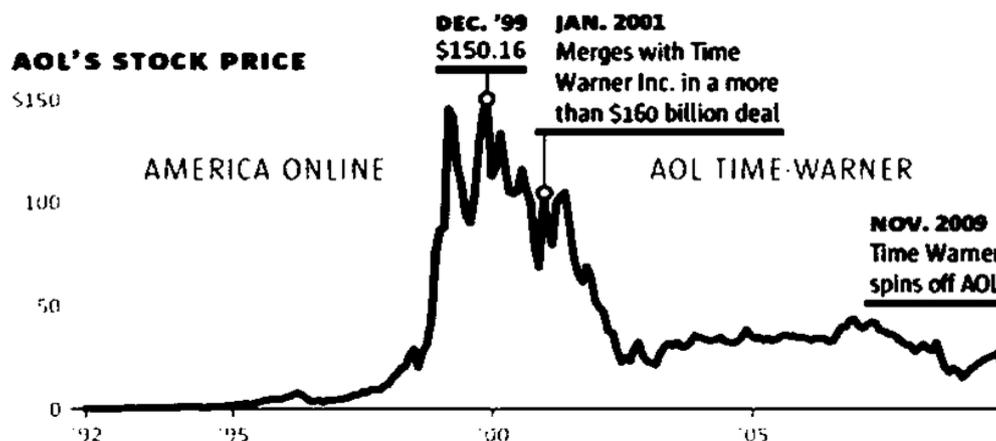
Ciò fu il prodotto di una sovra reazione da parte dei mercati all'avvento di internet; infatti, nel periodo dal 1995 al 2000 iniziò a crescere la consapevolezza che ogni tipo di business presto o tardi sarebbe stato trasformato dal digitale. Le società con una ragione sociale legata al mondo IT beneficiarono in particolar modo di questo periodo di euforia. La paura del “*missing out*” si tradusse in un aumento significativo del valore di queste società, nonostante i fondamentali rimasero, nel periodo di riferimento, invariati.

Burton G. Malkien, nello storico libro “A spasso per Wall Street” riporta la storia di una società di scarpe che volendo cavalcare la bolla cambiò la propria ragione sociale aggiungendo appunto dot.com al proprio nome e ciò avviò un rally del valore dell'azione, che vide il titolo crescere di oltre il 100% in poco meno di una settimana. L'irrazionalità guidava il mercato.

American Online, fondata nel 1985, era ed è un Internet Service Provider con sede a New York. La società fece la propria fortuna negli anni 90' durante i quali AOL divenne il principale sviluppatore di prodotti e servizi pionieristici, relativi all' IT per imprese ed enti governativi.

Si stima che al 1997 oltre la metà di coloro che avevano accesso al web negli USA navigava su internet attraverso il browser sviluppato da AOL.

La società, come del resto quasi tutte le società IT beneficiò enormemente dalla bolla speculativa, tanto che la sua capitalizzazione di mercato raggiunse e superò i cento miliardi di dollari: un investimento di soli cento dollari in AOL nel 1992 ora valevano oltre ventotto mila dollari.



**Immagine 1.11**

*AOL Stock Price*

*Fonte: AP Reports*

L'irrazionalità regnava sovrana sui listini *tech*, tanto che la *market Cap* di AOL arrivò ad essere il doppio di quella dell'acquisita Time Warner, avendone solamente la metà del *Cash Flow*.

Time Warner invece è una società storica, operante nel mondo dell'editoria e dei media; Time Warner all'epoca possedeva numerose emittenti, nonché giornali, Warner Bros e Warner Bros Music.

Il management di American Online, ben consapevole che l'azienda fosse nettamente sopravvalutata cercò di sfruttare questo *mispricing* a proprio vantaggio, cimentandosi in operazioni di M&A.

L'idea del management era senz'ombra di dubbio corretta, tuttavia non fecero i conti con il possibile scoppio della bolla, che consacrerà, solo due anni dopo, quello che ad oggi viene considerato ancora oggi il peggior *deal* di M&A della storia.

L'operazione che fu pubblicizzata al mondo come una fusione tra pari fu di fatto un'operazione di acquisizione; i soci di AOL divennero infatti azionisti di maggioranza della nuova compagnia, controllando il 55% dei diritti di voto. Il restante 45% fu invece corrisposto ai soci di Time Warner: il valore della nuova AOL Time-Warner, comprensivo di debito, al momento del *deal* era di 385 miliardi di dollari. Ciò significa, anche se non ha comportato un esborso di denaro, che AOL acquisì Time Warner per la stratosferica cifra di oltre 165 miliardi di dollari.

Per tutelare gli interessi dei soci di Time Warner il board of directors della nuova compagnia garantì una rappresentanza al 50% per entrambe le società, il CEO di Warner mantenne la carica anche nella neoformata società, mentre il CEO di AOL fu nominato presidente del CDA.

La nuova società avrebbe dovuto sfruttare le sinergie create dalla fusione: AOL avrebbe potuto sfruttare le reti televisive e i canali di pubblicità di Time Warner, quali HBO, CNN e Warner Bros per pubblicizzare i propri prodotti.

Solo un anno più tardi nel 2001 la neoformata AOL Time-Warner a causa dello scoppio della bolla e del conseguente crollo dei listini fu costretta a registrare in conto economico

la bellezza di 97,6 miliardi di dollari di perdita, dovuti alla svalutazione del GoodWill sorto dopo l'operazione.

Questo esempio è molto utile e serve per sottolineare che i fattori che influenzano un'operazione di M&A sono molteplici ed imprevedibili. Infatti, i *team* delle due società coinvolte nell'operazione e quello della banca d'investimento, Salomon Smith Barney che supportò il *deal*, possedevano un altissimo livello di expertise ma tuttavia non fù sufficiente per garantire un adeguato ritorno all'operazione.

## 2. Literature Review

A seguito del forte incremento negli ultimi anni di fusioni e acquisizioni (M&A), da tradizione considerate operazioni “straordinarie”, queste sono diventate, negli ultimi anni, opzioni sempre più appetibili e adottate dalle società per sviluppare il proprio business.

Le acquisizioni e fusioni sono operazioni di finanza straordinaria, un settore cresciuto in modo esponenziale negli ultimi anni; infatti, al sussistere di particolari condizioni di mercato, la crescita esterna (attraverso appunto M&A) è preferibile a quella interna, soprattutto in settori maturi, dove diventa sempre più difficile erodere quote di mercato ai competitors.

Nonostante la loro popolarità, le fusioni e acquisizioni producono risultati contrastanti, sia in termini di performance che di efficacia, per le parti interessate (Lubatkin, M. e O'Neil, 1987); nonostante l'ampio dibattito economico intorno alle fusioni e acquisizioni, non si è arrivati ad una visione sistemica né il riconoscimento di modelli consolidati in grado di integrare le diverse scuole di pensiero (Weber, Y. e Drori, I., 2008).

La complessità delle variabili coinvolte nel processo di “crescita esterna” ha favorito un'analisi basata su una visione parziale piuttosto che complessiva ed integrata. La principale conseguenza di questa eterogeneità è una sovrapposizione insignificante e confusionaria delle variabili considerate, con conseguente lento e disordinato accumulo di conoscenza (Meglio, O., 2004). Per questo, secondo Cooper (Cooper, P. 2001), la letteratura M&A non ha ancora sviluppato un paradigma che aiuti a spiegare questo complesso fenomeno in un modo che consenta di comprendere le somiglianze e le differenze tra i vari approcci attraverso un'analisi critica, basata su criteri comuni di confronto.

Il fine di questo capitolo è di trattare e determinare il perimetro delle ricerche fatte in materia per definire il posizionamento del mio elaborato all'interno della vastissima, quanto inorganica, letteratura M&A.

La prima sezione tratterà quindi le varie scuole di pensiero del processo di fusione e acquisizione con una presentazione dei diversi approcci utilizzati per studiare questo fenomeno.

Nella seconda sezione, invece, condurrò una revisione della letteratura sulle fusioni e acquisizioni nei settori ad alta tecnologia, tenendo conto delle varie implicazioni gestionali e decisionali del fenomeno.

Il terzo paragrafo di questo capitolo definirà invece il posizionamento del mio lavoro all'interno della letteratura sul fenomeno, fornendo nuove informazioni sulle fusioni e sulle acquisizioni nei settori *high-tech*.

## **2.1 Le varie scuole di pensiero sull'M&A e le diverse metodologie utilizzate per studiare il fenomeno.**

Le fusioni e acquisizioni sono state studiate utilizzando diversi approcci che hanno generato una notevole quantità di studi empirici e teorici, con conseguente elevata frammentazione dei punti di vista (Capasso. A, Meglio. 2010).

Le scuole di pensiero possono essere classificate a partire dagli studi economici e aziendali.

La letteratura economica comprende due rami importanti: l'organizzazione industriale e l'economia finanziaria.

L'organizzazione industriale si basa sul paradigma struttura-condotta-prestazione, in cui la struttura del mercato influenza la condotta dell'impresa e di conseguenza ne determina le prestazioni. In questo contesto, le fusioni e acquisizioni sono uno strumento chiave per determinare la struttura del mercato. Una sintesi di questa linea di indagine è offerta da Scherer (Scherer, "Struttura del mercato industriale e performance economica", 1980), il quale sottolinea la difficoltà di generare una sintesi delle cause e degli effetti delle fusioni e acquisizioni. Scherer allo stesso tempo giunge a tre distinte conclusioni:

- Le fusioni e acquisizioni hanno aumentato la concentrazione del mercato.
- Gli obiettivi delle fusioni e acquisizioni variano.
- Non ci sono dati univoci sull'andamento delle operazioni di M&A ed è difficile dimostrare i benefici delle operazioni di M&A per il sistema economico.

La letteratura sull'economia finanziaria si concentra sull'analisi della performance per esaminare l'efficacia di fusioni e acquisizioni.

Studi empirici hanno misurato la direzione e l'entità delle differenze tra il rendimento effettivo e quello atteso di un titolo in società quotate coinvolte in operazioni di M&A,

secondo i tradizionali modelli di valutazione di mercato delle attività finanziarie (Rossi, E., 1999)

Altri due approcci di analisi del fenomeno riguardano rispettivamente la gestione strategica e il comportamento organizzativo.

Negli studi sulla gestione strategica vi è un'ampia frammentazione: Tsoukas e Knudsen (Tsoukas, H. e Knudsen, C., 2002) hanno tentato di conciliare i due rami principali del campo, ovvero gli approcci della varianza e del processo e gli approcci alternativi. L'approccio della varianza ricerca le associazioni tra una variabile esplicativa e una predittiva del fenomeno analizzato. C'è un lungo elenco di studi basati su questo approccio, tra cui si possono citare in ordine cronologico: (Datta, Danimarca, 1991), Bergh (Bergh, 1997) e Zollo e Singh (Zollo, M. e Singh, H., 2004).

Tuttavia, nessuno di questi studi è in grado di fornire risultati definitivi sulla performance di M&A.

Invece gli studiosi che si sono occupati di analizzare il fenomeno attraverso l'approccio del comportamento organizzativo hanno studiato le implicazioni delle acquisizioni a livello individuale e organizzativo, introducendo l'idea che è la qualità del processo di integrazione a determinare il successo dell'M&A (Meglio, O., 2002).

Questo filone di pensiero, sviluppato anch'esso attraverso molteplici studi, ha evidenziato le conseguenze negative che possono seguire un'acquisizione concentrandosi su vari fattori umani come il turnover del top management dell'azienda acquisita (Walsh, JP, 1989) la risoluzione del conflitto, la sindrome del post acquisizione, lo scontro culturale e le reazioni dei dipendenti come il sabotaggio e l'assenteismo (Larsson, R., Driver, M., Holmqvist, M. e Sweet, P., 2001).

È da evidenziare come lo scontro culturale derivante da diverse tipologie organizzative resti il problema di post-acquisizione più dibattuto. Diversi studi hanno descritto gli effetti della cultura aziendale (Weber, Y. (1996), "Adattamento culturale aziendale e performance in fusioni e acquisizioni", *Relazioni umane*, vol. 49 n. 9, pp. 1181-1202); (Teerikangas, S. e Very, P. (2006), "La cultura-rapporto di performance in M&A: dal si/no al come", *Giornale britannico di gestione*, vol. 17, pp. S31- S48) e della cultura nazionale (Morosini, P. (1995), "Importanza dei fattori culturali nelle acquisizioni incrociate-confine. Uno studio Empirico", *Economia e gestione*, vol. 6, pp. 30- 41) sull'esito del processo di acquisizione.

Altri importanti contributi a questa discussione sono dati dai seguenti studiosi:

- Vaara (Vaara, E., Tienari, J. e Santti, R. 2003) ha formulato un'analisi alternativa all'approccio dominante alle differenze culturali, in cui "la costruzione dell'identità culturale è concettualizzata come un processo metaforico".
- Angwin e Vaara (Angwin e Vaara, 2005) hanno definito la cultura come un grande ombrello che abbraccia credenze, norme, valori, emozioni, regole e routine, senza una chiara specificazione.
- Riad (Riad, S., 2005), nel 2005, ha sostenuto che la conoscenza, come parte della cultura organizzativa, rappresenta "una verità intrisa di effetti di potere sia abilitanti che vincolanti".
- Schweiger e Goulet, in uno studio esplorativo, hanno scoperto che il processo di acquisizione potrebbe essere meglio accettato dai dipendenti se le culture delle imprese acquisitrici e di quelle acquisite fossero simili.

L'analisi svolta dalle diverse scuole di pensiero mostra che è impossibile definire un unico modello teorico che copra tutte le operazioni di M&A a causa delle molteplici questioni e problemi che queste sollevano, a conferma della complessità del fenomeno.

## **2.2 La letteratura relativa al M&A in settori ad alta intensità tecnologica, l'analisi delle performance e la teoria dell'integrazione**

Dall'inizio del ventunesimo secolo c'è stata una significativa espansione dell'attività di M&A nei settori *high-tech* e nello specifico un significativo aumento di acquisizioni di piccole e giovani start-up, da parte di medie-grandi imprese con *business* già consolidati. Il principale motore di queste acquisizioni è stata la necessità delle imprese acquirenti di acquisire nuove competenze e nuove conoscenze tecniche e tecnologiche.

Nei settori *technology-driven*, il fenomeno M&A è legato alla specificità dei *core business* delle imprese.

Oltre al loro alto potenziale di crescita, basti vedere che le società con maggiore capitalizzazione sono tutte appartenenti ai settori tech e IT, un'altra caratteristica utile per distinguere le industrie ad alta tecnologia è l'impossibilità di stimare con esattezza le traiettorie di sviluppo futuro, in quanto operano in campi non ancora esplorati ed in continua evoluzione. Proprio il desiderio di raggiungere nuovi "Oceani Blu" fa sì che il

motivo principe che spinge le società, appartenenti a questi settori, ad intraprendere il percorso di M&A è l'ottenimento di nuove tecnologie e conoscenze (Ranft, A. (2006), "Conservazione e trasferimento della conoscenza durante il post-integrazione di acquisizione").

Le aziende *Target* di queste strategie di crescita esterna sono spesso aziende giovani, sottocapitalizzate e senza alcuna prospettiva di generare flussi di cassa positivi nel prossimo futuro. Ciò è dovuto all'incapacità delle società neonate di implementare strategie difensive contro possibili take over e dal timore di dover competere con società ben più strutturate che possono fare affidamento su risorse ben maggiori.

Zollo e Meier sostengono che la ragione per cui i risultati degli studi effettuati sull'M&A sono contraddittori sia l'assenza di certezza sulle motivazioni che si pongono alla base di un successo o di un fallimento in tale ambito. Ciò è dovuto in principalmente al fatto che l'oggetto dell'indagine, a causa dell'eterogeneità del settore, può variare da *deal a deal*.

Ad aumentare il livello di incertezza complessivo dell'oggetto di ricerca vi è il fatto che computando la performance di un'operazione di M&A bisogna tenere in considerazione sia il punto di vista economico che il livello tecnologico-innovativo raggiunto nel periodo post-acquisizione. Ciò è sottolineato anche da Cassiman, il quale ribadisce che la difficoltà nell'analizzare le performance post-acquisizione è in parte il risultato delle possibili diverse angolature con cui sia gli M&A che le capacità tecnologiche in oggetto vengono analizzate (Cassiman, B., Colombo, MG, Garrone, P. e Veuglers, R., 2005).

In ogni caso, nonostante i settori tech possano essere identificati a partire da caratteristiche intrinseche ben precise, quali l'alto potenziale di crescita esse possono essere individuati in modo più semplice affidandosi al

database mondiale di M&A gestito dalla *Securities Data Corporation* (SDC), in cui vi è un'esplicita distinzione tra i settori tecnologici, quali quello biotecnologico, TIC, elettronica e telecomunicazioni e quelli che operano attraverso strumenti più "tradizionali"; un'altra caratteristica intrinseca dei settori ad alta concentrazione tecnologica è il regime di appropriabilità, che incoraggia e rende necessaria una significativa attività di brevettazione (Puranam, P. e Srikanth, K., 2007).

Nonostante l'alto livello di frammentazione della letteratura sul M&A, Meglio ha considerato utile ordinare e suddividere la letteratura sulle fusioni e acquisizioni nei settori tech e non in tre aree principali:

- Processo decisionale strategico;
- Processo di integrazione;
- Prestazioni di acquisizione.

C'è un'elevata eterogeneità nella letteratura, sia per quanto riguarda la metodologia che i risultati raggiunti. Porrini (Porrini, P., 2004) ha assunto la prospettiva dell'impresa acquirente e ha analizzato la creazione di valore nelle acquisizioni ad alta e bassa tecnologia utilizzando la tecnica della regressione lineare; dopo aver individuato le acquisizioni ad alto contenuto tecnologico, l'autore ha definito le ragioni principali che spingono verso un'operazione di tipo M&A: accesso a tecnologie competitive, attuazione di un processo di diversificazione, ricombinazione delle risorse organizzative in modo diverso. Lo studio ha rilevato differenze statisticamente significative tra i coefficienti per le acquisizioni ad alta e bassa tecnologia per la maggior parte delle variabili: per le acquisizioni high-tech, lo studio ha rilevato una correlazione positiva tra l'esperienza di acquisizione dell'azienda *Target* e la creazione di valore nel processo di acquisizione, mentre nelle operazioni esterne ai settori *high tech* questa correlazione non sussiste.

Tenendo in considerazione elementi sia del processo decisionale strategico che del processo di integrazione, Miller (Miller, DJ , 2004) ha condotto uno studio sulle risorse tecnologiche delle imprese e sull'impatto che ha la diversificazione sulle performance post M&A. I dati longitudinali su 227 aziende che hanno diversificato tra il 1980 e il 1992 hanno rivelato che tali società post M&A hanno investito meno in R&S e che ante diversificazione avessero maggiore ampiezza tecnologica (valutata considerando il numero di brevetti) rispetto ad altri competitor di settore.

Da tale ricerca non emerge un risultato univoco, bensì due considerazioni altrettanto valide:

- le imprese acquirenti hanno prestazioni inferiori a causa delle convenzioni contabili

- le imprese che utilizzano la crescita interna piuttosto che l'acquisizione perseguono una diversificazione meno ampia.

Questi risultati aiutano a spiegare come la diversificazione e la performance finanziaria siano endogene.

Il maggior numero di contributi accademici segue, però, l'approccio del **processo di integrazione**. In uno studio incentrato sull'integrazione riuscita delle funzioni di ricerca e sviluppo dopo le acquisizioni, Gerpott (Gerpott, T., 1995) ha esaminato un campione di acquisizioni tra imprese tedesche nel 1988 e ha individuato gli elementi che hanno influenzato l'attuazione dell'acquisizione. Lo studio ha rilevato che l'uso di interventi di gestione progettati per promuovere opportunità di apprendimento, ridurre l'incertezza per i dipendenti acquisiti (ad esempio riunioni in piccoli gruppi per scambiare informazioni) e ridurre il grado di centralizzazione delle decisioni strategiche di R&S nelle mani dell'acquirente sono significativamente correlati positivamente al livello di integrazione delle funzioni di R&S di entrambe le aziende dopo l'acquisizione.

Tuttavia, le caratteristiche del contesto di acquisizione strategica non sono risultate essere direttamente correlate al successo dell'integrazione di R&S.

Birkinshaw e altri studiosi (Birkinshaw, J., Bresman, H. e Håkanson, L., 2000), nel 2000, hanno focalizzato l'attenzione sull'integrazione gestionale nelle acquisizioni ad alta intensità di *conoscenza*. Il loro lavoro, condotto attraverso un'attenta revisione di altri studi e un'analisi di fusioni e acquisizioni in vari settori ad alta tecnologia ha rivelato che, a causa delle caratteristiche particolari delle fusioni e acquisizioni, un processo di integrazione più lento può portare a una migliore integrazione delle risorse umane. Infatti, la gestione sia dei lavoratori che della conoscenza (scienziati e ingegneri) richiede tempo ed un alto livello di fiducia. Per queste ragioni, Birkinshaw ed altri studiosi, nel 2000, hanno concluso che un'integrazione condotta lentamente è in grado di creare maggiori benefici rispetto ad una condotta frettolosamente.

Un altro punto di vista degno di nota è quello di Paruchuri (Paruchuri, S., Nerkar, A. e Hambrick, 2006) che si è concentrato sui ricercatori e sviluppatori, analizzando la relazione tra la loro produttività e il processo di integrazione, nelle società acquisite. Lo studio si basa su un campione di circa 4.000 ricercatori presso aziende farmaceutiche "Target". Lo studio ha rilevato che l'integrazione, in contesto di M&A, danneggia

maggiormente i ricercatori (a livello di produttività, calcolata come brevetti registrati) che hanno subito un maggiore declassamento gerarchico ed una perdita di autonomia e centralità a causa della nuova struttura societaria.

Concentrandosi sulla gestione strategica di fusioni e acquisizioni nel settore farmaceutico, Jack (Jack, A. 2002), ha sviluppato una prospettiva che ricade all'interno del perimetro della "teoria della gestione delle risorse", nel M&A, che vede le fusioni e acquisizioni come importanti mezzi di trasferimento di risorse e capacità, altrimenti non commerciabili. Però è importante tenere conto che potrebbe essere necessario un elevato livello di integrazione post-acquisizione al fine di estrarre il potenziale sinergico tra le imprese *Target* e quelle acquirenti (Ellis, KM, Reus, TH e Lamont, BT, 2009).

Tuttavia, come ritiene Paruchuri, posizione condivisa anche da Weber (Weber, Y., Tarba, SY e Rozen-Bachar, Z., 2012), la perdita di autonomia che tipicamente accompagna il processo di integrazione essenziale per il pieno sfruttamento delle sinergie, può essere dannoso, in ottica di *performance*, se non adeguatamente ponderato.

Affinché vi sia un effettivo trasferimento di risorse è necessario che si verifichi un alto grado di integrazione delle entità uscenti dall'operazione di M&A. Bisogna, però, essere assolutamente cauti nel trasferimento delle conoscenze e nella realizzazione dell'integrazione, in quanto tale processo se male implementato può comportare non solo un mancato beneficio ma una vera e propria distruzione di conoscenza, che può essere dissipata sia da un eccessivo turnover del management sia dalla mala riorganizzazione delle funzioni aziendali interne (Spedale, S., van Den Bosch, FAJ e Volberda, 2007).

Tra i vari approcci applicabili, secondo Tarba, l'applicazione del modello di Haspeslagh e Jemison riesce a conferire un più ampio grado di integrazione; questa considerazione viene confermata da uno studio che prende a campione un *cluster* di operazioni, condotte con diversi modelli di fusione e acquisizione nell'industria high-tech tra il 1990 e il 2006; questo studio ha indicato che solo nel 42% delle transazioni M&A, appartenenti al *cluster*, vi è stato un adattamento significativo.

Fondandosi su un modello che tiene in considerazione, come variabili, la cultura nazionale, le differenze di cultura aziendale e la sinergia potenziale che vi è tra le imprese, Weber (Weber, Y. e Tarba, 2011), ha proposto che la ragione del pessimo track record di performance delle società acquirenti risieda probabilmente nell'incapacità di attuare o addirittura nella mancata adozione di un approccio di integrazione che sia congruente con

le specifiche caratteristiche dell'operazione e delle società coinvolte nell'operazione. Inoltre, sempre sulla base di un'analisi dettagliata su operazioni M&A di società high-tech, quali Lannet e British Madge, Weber ha illustrato l'effetto che la scelta dell'approccio di integrazione post-fusione ha sul successo o il fallimento di fusioni e acquisizioni transfrontaliere. Il suo studio ha ampliato la conoscenza esistente della gestione interculturale nelle fusioni high-tech internazionali esplorando gli effetti delle differenze culturali sull'efficacia dell'approccio di integrazione. Nella stessa ottica, ha condotto uno studio approfondito sull'acquisizione della tedesca Fast da parte di una società israeliana Aladdin nell'industria high-tech ha esemplificato esplicitamente i problemi di integrazione post-fusione emersi a seguito dello scontro culturale tra entità amalgamanti. Nello specifico tale studio esamina le diverse fasi del processo di M&A, vale a dire sia il processo negoziale prima della loro fusione che l'approccio di integrazione post fusione adottato dall'impresa acquirente. Questo studio getta anche nuova luce sulle conoscenze limitate esistenti sull'approccio di integrazione post-acquisizione nell'esecuzione di fusioni high-tech internazionali.

Puranam e Srikanth (Puranam, P. e Srikanth, K., 2007) da parte loro hanno analizzato il modo in cui gli acquirenti sfruttano le acquisizioni tecnologiche; il loro studio ha evidenziato che vi sono due metodologie preponderanti:

- L'acquirente utilizza la conoscenza dell'azienda *Target* come input per i propri processi di innovazione, facendo leva su ciò che l'impresa acquisita "sa".
- L'acquirente fa affidamento sull'azienda acquisita in quanto fonte indipendente di innovazione, ovvero sfrutta ciò che l'azienda acquisita "fa".

Questi due metodi di sfruttamento della conoscenza non sono complementari; infatti, sfruttare ciò che l'azienda acquisita "sa" promuovendo il coordinamento tra l'acquirente e l'impresa *Target* ostacola la capacità di sfruttare ciò che l'azienda acquisita "fa" a causa degli effetti dirimpenti sull'organizzazione *Target* causati da una riduzione della sua autonomia.

In un altro studio di ricerca incentrato sul processo di integrazione, Grimpe (Grimpe, C., 2007) ha analizzato varie strategie di integrazione e ha concettualizzato tre metodi:

- simbiosi
- assorbimento
- adattamento

Successivamente ha approfondito le tre strategie e gli strumenti di integrazione in un campione di 35 fusioni e acquisizioni. I risultati mostrano che il successo tecnologico e quindi le capacità di sviluppo di nuovi prodotti beneficiano maggiormente delle strategie di simbiosi e assorbimento. King (King, DR, Slotegraaf, R. e Kesner, I., 2008), nel 2008, ha esplorato il ruolo delle interazioni delle risorse nello spiegare le prestazioni dell'azienda in un contesto di acquisizione. Sebbene King abbia confermato che le acquisizioni non portano in media a prestazioni più elevate, ha scoperto che i profili di risorse complementari nelle imprese *Target* e acquisitrici sono associati a rendimenti anormali. Nello specifico, ha scoperto che le risorse di marketing dell'impresa acquirente e le risorse tecnologiche dell'impresa *Target* si rafforzano (si completano) positivamente a vicenda, mentre le risorse tecnologiche dell'impresa acquirente e di quella *Target* si sostituiscono. Gli autori che seguono l'approccio del processo di integrazione si sono concentrati sulle risorse umane, in particolare sui ricercatori, sviluppatori e sulla loro produttività. (Ernst, H. e Vitt, J., 2000)

In particolare, hanno analizzato la condotta dei ricercatori, i quali hanno un gran numero di brevetti di alta qualità per le loro aziende. L'analisi di 43 acquisizioni mostra che i ricercatori quando l'azienda in cui lavorano subisce un take over, essi tendono a lasciare l'azienda o riducono significativamente la loro performance, computate in brevetti depositati dopo l'acquisizione. Hanno scoperto inoltre che i fattori che influenzano il comportamento dei ricercatori e degli sviluppatori chiave dopo le acquisizioni sono le dimensioni dell'azienda acquisita, le differenze culturali tra le funzioni di ricerca e sviluppo delle imprese acquisitrici e *Target* e il livello di complementarità tecnologica. Graebner e altri studiosi (Graebner, ME, Eisenhardt, KM e Roundy, 2009), nel 2009, hanno studiato il fattore umano ed in particolare il ruolo dei manager nell'azienda acquisita. Utilizzando tecniche basate sulla teoria per esaminare l'integrazione di otto acquisizioni tecnologiche, questi autori hanno scoperto che i manager acquisiti svolgono un ruolo chiave nel raggiungimento di due tipi di valore: atteso e fortuito. Promuovendo la realizzazione di questi due tipi di valore, i leader acquisiti mantengono i vantaggi sia dell'integrazione che dell'autonomia e consentono alle loro organizzazioni di sperimentare contemporaneamente due forme di cambiamento, spesso contrastanti: l'esplorazione e lo sfruttamento.

Anche Cummings e Teng hanno contribuito allo sviluppo della letteratura, analizzando il processo di integrazione, con un focus sul trasferimento delle conoscenze. In uno studio su più di 15 settori, attraverso tre forme di governance e coinvolgendo partner di ricerca e sviluppo nazionali e internazionali, gli autori hanno scoperto che il successo del trasferimento delle conoscenze è associato a diverse variabili chiave e dipende da:

- la comprensione di entrambe le unità di ricerca e sviluppo
- la misura in cui le parti condividono basi di conoscenza simili
- l'estensione delle interazioni tra la fonte e il destinatario al fine di trasferire la conoscenza e partecipare a un processo di articolazione, per mezzo del quale la conoscenza della fonte è resa accessibile al destinatario

Nella stessa categoria vi è anche il contributo di Schweizer, che analizza in due articoli le fusioni e acquisizioni nel settore farmaceutico. In particolare, il primo articolo (Schweizer, L., 2005), analizza l'integrazione post acquisizione delle imprese biotecnologiche da parte delle aziende farmaceutiche. La sua ricerca si compone in una breve analisi sorta dai problemi verificatisi recentemente nel settore farmaceutico e biotecnologico.

In considerazione della complessità e della natura sfaccettata delle fusioni e acquisizioni ha concluso che le aziende farmaceutiche dovrebbero applicare un approccio di integrazione post-acquisizione ibrido con motivazioni/orientamenti simultanei a breve e lungo termine da implementare ad un ritmo diverso tra i diversi componenti della catena del valore.

Nel suo giornale Schweizer (Schweizer, L., 2005) con il secondo articolo ha analizzato le conseguenze dell'acquisizione di società biotecnologiche causate dal trasferimento delle conoscenze e dall'organizzazione del dipartimento di R&S presso le società farmaceutiche acquirenti. L'autore ha concluso che non vi è alcun trasferimento sistematico di know-how biotecnologico dall'azienda biotecnologica all'azienda farmaceutica dopo l'acquisizione. Le aziende biotech rimangono invece indipendenti e assumono il ruolo di centri di eccellenza per la R&S all'interno delle aziende farmaceutiche, in quanto unico modo per preservare la capacità innovativa dell'azienda biotech acquisita.

Hitt e Hoskinsson (Hitt, MA, Hoskinsson, RE e Kim, H., 1997) insieme ad altri ricercatori hanno contribuito allo sviluppo dell'indagine analizzando le performance di acquisizione,

in particolare quelle *industry* ad alta concentrazione tecnologica. La loro ricerca parte dal presupposto che le acquisizioni potrebbero non portare sempre a performance aziendali positive e conclude che le evidenze che scaturiscono dal loro lavoro parlano di un duplice effetto negativo nella maggior parte dei casi esaminati; gli effetti negativi sia sull'“intensità di R&S” sia sul numero di brevetti depositati.

Concentrandosi sull'analisi delle prestazioni delle imprese internazionalizzate, Hitt è giunto alle seguenti conclusioni:

- La diversificazione internazionale è negativamente correlata alla performance nelle imprese non diversificate, positivamente correlata nelle imprese con elevata diversificazione del prodotto e correlata, in modo non lineare, nelle imprese con moderata diversificazione del prodotto.
- La diversificazione internazionale è positivamente correlata all'intensità di R&S, ma gli effetti di interazione con la diversificazione del prodotto sono negativi. I risultati dello studio forniscono la prova dell'importanza della diversificazione internazionale per il vantaggio competitivo, ma suggeriscono anche le complessità dell'implementazione.

Bannert e Tschirky (Bannert, V. e Tschirky, H., 2004) si sono invece focalizzati sull'analisi delle performance delle due società coinvolte nel processo di acquisizione. Sulla base di otto studi di casi approfonditi di acquisizioni ad alta intensità di tecnologia in aziende multinazionali basate sulla tecnologia, la ricerca ha identificato le principali cause di fallimento nell'interiorizzazione della conoscenza esterna durante l'integrazione di acquisizioni ad alta intensità di tecnologia. La mancanza di un processo decisionale integrativo, di processi sistemici e di un cambiamento olistico di entrambe le società, durante l'integrazione ostacola il successo dell'approvvigionamento di conoscenza attraverso acquisizioni. Sulla base di questi risultati, l'articolo di Bannert e Tschirky propone un concetto per la pianificazione dell'integrazione su misura per le caratteristiche specifiche delle acquisizioni ad alta intensità tecnologica. Ulteriori contributi in questa categoria, tra cui quello di Ragozzino (Ragozzino, R., 2006), hanno assunto un diverso punto di vista a causa della loro attenzione alle imprese acquisite.

Molti di questi articoli hanno sviluppato strutture o modelli per processi acquisitivi nei settori high-tech. Ad esempio, Steensma e Corley (Steensma, HK e Corley, KG, 2000),

hanno analizzato l'interazione tra l'interdipendenza del partner e gli attributi della tecnologia: "Sviluppiamo un modello di contingenza, suggerendo come l'unicità e l'incertezza sono associate alla tecnologia per interagire con l'interdipendenza del partner per influenzare i risultati dell'approvvigionamento".

Ahuja e Katila (Ahuja, G. and Katila, R., 2001) hanno inoltre esaminato l'effetto delle acquisizioni sulla successiva performance innovativa delle imprese acquisite nell'industria chimica e ha sviluppato un quadro che collega le acquisizioni alla performance innovativa dell'impresa. Il contributo maggiore della ricerca di questi due autori è un modello per quantificare gli input tecnologici che un'impresa ottiene attraverso l'acquisizione.

Hagedoorn e Duysters (Hagedoorn, J. e Duysters, G., 2002) hanno inoltre analizzato l'effetto di M&A sulla performance tecnologica delle aziende del settore high-tech.

Altri studi, tra cui quello di Gerpott (Gerpott, T., 1995), sono volti ad indagare gli effetti a medio-lungo termine che ha l'acquisizione esterna di know-how tecnologico attraverso l'M&A. Lo studio di Gerpott ha analizzato le prestazioni in particolare nel settore dei pc. Il risultato principale ha riguardato l'adattamento strategico e organizzativo tra le imprese coinvolte nel processo: l'adattamento strategico tra aziende in mercati di prodotti correlati aumenta il potenziale innovativo delle fusioni e acquisizioni.

Cassiman (Cassiman, B., Colombo, M.G., Garrone, P. and Veuglers, R., 2005) ha analizzato l'effetto del M&A sul processo di R&S, utilizzando informazioni derivate da 31 operazioni. L'autore ha dimostrato che le relazioni tecnologiche e di mercato tra i partner di M&A influenzano chiaramente gli input, gli output, le prestazioni e la struttura organizzativa del processo di R&S: "M&A tra partner con ex-ante tecnologie complementari si traducono in esecutori di R&S più attivi dopo le fusioni e acquisizioni e in netto contrasto, quando le entità unite sono tecnologicamente sostitutive, diminuiscono significativamente il loro livello di R&S dopo l'M&A. Inoltre, l'efficienza della R&S aumenta in modo più evidente quando le entità unite sono tecnologicamente complementari rispetto a quando sono sostitutive.

Sulla base di una pubblicazione di Ahuja e Katila (Ahuja, G. and Katila, R., 2001), Cloudt ha proceduto ad analizzare la performance innovativa post-M&A attraverso un ampio campione di imprese operanti in cinque settori ad alta tecnologia: aerospaziale e difesa, computer, farmaceutica, elettronica e comunicazioni. Partendo dalle considerazioni

sviluppate in precedenti articoli, l'autore ha concluso che la relazione tra le basi di conoscenza delle imprese acquisite e quelle delle imprese acquisitrici ha un effetto curvilineo sulla performance innovativa dell'impresa acquirente. Ciò suggerisce che le aziende dovrebbero rivolgersi a partner di fusione e acquisizione che non siano né troppo estranei né troppo simili nella loro base di conoscenze a quella dell'impresa acquirente.

Laamanen e Keil (Laamanen, T. e Keil, T., 2008) hanno esaminato la performance acquisitiva tra alcuni degli acquirenti più attivi in sette settori industriali (farmaceutico e biotecnologico, computer e apparecchiature per ufficio, software in pacchetti, apparecchiature di comunicazione, apparecchiature mediche e di misurazione, telecomunicazioni e servizi sanitari) negli Stati Uniti negli anni '90. Hanno scoperto che un alto tasso di acquisizioni è correlato negativamente alla performance: "Le dimensioni di un acquirente, la portata del suo programma di acquisizione e l'esperienza di acquisizione moderano il rapporto indebolendo gli effetti negativi".

Ragozzino (Ragozzino, R., 2006) ha studiato gli effetti di valutazione aziendale delle fusioni e acquisizioni nel settore dell'alta tecnologia conducendo un confronto tra operazioni di M&A effettuate da imprese neocostituite e da imprese consolidate durante il periodo 1992-2000. L'evidenza mostra che le nuove imprese hanno registrato prestazioni medie peggiori rispetto alle imprese affermate.

Altri studi (Stahl, G.K. e Voight, A., 2008), (Weber, Y. e Drori, I., 2008) sottolineano che la maggior parte della ricerca esistente sulle fusioni e acquisizioni è stata basata prevalentemente sulla pratica più che sulla teoria ed è frammentata in varie discipline.

Il fenomeno dell'M&A non è stato collegato a nessuna teoria comprensiva, e raramente vengono proposti modelli comprensivi del fenomeno (Weber, Y., Tarba, SY e Reichel, A., 2011).

Queste considerazioni sono ugualmente valide per fusioni e acquisizioni in industrie guidate dalla tecnologia. Questi settori sono caratterizzati da un elevato livello di crescita della tecnologia e da un'elevata incertezza. Per questi motivi è difficile, e in alcuni casi impossibile, definire lo sviluppo futuro delle imprese basate sulla tecnologia.

L'attività di M&A in questi settori è guidata dalla necessità di acquisire imprese per ottenere nuove competenze e nuove conoscenze tecniche e tecnologiche, in quanto gli acquirenti spesso non dispongono delle risorse di conoscenza interne per sviluppare

nuove tecnologie. Un'altra caratteristica dei settori guidati dalla tecnologia è il gran numero di PMI, generalmente sottocapitalizzate, con prospettive minime di generare flussi di cassa nel prossimo futuro. L'eterogeneità dei contributi degli studiosi in questo campo è anche correlata alla difficoltà di definire l'oggetto di indagine: M&A in settori *technology-driven* possono riferirsi all'acquisizione di società high-tech o ad acquisizioni in cui la tecnologia è solo una componente dell'acquisizione patrimonio dell'impresa. Tutte queste considerazioni, tuttavia, possono spiegare solo in parte l'eccessiva frammentazione della letteratura.

Un tema comune nell'eterogenea e frammentata letteratura accademica sulle fusioni e acquisizioni è la misurazione della performance. In effetti, questo è il tema centrale dei vari articoli che si occupano del processo di M&A, in particolare quei *deals* effettuati in contesti basati sulla conoscenza. La frammentazione della letteratura, naturalmente, non è limitata al campo delle fusioni e acquisizioni, ma in questo campo offre una chiara opportunità di progresso. Per cogliere questa opportunità, però, è necessario condurre un confronto tra i diversi temi, metodi di indagine e dati utilizzati (Meglio, O., 2004). Solo in questo modo sarà possibile approfondire l'affascinante e sfuggente fenomeno dell'M&A, che rimane controverso per metodologia, obiettivi e risultati a causa della sua estrema complessità.

### **2.3 Il posizionamento dell'elaborato**

Come già evidenziato, la letteratura relativa alle fusioni e acquisizioni (M&A) è estesa e frammentata. L'obiettivo di questo documento non è certamente quello di fornire una risposta definitiva e di sintetizzare in modo uniforme e organico decenni di ricerche condotte da studiosi, tra cui si possono includere i più eminenti economisti degli ultimi cento anni.

L'obiettivo di questo elaborato, invece, sarà quello di ampliare il lavoro condotto da Laamanen e Keil (Laamanen, T. e Keil, T. , 2008, "Performance of Serial Acquirers: Toward an Acquisition Program Perspective", *Strategic Management Journal*, vol. 29 n. 6, pp. 663-672) indagando la relazione che vi è tra il perfezionamento seriale di operazioni di Acquisizione e Fusione e la creazione di valore per gli azionisti. Inoltre, si cercherà di identificare eventuali fattori comuni nei casi di successo. Quest'indagine sarà condotta

attraverso la valutazione dei livelli di performance post-M&A di un campione di società attive nel settore M&A, delimitato settorialmente dai codici SIC 28, 35, 36, 37, 48 e 49, che includono settori come Farmaceutico, Chimico, Biotecnologico, IT, Telecomunicazioni ed Energia.

Il campione che analizzerò sarà costituito principalmente da società quotate presso la Borsa di Milano (listino FTSE-MIB) e presso la borsa valori di Londra (LSE), con l'obiettivo di dare risalto e copertura, dal punto di vista della letteratura, ad un mercato come quello italiano ed europeo, spesso considerato marginale a causa dei bassi volumi e della scarsa capitalizzazione, ma un mercato finanziario, per molti esperti, ad alto potenziale.

## **2.4 Definizione delle ipotesi di ricerca**

Nel contesto della ricerca è necessario formulare le ipotesi che guideranno l'analisi e la valutazione della relazione che insiste tra le strategie di fusione e acquisizione e le performance azionarie delle società che le implementano. Nel tentativo, dunque, di perseguire l'obiettivo di indagare tale relazione e portare alla luce eventuali fattori comuni nei casi di successo, come enunciato in precedenza, è possibile sostenere quanto segue:

**H0:** L'ipotesi nulla suggerisce l'assenza di una differenza significativa tra il rendimento del portafoglio caratterizzato da un elevato livello di M&A e il rendimento atteso stimato attraverso il modello FF-5 fattori.

**H1:** L'ipotesi alternativa suggerisce la presenza di rendimenti anomali positivi per un portafoglio di aziende caratterizzato da un elevato livello di operazioni di M&A e quindi una differenza significativa tra il rendimento effettivo del portafoglio e quello stimato con il modello FF-5 fattori.

Per confermare l'affidabilità del modello statistico, è fondamentale sottolineare che le analisi sono condotte utilizzando il modello FF-5 fattori, noto per la sua solidità e ampiamente accettato nella comunità scientifica.

### **3. I metodi utilizzati per valutare le operazioni di M&A**

Generalmente quando è necessario valutare un'operazione di M&A, sia che si tratti di acquisizione o di fusione bisogna computare il valore delle aziende *stand-alone* e successivamente calcolare il valore delle sinergie sprigionate dall'operazione.

In questo capitolo verrà trattato, sinteticamente, i metodi più comuni, sia per la valutazione delle imprese, che per la valutazione delle sinergie che sorgono dal perfezionamento delle operazioni di M&A.

#### **3.1 I principali metodi della valutazione d'impresa**

Innanzitutto, è importante precisare che i metodi utilizzati per valutare una società e quindi il suo patrimonio netto (PN o *Equity*) possono essere suddivisi in due categorie principali: i metodi assoluti (indiretti) e i metodi relativi (diretti).

All'interno dei metodi assoluti, si distinguono ulteriormente i metodi reddituali patrimoniali e i metodi finanziari. I metodi reddituali patrimoniali si concentrano sull'obiettivo di valutare il Patrimonio Netto di una società partendo dai dati contenuti nei documenti di bilancio, soprattutto nello stato patrimoniale. Questa valutazione riguarda la differenza tra le fonti finanziarie e gli impieghi dei fondi.

Va sottolineato che ogni società, a seconda della sua dimensione, struttura e origine, può adottare diversi principi contabili per valutare i propri asset e passività. Nel contesto italiano, ad esempio, le Piccole e Medie Imprese (PMI) possono utilizzare i principi contabili italiani noti come OIC (Organismi Italiani di Contabilità). D'altra parte, le grandi imprese con un fatturato superiore a 250 milioni di euro, gli intermediari finanziari e le società quotate nelle borse valori sono tenuti a seguire i principi contabili internazionali, ovvero gli IFRS/IAS.

Sebbene questi principi contabili siano sviluppati partendo da basi simili, inevitabilmente conducono a valutazioni discordanti. Di conseguenza, per ottenere una maggiore certezza riguardo al risultato e al valore del Patrimonio Netto di un'impresa, è consigliabile fare affidamento sui principi contabili internazionali. Questi principi sono ampiamente

riconosciuti e apprezzati nonché vantaggiosi per la loro capacità di agevolare il confronto tra diverse realtà aziendali.

### **3.1.1 Metodi di valutazione patrimoniali-reddituali**

Per stimare accuratamente il valore di un'azienda attraverso il metodo patrimoniale-reddituale, che si basa sullo stato patrimoniale, il primo passo cruciale è stimare il suo Patrimonio Netto. Una volta ottenuto questo valore intermedio, è essenziale condurre una dettagliata valutazione dei crediti, debiti e degli elementi non monetari, adeguandoli al valore temporale del denaro (è importante considerare che le voci dello stato patrimoniale spesso non tengono conto del fattore tempo, che tuttavia può avere un impatto significativo sul valore effettivo di un'attività).

Successivamente, è fondamentale stimare anche gli oneri potenziali, che rappresentano possibili uscite di denaro con importo e data incerti. Dopo aver completato queste fasi di analisi, si può procedere con il calcolo del Capitale Netto Rettificato (CNR). Questo valore cerca di avvicinarsi il più possibile al valore di mercato dell'azienda al tempo in questione. (B. Espen Eckbo, "Handbook of Corporate Finance", Elsevier, 2007)

La formula per calcolare il CNR è la seguente:

$$K = C + [(P1 + P2 + \dots) - (M1 + M2 + \dots)] \times (1 - t)$$

Dove "C" equivale al Capitale Netto computato secondo le regole contabili, "t" l'aliquota fiscale e "P e M" rispettivamente le Plusvalenze e le Minusvalenze registrate nella valutazione delle poste passive ed attive.

È importante sottolineare che il metodo patrimoniale-reddituale richiede una valutazione accurata di una serie di elementi finanziari e contabili, tenendo conto sia delle prospettive future che delle incertezze. Questo approccio è utile per ottenere un'immagine più completa del valore dell'azienda, ma richiede un'analisi attenta e competenze specializzate per applicare correttamente tutte le variabili coinvolte.

Inoltre, è necessario puntualizzare che, oltre alle precauzioni precedentemente delineate e alla formula menzionata, l'applicazione del metodo patrimoniale si fonda sull'ipotesi che l'azienda oggetto della valutazione manifesti un reddito previsto "R" conforme alla seguente relazione:

$$R = i \times K$$

Dove "i" rappresenta il tasso adeguato di rendimento per il capitale investito nell'azienda (o il tasso di redditività previsto) e "K" il capitale netto rettificato.

Di conseguenza, è importante enfatizzare che, anche se in misura minima e come risultato di specifiche constatazioni e controlli, il metodo patrimoniale tiene ugualmente in considerazione aspetti strettamente reddituali.

Pertanto, è opportuno sottolineare che l'impiego del metodo patrimoniale rimane legato in modo indissolubile a determinate imprese o settori specifici in cui gli elementi patrimoniali risultano di notevole importanza e costituiscono la base per la determinazione del valore aziendale.

Esempi concreti di ciò possono includere le holding e fondi di investimento (caratterizzati da partecipazioni in altre società) e le società immobiliari. (B. Espen Eckbo, "Handbook of Corporate Finance", Elsevier, 2007)

D'altra parte, il metodo reddituale basa la valutazione dell'azienda sulla sua capacità di generare risultati positivi nei futuri esercizi. Senza entrare troppo nel dettaglio, il modello reddituale può essere riassunto nella seguente formula:

$$W = \frac{R}{i}$$

Dove "W" rappresenta il valore economico del capitale, "R" il reddito medio normale prospettico e "i" il tasso di capitalizzazione.

### 3.1.2 I metodi di valutazione finanziari

Tra i più popolari metodi finanziari volti alla valutazione di un'impresa, di un progetto o di un investimento, vi è sicuramente il *Discounted Cash Flow Method*.

Questo metodo si basa sul principio fondamentale che il valore di un flusso di cassa futuro è inferiore al suo valore nominale attuale, a causa del valore del denaro nel tempo e dei rischi relativi.

Il *DCF Method* valuta un'entità tramite la previsione dei flussi di cassa futuri che si prevede saranno generati e li sconta al valore attuale utilizzando un tasso di sconto appropriato. Questo procedimento tiene conto del fatto che un euro oggi ha un valore superiore a un euro futuro, in quanto il denaro può essere investito o fruttare interessi nel frattempo.

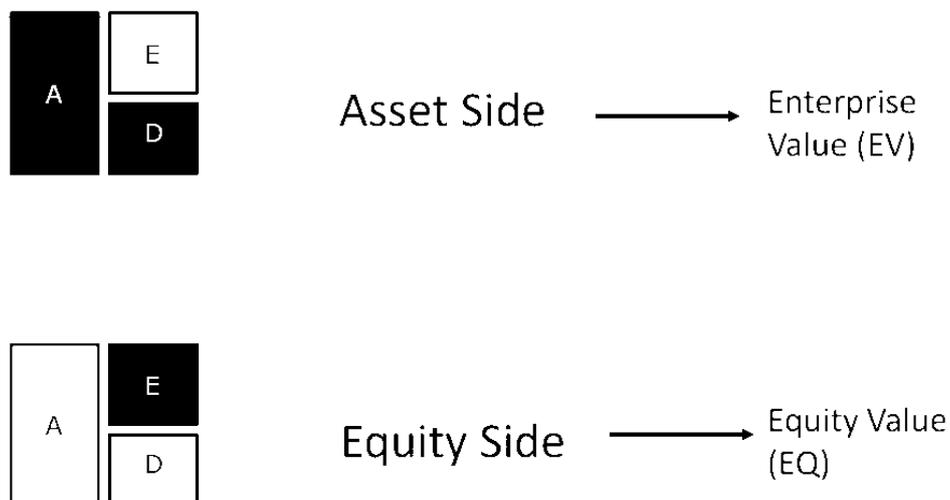
L'applicazione del Metodo DCF implica una sequenza di cinque passaggi essenziali:

- **Stima dei flussi di cassa futuri:** inizia stimando i flussi di cassa netti che ci si aspetta che l'entità genererà nel corso di un periodo di proiezione. Questi flussi di cassa possono includere ricavi, costi operativi, investimenti in capitale fisso e varie altre voci finanziarie.
- **Determinazione del tasso di sconto:** il tasso di sconto rappresenta il rendimento richiesto dagli investitori per assumere il rischio associato agli investimenti futuri. Esso incorpora il costo del capitale e riflette il livello di rischio dell'entità valutata. Questo tasso viene spesso determinato considerando il costo medio ponderato del capitale (WACC), che tiene conto dei costi del debito e del capitale proprio.
- **Sconto dei flussi di cassa:** i flussi di cassa futuri vengono scontati al loro valore attuale utilizzando il tasso di sconto. Ciò significa che i flussi di cassa più lontani nel futuro saranno scontati in misura maggiore rispetto a quelli più prossimi.
- **Calcolo del valore attuale netto:** sommando i flussi di cassa scontati si ottiene il valore attuale netto (VAN), che rappresenta il valore presente di tutti i flussi di cassa futuri previsti.
- **Valutazione finale:** il valore presente netto ottenuto rappresenta la stima del valore dell'entità o dell'investimento. Questo valore può essere utilizzato per

prendere decisioni di investimento, valutare la redditività di progetti o aziende e supportare le decisioni di finanza aziendale.

Tuttavia, il grande limite di questo metodo è l'aleatorietà delle stime impiegate; infatti, cambiando le *assumptions*, tra cui il costo a cui scontare i flussi, il tasso di crescita del mercato o i ricavi di vendita si possono ottenere risultati significativamente lontani tra loro. Un metodo con cui parzialmente attenuare questa aleatorietà è integrare il modello con una *sensitivity analysis* che permette di avere un'idea di come il VAN vari al variare delle *assumptions* di base.

I metodi finanziari di valutazione d'impresa possono essere suddivisi a loro volta in due sottocategorie: *Asset-Side* ed *Equity-Side*.



### Immagine 3.1

*Equity Side vs Asset Side*

*Fonte: Santella Rosella, Corso di ACF, Luiss*

Il *DCF Method* da questo punto di vista è un metodo di valutazione estremamente utile, in quanto permette di ottenere, se appropriatamente applicato, una stima reale sia del valore dell'azienda ( $Equity + Debt = Asset$ ) che del solo valore dell'*Equity*.

Il DCF applicato al *Free Cash Flow from Operations* permette di ottenere una stima attendibile del *Enterprise Value (EV)* ovvero del valore dell'azienda tenendo conto anche del debito (ricordo che nel mondo reale non essendo rispettate le condizioni su cui si base

il primo teorema di Modigliani Miller, le fonti di finanziamento e di conseguenza la quantità di debito finanziario a cui una società è esposta ne influenza il valore)

Il calcolo del valore economico (EV) tramite l'approccio DCF *Asset-Side* inizia con le previsioni di vendite, dalle quali vengono sottratti i costi fissi e variabili fino a raggiungere un risultato intermedio noto come margine operativo di secondo livello, spesso chiamato anche EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*). Da questo punto, vengono poi detratte le svalutazioni (o aggiunte le rivalutazioni), note come DA (*Depreciation and Amortization*), e i costi di ammortamento vengono separati per giungere all'EBIT, che rappresenta il risultato economico dell'area caratteristica.

Dall'EBIT, risultato economico, vengono successivamente tolte le tasse per trovare il NOPAT (*Net Operating Income After Taxes*) e aggiunta la variazione del Capitale Circolante Netto, in inglese *Net Working Capital*. A tale risultato vengono tolte le spese di capitale od investimenti per trovare il *Free Cash Flow from Operating*, rappresentate l'effettivo flusso di contante previsto per ogni anno preso in considerazione (si prende in considerazione un orizzonte temporale di cinque anni, in quanto in un orizzonte temporale più esteso potrebbero modificarsi in modo significativo i margini operativi e potrebbero incorrere cambi ragguardevoli nel *business model*).

I flussi vengono poi scontati al costo medio del capitale WACC, che tiene in considerazione anche l'effetto fiscale sul pagamento degli interessi sul debito, non scorporati dai flussi di cassa del FCFO.

Il WACC viene così calcolato:

$$WACC = \frac{V_e}{V_e + V_d} \times C_e + \frac{V_d}{V_e + V_d} \times C_d$$

$V_e$  = Value of Equity

$V_d$  = Value of Debt

$C_e$  = Cost of Equity

$C_d$  = Cost of Debt

### **Immagine 3.2**

*Wacc Formula*

*Fonte: [financeformulas.net](http://financeformulas.net)*

Dopo aver scontato i flussi di cassa del FCFO una domanda sorge spontanea: come rappresentare il valore dei flussi di cassa oltre l'orizzonte temporale preso in considerazione?

La risposta viene data grazie al suddetto *Terminal Value* (TV).

Il TV viene calcolato in modo semplice:

1. Si prende l'ultimo anno del nostro FCFO
2. Si eseguono due diverse rettifiche, ossia si pone la variazione del CCN pari a 0 e si assume che la DA sia uguale alle spese di Capitale, ovvero il Capex
3. Si ottiene così il FCFO *Normalized*, il quale va scontato per la differenza tra il costo del capitale ponderato per il debito, ossia il WACC, ed il tasso di crescita medio previsto per il futuro (solitamente si assume come tasso di crescita  $g$  il CPI o il tasso di inflazione previsto).

Unlevered Cash Flow	
Revenues	
- Operating Costs	
-----	
EBTDA	
- Depreciation	
-----	
EBIT	
- Tax (EBIT * T)	
-----	
= NOPAT	
+ Depreciation	
- Change in net working capital	
- Capex	
-----	
<b>FCFO</b>	

### Immagine 3.3

*Unlevered Cash Flow*

Fonte: Santella Rosella, Corso di ACF, Luiss

Per quanto concerne il modello di valutazione *Equity-Based* viene applicato sempre il DCF con una piccola variante: i flussi di cassa presi in considerazione, prima relativi al ciclo operativo FCFO, ora sono i flussi di cassa disponibili per gli *shareholders*, ovvero i flussi derivanti dal *Flow to Equity*.

Il metodo di calcolo del *Flow to Equity* differisce in maniera sostanziale dal FCFO, sia per quanto riguarda la ratio che per quanto riguarda gli aggiustamenti necessari per derivare il flusso.

Il FTE viene così calcolato:

<b>Levered Cash Flow</b>	
Revenues	
- Operating Costs	
-----	
EBTDA	
- Depreciation	
-----	
EBIT	
- <b>Interest payments</b>	
-----	
Income before tax	
- Tax (Income before tax * T)	
-----	
<b>Net Income</b>	
+ Depreciation	
- Change in net working capital	
- Capex	
+ <b>Change in Financial Debt</b>	
-----	
<b>FCFE</b>	

### Immagine 3.4

*Levered Cash Flow*

Fonte: Santella Rosella, Corso di ACF, Luiss

Una volta stimato il flusso di cassa disponibile per coloro che sono titolari del capitale di rischio, tali flussi vanno scontati al costo dell'*Equity* (il principio fondante della finanza aziendale è la coerenza) e dopo aggiunto al VAN dei flussi di cassa del FCE si sommare il TV come spiegato in precedenza per il FCFO; in questo modo si ottiene il valore dell'*Equity*, ovvero il valore fondamentale del capitale di rischio sottoscritto dagli azionisti.

Per il computo del valore dell'*Equity* vi sono altri modi alternativi, tra cui il *Dividend Discount Model*, un modello sempre basato sullo sconto dei dividendi che verranno pagati in futuro; questo modello, tuttavia, è di più difficile applicazione in quanto il *Payout Ratio*, ovvero la quantità di utili che verranno distribuiti agli azionisti dipende da anno ad anno ed è a discrezione dei membri del CDA.

Tra i metodi relativi invece si può annoverare il metodo dei multipli. Questo metodo permette, attraverso una comparazione con società quotate equiparabili, ovvero che

condividono lo stesso settore, gli stessi rischi e con simile business model di trovare quale sarebbe il valore relativamente ad altre società nel mercato.

Diversamente dai DFC che permettono di trovare quello che viene definito come valore intrinseco, ovvero il valore reale della società, questo metodo permette solamente di trovarne il valore a mercato in relazione ad imprese simili. I multipli sono molto utili poiché sono in grado di riflettere nella valutazione il *sentiment* di mercato.

I multipli, in sostanza, rappresentano la divisione tra due grandezze o misure. Tuttavia, quando si calcolano i multipli, è essenziale tener presente una regola fondamentale per ottenere misurazioni accurate: la coerenza.

Come menzionato precedentemente, le grandezze e le misure coinvolte possono variare, rappresentando sia il lato degli attivi (*Asset-Side*) che il lato del patrimonio netto (*Equity-Side*). In questa situazione, è di vitale importanza garantire che i risultati ottenuti non siano distorti. Pertanto, è cruciale collocare sia nel numeratore che nel denominatore delle grandezze appartenenti alla stessa categoria di riferimento, in modo da assicurare una comparazione adeguata e coerente. Questo approccio contribuisce a evitare distorsioni nei valori dei multipli e a ottenere risultati più significativi nella valutazione e nella comparazione delle aziende o delle attività finanziarie.

#### Market to Book Value

$$M/B = \frac{\text{Market Value}}{\text{Book Value}}$$

#### Price/Earnings

$$P/E = \frac{\text{Share Price}}{\text{EPS}}$$

#### Enterprise value/EBITDA

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Equity Value} + \text{Debt}}{EBITDA}$$

#### Enterprise value/Sales

$$EV/Sales = \frac{\text{Equity Value} + \text{Debt}}{Sales}$$

### Immagine 3.5

*Traditional Multiples*

Fonte: Santella Rosella, Corso di ACF, Luiss

### 3.2 La valutazione delle sinergie

Nel seguente paragrafo, verranno trattati gli approcci chiave, utilizzati per valutare le sinergie in operazioni di fusione e acquisizione (M&A).

La valutazione delle sinergie è fondamentale per determinare il valore complessivo di un'operazione M&A e comprendere ex-ante quali siano i benefici derivanti dalla combinazione di due entità aziendali.

Tuttavia, prima di addentrarsi nelle metodologie di valutazione, è importante ribadire ciò che ho già detto nel primo capitolo, ovvero che l'ottimismo eccessivo da parte dei dirigenti aziendali può influenzare significativamente la stima dei benefici sinergici ed è quindi consigliato in corso di valutazione degli effetti sinergici di adottare stime prudenziali per ovviare al problema.

Generalmente le valutazioni delle sinergie possono essere effettuate attraverso due approcci, come per la valutazione d'impresa:

- L'approccio relativo comprende l'uso di società comparabili e transazioni comparabili. Qui, ci concentriamo sul secondo approccio, dato che le sinergie derivano dalla combinazione di due società; quindi, le transazioni comparabili risultano essere più rilevanti.
- L'approccio di valutazione Assoluta si compone di diverse metodologie, tra cui si può annoverare il Valore Attuale Netto (VAN), che coinvolge il calcolo del valore attuale netto dei flussi di cassa futuri, utilizzando il metodo del flusso di cassa scontato (DCF).

Entrambi gli approcci, sia quelli relativi che quelli assoluti possono essere implementati in modo sintetico o analitico. Il primo metodo di implementazione, quello sintetico, permette di stimare il valore delle sinergie e quantificarle in termini di eccedenza rispetto al valore autonomo delle società coinvolte. Nel secondo caso, i benefici sinergici vengono stimati in modo diretto, considerando esclusivamente i flussi di cassa futuri derivanti dalle sinergie.

L'approccio basato sulle transazioni comparabili (relativo) implica la raccolta di dati e informazioni relative a transazioni aziendali simili, principalmente nel medesimo settore. Questi dati vengono utilizzati per costruire multipli, con il numeratore che rappresenta la stima delle sinergie e il denominatore che è una grandezza economica correlata alle sinergie: un esempio, in caso di sinergia di costo può essere "sinergie/spese operative" oppure in riferimento a sinergie di ricavo "sinergie/ricavi".

La media di questi multipli, calcolati per diverse transazioni comparabili, permette di quantificare il valore delle sinergie.

Tra gli approcci assoluti, quello più diffuso è *Discounted Cash Flow*.

Capasso e Meglio (Capasso e Meglio, 2010) in un loro lavoro propongono di utilizzare un modello ibrido, composto in prevalenza da un DCF, utilizzato principalmente per valutare finanziariamente il valore di ciascuna singola sinergia e secondariamente la teoria delle opzioni reali, *Real Option*, (Giuseppe Lettini, 2009). In sintesi, il modello si propone di valutare il valore complessivo delle sinergie attraverso la somma dei singoli benefici. Più nello specifico il modello proposto è Asset Side, quindi nel DCF viene impiegato come denominatore per scontare i flussi di cassa il costo del capitale ponderato per il costo del debito, che tiene conto anche dello scudo fiscale, il WACC.

L'equazione matematica che riassume il lavoro di Capasso e Meglio è la seguente:

$$W_{AB} = (\bar{W}_A + \bar{W}_B) + (\bar{S}_F + \bar{S}_O + \bar{S}_R) - (D_A + D_B + \Delta D_{AB})$$

### **Immagine 3.6**

*Valutazione delle Sinergie*

*Fonte: Fusioni E Acquisizioni. Teorie, Metodi, Esperienze Capasso A. e Meglio. O*

Dove  $W_A + W_B$  è il valore delle due entità A e B stand alone,  $S_F$ ,  $S_O$  e  $S_R$  sono i valori delle sinergie prodotte dall'operazione, tutto al netto dell'indebitamento  $D_A + D_B$  e  $\Delta D_{AB}$ . In particolare, tutte le variabili sono calcolate attraverso il metodo del DCF tranne  $S_R$ , che rappresenta le sinergie derivanti dalla flessibilità, non computabili attraverso lo sconto dei flussi di cassa.

## 4. Il modello di analisi

In questo capitolo viene tentato un approccio empirico per dimostrare la domanda di ricerca fondamentale, ossia se l'attuazione di una strategia di crescita tramite fusioni e acquisizioni possa effettivamente generare rendimenti anomali positivi.

Per fare ciò è stata rilevato un pool popolato da 82 società quotate nei mercati europei ed operanti nei settori ad alta intensità tecnologica, e in seguito è stato selezionato in modo randomico un campione di 30 aziende, che costituiranno l'oggetto di questa analisi.

COMPANY	INDUSTRY	M&As	COMPANY	INDUSTRY	M&As
Linfa	Tech	0	Jcdecaux Sa	Telecom	0
Deutsche Telekom	Telecom	0	Venon Ltd	Telecom	1
Accenture*	Tech	100	Telenet Group Holding	Telecom	5
Vodafone	Telecom	8	Informa Plc	Telecom	15
Telefono	Telecom	12	Pearson Plc	Telecom	17
Arencia	Telecom	2	Teleperformance	Tech	5
Bt	Telecom	3	Asos	Telecom	1
Semiconduttori Nxp	Tech	2	Axel Springer Se	Telecom	13
Nokia Oyj*	Telecom	100	Elisa Oyj	Telecom	14
Altice Nv - La	Telecom	4	Aleiron	Renewable energy	6
Wpp Plc	Telecom	67	Dassault Systemes	Software	23
Livedi Limited	Telecom	1	Gpi	Healthcare	15
Swisscom Ag-Reg	Telecom	3	Leonardo	Defence	16
Infineon	Tech	9	Philips	Electronics	15
Amadeus It Group Sa	Tech	12	Prysmian	IT/telcom	7
Sky Plc	Telecom	6	Recordati	Pharma/Biotech	9
Ericsson Lm-B Shs	Telecom	1	Reply	IT	14
Telia Co Ab	Telecom	2	Saes Getters	Electronics	4
Telecom Italia Spa	Telecom	8	Saipem	Energy infrastructures	3
Capgemini	Tech	16	Snam	Energy/Biotech	14
Publigruppe	Telecom	5	Stmicroelectronics	Semiconductors	0
Telefonica Deutchland Holdi	Telecom	3	Telecom	Telecom	0
Stmicroelectronics Nv	Tech	9	Wiiit	Cybersecurity	2
Sfr Group Sa	Telecom	1	Sap	Erp/Consulting	36
Iliad Sa	Telecom	1	Ariston Holding	Heating Devices	3
Atos Se	Tech	36	Datalogic	data/machine learning	5
Wolters Kluwer	Telecom	2	De' Longhi	Tech	3
Koninklijke Kpn Nv*	Telecom	100	Diasorin	Pharma/Biotech	5
Gruppo Rtl	Telecom	3	Digital Bros	It/gaming	4
Itv Plc	Telecom	23	Digital Value	Tech	0
Kabel Deutschland Holding Ag	Telecom	4	Ecomembrane	Chemical	1
Ses	Telecom	8	Fae Technology	High-tech	4
Prossimo	Telecom	3	Inwit	It/telcom	2
Prosiebensat.1 Media Se	Telecom	1	Philogen	Biotech	12
Sage Group	Tech	64	Technoprobe	Microelectronics	1
United Internet Ag Reg Share	Telecom	2	Tinexta	High-tech/Cybersecurity	5
Micro Focus Internazionale	Tech	0	Asml	Semiconductors	5

\*1 numeri riportati in tabella sono indicativi di un'elevatissima attività di M&A

#### Tabella 4.1

Popolazione presa in esame

Le 30 società, selezionate in modo casuale, attraverso lo strumento di excel “random sampling” sono poi state suddivise in due portafogli da 15 società ognuno, sulla base del numero di operazioni di M&A che esse hanno concluso nel periodo in analisi (da gennaio 2013 a dicembre 2022). Le azioni delle 15 società prese in esame che hanno finalizzato nove o meno operazioni di M&A sono andate a costituire il portafoglio LOW\_M&A, mentre le 15 società del campione che hanno effettuato più di nove operazioni di M&A nel periodo oggetto di analisi, le ho inserite nel portafoglio HIGH\_M&A.

La tabella sottostante raffigura la suddivisione del campione di 30 società e la loro suddivisione nei due portafoglio LOW\_M&A (L) e HIGH\_M&A (H).

TICKER	DEALS	H/L	TICKER	DEALS	H/L
ASC	1	L	REY	14	H
SES	8	L	CAP	16	H
VOD	8	L	ACN*	100	H
TNET	5	L	DSY	23	H
ERIC B	1	L	ELISA	14	H
UTDI	2	L	AMS	12	H
DAT	5	L	SGE	64	H
SCMN	3	L	LDO	16	H
PUB	5	L	INF	15	H
KD8	4	L	SNAM	14	H
DLG	3	L	SAP	36	H
PRY	7	L	ITV	23	H
SG	4	L	WPP	67	H
REC	9	L	NOK*	100	H
IFX	9	L	PHIA	15	H

\*I numeri riportati in tabella sono indicativi di un'elevatissima attività di M&A

#### Tabella 4.2

Campionamento della popolazione nei due portafogli

I pesi con cui le diverse società partecipano nei portafogli sono stati calcolati in modo che ogni azienda partecipi in modo proporzionale alla propria capitalizzazione di mercato:

$$w_A = \frac{Market\ Cap_A}{\sum_{i=0}^n Market\ Cap_n}$$

Il peso attribuito a ciascuna azione è un fattore dinamico, e viene ribilanciato con cadenza giornaliera in risposta alle fluttuazioni dei prezzi dei titoli. L'effetto risultante di questo bilanciamento giornaliero è fornire una rappresentazione accurata del peso e, di conseguenza, dei rendimenti dei portafogli, come se fossero effettivamente stati creati ad inizio gennaio 2013 senza più subire modifiche o ribilanciamenti.

Una volta determinati i pesi giornalieri per ogni ognuna delle 30 azioni, come sopra descritto, ho proceduto al calcolo dei rendimenti giornalieri cumulativi dei due singoli portafogli. Tali rendimenti sono stati successivamente utilizzati per valutare se il portafoglio HIGH\_M&A (composto da azioni con un elevato numero di operazioni di fusione e acquisizione) abbia effettivamente generato un rendimento superiore rispetto all' "expected return" computato attraverso l'applicazione del modello Fama-French a cinque fattori ed inoltre se effettivamente e di conseguenza se realmente in settori "ad alta intensità tecnologica", un basso se non nullo livello di operatività M&A, possa esporre od espone le società non affini a tali operazioni di finanza straordinaria a qualche sorta di svantaggio competitivo, che si traduce in termini di *abnormal returns* negativi o di minori ritorni rispetto a società solite a perfezionare operazioni di finanza straordinaria.

L'analisi di tali risultati mirerà a stabilire empiricamente se l'attuazione di un livello significativo di fusioni e acquisizioni incide positivamente sulle performance e sul rendimento delle società attive nei settori ad alta intensità tecnologica. Inoltre, si cercherà di valutare l'intensità di tale relazione, esaminando se esiste una correlazione tra le performance azionarie e il numero di operazioni concluse.

#### **4.1 La Teoria alla base del modello**

Generalmente la branca dell'economia finanziaria che si occupa di valutare l'impatto che le operazioni di finanza straordinaria, annunci di dividendi ed incrementi dei tassi di interesse hanno sul valore azionario di una società è definita *Event Study*.

Lo strumento principe per valutare l'impatto di un "evento" sul valore di mercato di una azione è l'*Abnormal Return*.

Per *Abnormal Returns* si intendono i differenziali che sorgono tra il ritorno effettivo di una azione o di un portafoglio ed i loro *expected returns*, il loro rendimento atteso. Esistono diverse tipologie di ritorni anormali, ma per una categorizzazione semplificata, possono essere divisi in due macrocategorie. La prima riguarda gli "*Abnormal Returns* stimati a breve termine", i quali considerano un periodo di tempo limitato che si estende per pochi giorni prima e dopo l'evento preso in esame. La seconda categoria si concentra, invece sulla valutazione degli effetti dell'evento nel "lungo termine", prendendo in considerazione gli anni successivi all'evento.

Per mantenere un adeguato livello di “*consistency*” con la mia domanda di ricerca, quindi capire se frequenti operazioni di M&A possano creare una sorta di vantaggio competitivo a medio lungo termine, ho preso in considerazione un *Abnormal Return* di medio-lungo periodo, ossia il *Buy and Hold Abnormal Return* o più semplicemente BHAR.

Il BHAR è una misura utilizzata per comprendere e valutare l’impatto di eventi nel Long Run Event Study; esso è definito dalla seguente formula algebrica:

$$\text{BHAR}_{i,h} = \prod_{t=1}^h (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=1}^h (1 + R_{m,t})$$

#### **Immagine 4.1**

*BHAR Formula*

*Fonte: Investopedia*

dove  $i$  rappresenta l’azione o il portafoglio preso in considerazione,  $h$  l’arco temporale preso in considerazione,  $R_{i,t}$  il ritorno di  $i$  al tempo  $t$  e  $R_{m,t}$  il ritorno del benchmark al tempo  $t$ . Il BHAR non è altro che la differenza tra la produttoria dei ritorni di  $i$  in  $h$  e la produttoria dei ritorni del benchmark sempre lungo il periodo  $h$ .

Questa metrica è stata utilizzata anche da Zakaria e Kamaludin per valutare i rendimenti di società quotate nel Saudi Arabian Stock Exchange ed attive nel mercato del M&A.

Come *benchmark* per la stima del BHAR ho preso sia il ritorno medio del mercato europeo, nel periodo  $h$  preso in esame, che il *Fama French 5 Factors Model* un modello valutativo molto diffuso nel mondo finanziario.

Il Fama-French 5 Factors Model rappresenta un modello statistico ampiamente utilizzato nei campi dell’Asset Pricing e del Portfolio Management. Si tratta di un’iterazione del modello Fama e French 3 Factors, presentato originariamente nel 1992 dagli economisti Eugene Fama, insignito del premio Nobel per l’economia nel 2013, e Kenneth French, da cui il modello prende il nome. La versione del 2015 del modello incorpora ulteriori fattori al fine di migliorare la capacità di spiegare le variazioni nei rendimenti degli asset finanziari.

Al modello a tre fattori, che è rappresentato nell’immagine sotto, vengono aggiunti ai fattori Market Risk Premium, Size e Value i due fattori Investment e Profitability.

La formula che definisce il modello Fama-French a tre fattori è la seguente:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_{it} + \beta_1(R_{Mt} - R_{ft}) + \beta_2SMB_t + \beta_3HML_t + \epsilon_{it}$$

**where:**

$R_{it}$  = total return of a stock or portfolio  $i$  at time  $t$

$R_{ft}$  = risk free rate of return at time  $t$

$R_{Mt}$  = total market portfolio return at time  $t$

$R_{it} - R_{ft}$  = expected excess return

$R_{Mt} - R_{ft}$  = excess return on the market portfolio (index)

$SMB_t$  = size premium (small minus big)

$HML_t$  = value premium (high minus low)

$\beta_{1,2,3}$  = factor coefficients

### Immagine 4.2

*Fama-French 3 Factors Model Formula*

*Fonte: Investopedia*

Si può notare come l'immagine sottostante, raffigurante la formula del modello a 5 fattori, sono stati aggiunti i fattori RMW e CMA, con lo scopo di ottenere una più fedele rappresentazione delle dinamiche del mercato finanziario, rispetto al modello del 1992.

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_{(5\text{-factor})} + \beta_{i,MKT}(R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_{i,SMB}SMB + \beta_{i,HML}HML + \beta_{i,RMW}RMW + \beta_{i,CMA}CMA + \epsilon_{i,t}$$

**Where  $\alpha_{(5\text{-factor})}$  is the Fama-French 5-factor alpha, RMW is investment factor,**

**CMA is profitability risk factor,  $\beta_{i,RMW}$  and  $\beta_{i,CMA}$  are coefficients,**

**which captures the risk sensitivity of investment and profitability factors.**

### Immagine 4.3

*Fama-French 5 Factors Model Formula*

*Fonte: Investopedia*

Il modello a tre fattori di Fama e French, e la sua successiva versione del 2015 a cinque fattori, si evolvono dal Capital Asset Pricing Model (CAPM), che rappresenta il modello principale nell'ambito dell'Asset Pricing. In contrasto con il CAPM, i modelli sviluppati da Eugene Fama e Kenneth French incorporano fattori addizionali al fine di fornire una rappresentazione più approfondita delle dinamiche di rendimento degli asset finanziari. Tali fattori aggiuntivi sono:

- 1) Il premio per la dimensione (Size) rappresenta il rendimento aggiuntivo che gli investitori richiedono per investire in piccole imprese rispetto alle grandi, come nel modello a tre fattori.
- 2) Il premio per il valore (Value) indica il rendimento aggiuntivo richiesto dagli investitori per investire in azioni di valore (con un P/E basso) rispetto a azioni di crescita (con un P/E alto), anch'esso presente nel modello a tre fattori.
- 3) Il premio per l'investimento (Investment), rappresenta il rendimento aggiuntivo richiesto dagli investitori per investire in azioni di società che hanno effettuato investimenti in attività fisse rispetto alle azioni di valore.
- 4) Il premio per la redditività (Profitability) indica il rendimento aggiuntivo richiesto dagli investitori per investire in azioni di società redditizie rispetto alle azioni di società non redditizie.

Le ragioni che hanno guidato la scelta dell'incorporazione del Fama-French Model nella costruzione del mio modello, rispetto al più elementare Capital Asset Pricing Model (CAPM), possono essere delineate nei seguenti punti:

- In primo luogo, il Fama-French Model fornisce una spiegazione più robusta dei rendimenti. Mentre il CAPM considera unicamente il rischio sistemico di mercato, il modello Fama-French a 5 fattori incorpora quattro ulteriori fattori che consentono una migliore comprensione delle variazioni nei rendimenti degli asset.
- Il modello Fama-French è stato sviluppato in seguito a ricerche empiriche che hanno evidenziato come i rendimenti delle azioni siano influenzati da fattori supplementari rispetto al mero rischio di mercato.

## 4.2 La raccolta dei dati

Per condurre questa ricerca, è stato necessario raccogliere dati provenienti da diverse fonti:

- Banche Dati Finanziarie: i dati relativi alle aziende oggetto di studio, quali capitalizzazioni di mercato, *shares outstanding* e gli storici dei prezzi delle azioni sono stati estratti da information providers ampiamente riconosciuti e utilizzati nel campo della ricerca finanziaria, tra cui il sito Yahoo Finance.com e la piattaforma Refinitiv.
- Dati riguardanti le operazioni di Fusione e Acquisizione (M&A): tali informazioni sono state ricavate dal database Orbis M&A, specializzato nel riportare ed analizzare i deals di M&A annunciati, in fase *ongoing* e conclusi, sia di aziende quotate, sia di società private.
- I fattori del modello Fama French: i dati per l'implementazione del modello di regressione di Fama French sono stati scaricati dall'apposito sito, gestito e creato da  Kenneth  French ([https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html](https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html)).

## 4.3 Il modello di ricerca

Per verificare la validità dell'ipotesi di ricerca relativa all'effetto di un'elevata attività di fusioni e acquisizioni (M&A) come fonte di vantaggio competitivo per le aziende nel settore tecnologico europeo, è stato sviluppato un modello statistico utilizzando il linguaggio di programmazione R.

Inizialmente, sono stati determinati i campioni oggetto dell'analisi mediante l'applicazione di uno strumento di selezione randomica. Tale approccio è stato adottato al fine di mitigare i *selection bias* e migliorare la rappresentatività della selezione.

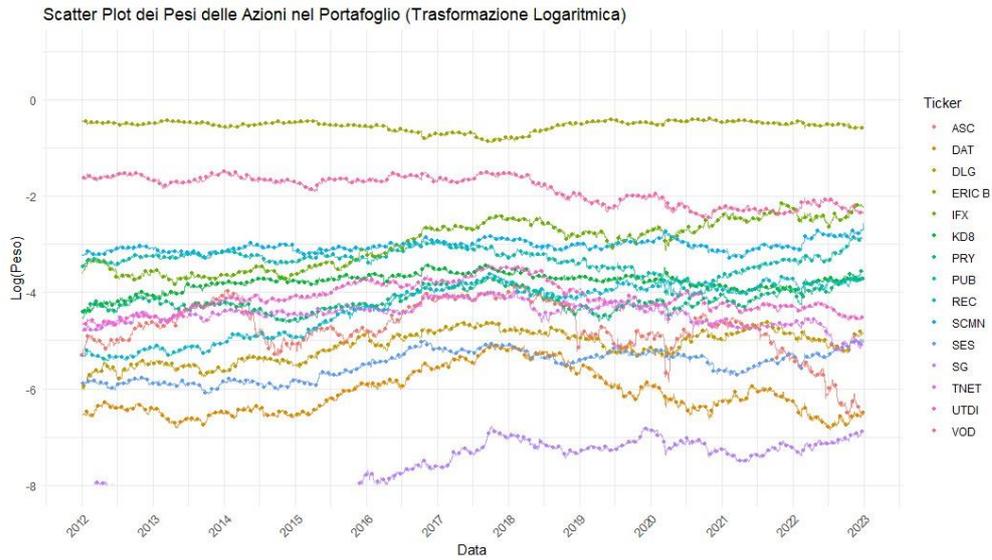
Successivamente, sono stati raccolti i dati relativi ai rendimenti giornalieri delle società oggetto dell'analisi, le relative capitalizzazioni di mercato su base giornaliera e il numero di operazioni di M&A svolte dalle stesse.

Una volta ottenuti i dati, si è proceduto alla creazione di due file Excel denominati LOW\_M&A e HIGH\_M&A. Questa denominazione è stata assegnata in base al numero di operazioni di fusione e acquisizione concluse nelle ultime cifre considerate. È importante sottolineare che il portafoglio LOW\_M&A comprende aziende che hanno concluso da zero ad un massimo di nove operazioni nel periodo preso in esame, mentre il portafoglio HIGH\_M&A include società che hanno completato almeno 9 operazioni, sempre nel medesimo arco temporale. La selezione delle aziende è stata effettuata a partire da una popolazione iniziale di 82 aziende nel settore tecnologico, dalle quali sono state isolate le 30 appartenenti al campione di questo studio.

I due file Excel contenenti i dati, successivamente elaborati mediante l'utilizzo di R Studio, sono organizzati in forma tabellare con le seguenti colonne: "Date", "Ticker", "Stock Price", "Daily Return", "Market Cap". Ciascuna riga è stata compilata con i dati ottenuti da fonti quali Refinitiv e Yahoo Finance, come già descritto nel paragrafo precedente, relativamente alle 30 società considerate nell'analisi e per ciascuno dei 4016 giorni di contrattazione compresi nel periodo dal primo gennaio 2013 al trentuno dicembre 2022.

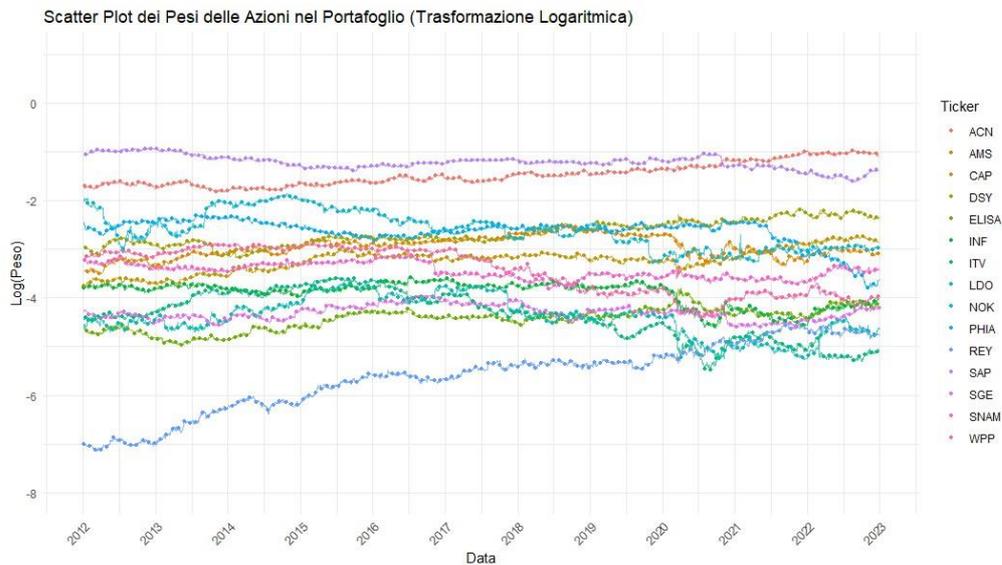
Una volta strutturate le tabelle sono state inserite in R Studio, attraverso il comando `read.csv`.

Successivamente, una volta determinati i pesi giornalieri delle azioni all'interno dei due portafogli, si è proceduto al calcolo del rendimento giornaliero per entrambi i portafogli. Tale calcolo ha tenuto conto delle variazioni quotidiane nel contributo al rendimento delle singole società, considerando la loro capitalizzazione di mercato. I grafici a dispersione, sottostanti, illustrano la dinamica della composizione del portafoglio per ciascuna azione nel periodo considerato dalla ricerca.



**Immagine 4.4**

Scatter Plot Portafoglio LOW\_M&A (Trasformazione logaritmica)



**Immagine 4.5**

Scatter Plot Portafoglio HIGH\_M&A (Trasformazione logaritmica)

Il passaggio successivo è consistito nell'estrazione del file CSV dal database di Kenneth French, il quale contiene i fattori giornalieri del modello Fama-French specifici per l'area Euro. Una volta acquisiti i fattori e ottenuti i rendimenti giornalieri per entrambi i portafogli, è stata effettuata la stima dei coefficienti Beta ( $\beta_1$ ,  $\beta_2$ ,  $\beta_3$ ,  $\beta_4$ , e  $\beta_5$ ) mediante la costruzione di un modello di regressione lineare.

L'implementazione del modello di regressione è stata realizzata utilizzando la funzione appropriata in R Studio. Tale processo ha consentito di analizzare la relazione tra i fattori Fama-French e i rendimenti dei portafogli, fornendo una valutazione quantitativa dei contributi specifici dei diversi fattori alla variabilità dei rendimenti osservati.

### 4.3.1 Analisi e risultati del modello

La funzione di R utilizzata ha stimato i Beta del Modello di Fama French riconsegnando come output i seguenti dati:

- Per il portafoglio composto da società attive nel settore del M&A i risultati sono i seguenti:

FATTORE	STIMA	ERRORE STANDARD	T-VALUE	P-VALUE
(INTERCEPT)	0.0003605	0.0001346	2.677	0.00746 **
MKT.RF	0.0079554	0.0001575	50.507	< 2e-16 ***
SMB	-0.0027270	0.0003770	-7.233	6.05e-13 ***
HML	-0.0012611	0.0004528	-2.785	0.00539 **
RMW	0.0008164	0.0006523	1.252	0.21080
CMA	-0.0036416	0.0006568	-5.545	3.21e-08 ***

**Tabella 4.3**

*Risultato del modello di regressione lineare per il portafoglio HIGH\_M&A*

#### Significatività

- '\*\*\*' 0.001
- '\*\*' 0.01
- '\*' 0.05
- '.' 0.1
- '' 1

#### Statistiche del Modello

Residual Standard Error: 0.007195 su 2863 gradi di libertà

R-squared Multiplo: 0.6223

R-squared Adattato: 0.6217

Statistica F: 943.6 su 5 e 2863 gradi di libertà

p-value della Statistica F:  $< 2.2e-16$

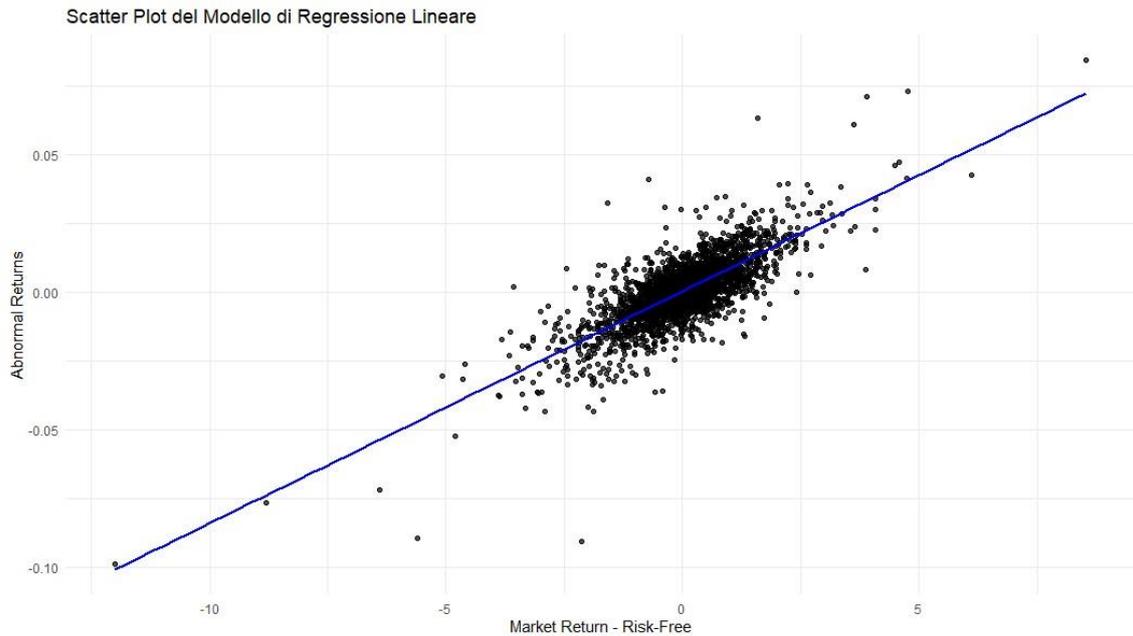
L'analisi della regressione evidenzia diverse dinamiche chiave nel rendimento del portafoglio in relazione ai fattori di Fama-French. Innanzitutto, il termine noto che rappresenta il rendimento del portafoglio quando non sono presenti effetti specifici dei fattori. Il suo valore di 0.0003605 è significativamente diverso da zero (p-value = 0.00746), indicando che il portafoglio presenta un rendimento significativo al di là degli effetti dei fattori di Fama-French.

Il rendimento del mercato (Mkt.RF) mostra una forte relazione positiva con il portafoglio, come evidenziato dal coefficiente positivo significativo di 0.0079554. Ciò implica che il portafoglio beneficia notevolmente dagli incrementi del rendimento del mercato.

Guardando agli effetti di dimensione (SMB) e valore (HML), entrambi risultano significativi con coefficienti negativi. Questo suggerisce che le società di dimensioni più piccole nel portafoglio e le azioni value tendono a registrare rendimenti inferiori rispetto alle loro controparti di dimensioni maggiori e alle azioni growth.

Per quanto riguarda l'effetto momentum (RMW), il coefficiente non è statisticamente significativo (p-value = 0.21080), indicando che potrebbe non avere un impatto robusto sul rendimento del portafoglio. Al contrario, l'effetto di conservatività (CMA) è significativo (p-value =  $3.21e-08$ ) e mostra un coefficiente negativo, suggerendo un'influenza rilevante sulla performance del portafoglio.

Complessivamente, il modello spiega il 62.23% della variazione nel rendimento del portafoglio, come indicato dall'R-quadrato multiplo. La Statistica F globale è molto elevata (943.6) con un p-value insignificante, confermando la validità complessiva del modello.



**Immagine 4.6**

Grafico a dispersione del modello di regressione con Fama French 5 Factors (HIGH\_M&A)

- Per il portafoglio costituito da società con un'attività limitata nel settore delle fusioni e acquisizioni (M&A), i risultati emersi sono i seguenti:

FATTORE	STIMA	ERRORE STANDARD	T-VALUE	P-VALUE
(INTERCEPT)	0.0001624	0.0001978	0.821	0.4118
MKT.RF	0.0068757	0.0002313	29.731	< 2e-16 ***
SMB	-0.0042446	0.0005536	-7.667	2.4e-14 ***
HML	-0.0036146	0.0006649	-5.436	5.9e-08 ***
RMW	-0.0018160	0.0009579	-1.896	0.0581
CMA	0.0017680	0.0009644	1.833	0.0668

**Tabella 4.4**

Risultato del modello di regressione lineare per il portafoglio LOW\_M&A

### Significatività

- '\*\*\*' 0.001
- '\*\*' 0.01
- '\*' 0.05
- '.' 0.1
- '' 1

### **Statistiche del Modello**

Residual Standard Error: 0.01056 su 2858 gradi di libertà

R-squared Multiplo: 0.3695

R-squared Adattato: 0.3684

Statistica F: 335 su 5 e 2858 gradi di libertà

p-value della Statistica F:  $< 2.2e-16$

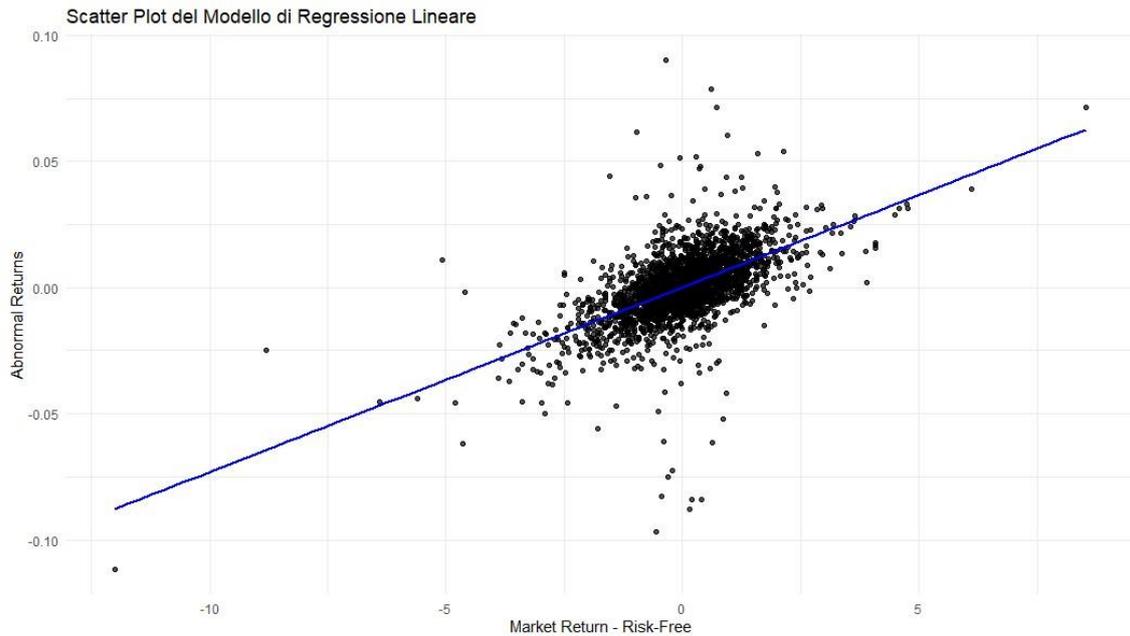
L'intercept, che rappresenta il rendimento del portafoglio in assenza di esposizione ai fattori specifici, presenta un valore di 0.0001624 e non è statisticamente significativo, suggerendo che al di là degli effetti dei fattori, il rendimento potrebbe non differire significativamente da zero.

Il fattore trainante risulta essere il rendimento del mercato (Mkt.RF), con un coefficiente positivo significativo di 0.0068757. Questo indica una relazione positiva tra il rendimento del portafoglio e le variazioni del mercato, suggerendo che il portafoglio beneficia degli incrementi del rendimento di mercato.

Dall'analisi degli effetti di dimensione (SMB) e di valore (HML), emergono dinamiche interessanti. Il coefficiente negativo di SMB suggerisce che le società di dimensioni più piccole all'interno del portafoglio tendono a registrare rendimenti inferiori rispetto a quelle di dimensioni più grandi. Allo stesso modo, il coefficiente negativo di HML indica che le azioni value nel portafoglio hanno rendimenti inferiori rispetto alle azioni growth. L'effetto momentum (RMW) mostra un coefficiente negativo, ma la sua significatività non è elevata, indicando che l'effetto momentum potrebbe avere un'influenza meno robusta sul rendimento del portafoglio. Al contrario, l'effetto di conservatività (CMA) presenta un coefficiente positivo, ma non raggiunge la significatività statistica, suggerendo un impatto potenzialmente meno rilevante.

In termini complessivi, il modello spiega circa il 36.95% della variazione nel rendimento del portafoglio, confermato dalla significatività della Statistica F.

La rappresentazione grafica della regressione è la seguente:



### Immagine 4.8

Grafico a dispersione Fama French 3 Factors Low M&A Portfolio

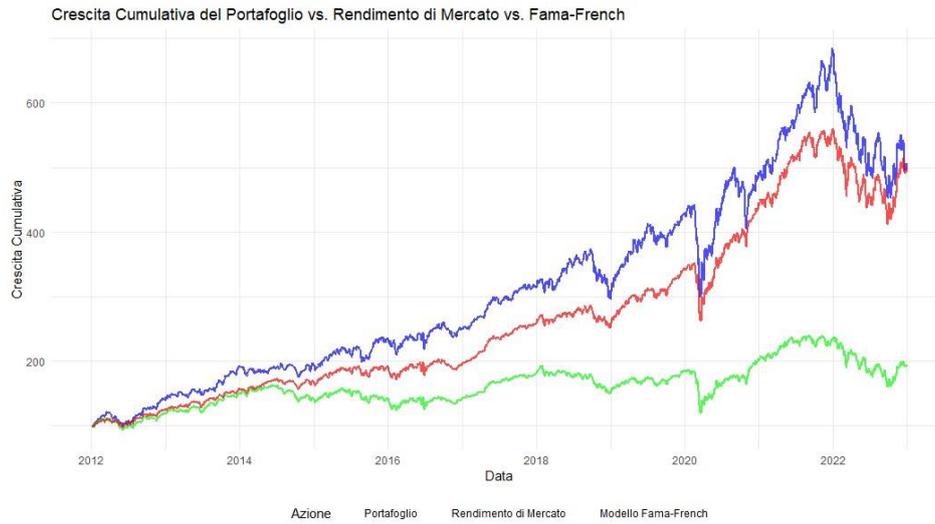
Una volta ottenuti i coefficienti ( $\beta_1$ ,  $\beta_2$ ,  $\beta_3$ ,  $\beta_4$ , e  $\beta_5$ ), ho proceduto a stimare i rendimenti attesi, noti come Expected Returns, applicando la formula riportata dall'immagine 4.2 ed utilizzando i fattori definiti nel file di Kenneth French e i coefficienti Beta derivati dal modello di regressione.

In un passo successivo, ho impiegato i rendimenti attesi giornalieri, derivati dall'applicazione del Fama-French 5 Factors Model, per calcolare la produttoria di tali valori. Questa produttoria è stata successivamente sottratta da quella generata mediante l'utilizzo dei rendimenti effettivi giornalieri del portafoglio. Tale operazione ha permesso di ottenere i Buy and Hold Abnormal Returns (BHAR) rispetto agli Expected Returns derivanti dal modello.

Questo processo è stato ripetuto in modo analogo per i rendimenti di mercato, generando una produttoria dei loro valori e calcolando successivamente il Buy and Hold Abnormal Return (BHAR) in relazione ai rendimenti del mercato.

Questo procedimento è stato reiterato per entrambi i portafogli ed i risultati ottenuti sono i seguenti:

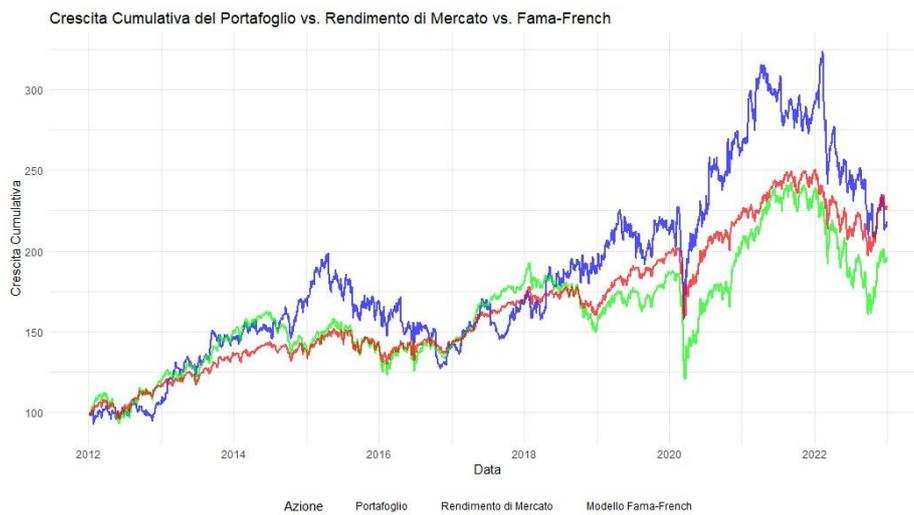
	BHAR FF5	BHAR MARKET
LOW M&A PORTFOLIO	-0,11321	0,19908
HIGH M&A PORTFOLIO	0,07900	3,08849



**Immagine 4.9**

*Rendimento Portafoglio HIGH\_M&A vs Expected Returns (FF-5) vs Market*

*Fonte: Elaborazione personale di dati*



**Immagine 4.10**

*Rendimento Portafoglio LOW\_M&A vs Expected Returns (FF-5) vs Market*

*Fonte: Elaborazione personale di dati*

I risultati ottenuti attraverso l'analisi statistica confermano l'ipotesi di ricerca, indicando che un elevato livello di attività nel settore delle fusioni e acquisizioni (M&A) consente,

in media, alle aziende del settore tecnologico di conseguire ritorni anomali positivi e di superare le performance del mercato.

Nello specifico, la Tabella 4.8 riporta che il portafoglio caratterizzato da un significativo numero di operazioni di fusione ed acquisizione ha registrato un Buy and Hold Abnormal Return (BHAR) positivo, pari a 7,9 punti percentuali, nel periodo compreso tra il 3 gennaio 2013 e il 31 dicembre 2022. In contrasto, il BHAR (FF-5) relativo al portafoglio LOW\_M&A ha evidenziato valori negativi, attestandosi a -11,32 punti percentuali.

Tali risultati non solo confermano integralmente l'ipotesi di ricerca H1, indicando che non solo un elevato livello di attività M&A consente di conseguire ritorni anomali nel medio-lungo periodo, ma anche l'adozione sporadica o nulla di tale strategia impatta negativamente sulle performance azionarie delle società, generando ritorni anomali negativi.

L'ipotesi nulla H0 viene invece respinta in quanto si dimostra che il livello di attività di M&A ha un impatto significativo sul rendimento azionario della società.

Ulteriormente, appare evidente dalle Figure 4.9 e 4.10 che il portafoglio HIGH\_M&A ha over-performato il mercato, facendo registrare un rendimento del 308% nel periodo sotto analisi, mentre il portafoglio LOW\_M&A, nello stesso arco temporale, ha battuto il mercato in termini di rendimento solamente di 19 punti percentuali.

## 5. Conclusioni

Le fusioni e le acquisizioni (M&As) sono operazioni di finanza straordinaria estremamente complesse, ma in grado di generare un enorme valore aggiunto se adeguatamente pianificate ed implementate.

L'interesse per tale tipologia di operatività, che dapprima si è sviluppato negli Stati Uniti e solo negli ultimi anni è approdato in modo significativo nel Vecchio Continente, sta cambiando in modo radicale e permanente il tessuto economico europeo. Le piccole e medie imprese a conduzione familiare stanno sempre di più lasciando spazio a gruppi e corporazioni, che grazie al posizionamento favorevole e ad un elevato ammontare di risorse stanno eliminando la concorrenza o attraverso le cosiddette guerre dei prezzi o tramite aggressive campagne di M&A.

Il crescente interesse per questo tipo di operatività non è dovuto ad una moda o ad un fattore effimero, bensì scaturisce da ragioni di natura economica; infatti, società dotate di una struttura adeguata, attraverso operazioni di M&A possono in modo rapido e sicuro espandere le proprie quote di mercato e sviluppare sinergie ed economie di scala.

Tuttavia, mentre alcuni settori si prestano meglio a questa tipologia di operatività, in altri, principalmente quelli caratterizzati da un basso livello di scalabilità, fusioni ed acquisizioni si sono dimostrate più difficili e meno profittevoli.

L'elaborato ha dimostrato con un certo grado di confidenza che nei settori definiti dai codici SIC 28, 35, 36, 37, 48 e 49, caratterizzati da un alto grado di intensità tecnologica, una strategia di crescita esterna, caratterizzata da un frequente utilizzo di operazioni di Fusione e Acquisizione, tende a garantire alle società che la implementano un tasso di crescita in termini di performance azionaria maggiore rispetto a società che scelgono percorsi di crescita organica. Ciò risulta ancora più evidente nei settori Energy, Tech, Media e Telecommunication, in cui la necessità di rinnovare ed adattare i propri servizi rende ancora più necessario ed ancora più profittevole consolidare competenze e servizi innovativi attraverso l'acquisizione di realtà di più modeste dimensioni.

Attraverso il modello statistico sviluppato, appare evidente come le realtà sociali dei settori tecnologici solite ad acquisire nuove conoscenze e competenze da altre realtà

aziendali, dove tali processi risultano già consolidati, riescono a performare meglio in termini di ritorni azionari e crescita, rispetto a player che puntano esclusivamente, o quasi, sulla ricerca e sviluppo. Ciò può essere attribuito sia a una riduzione delle spese di ricerca e sviluppo, che rappresentano una voce significativa nei bilanci delle società tech, sia alla capacità di acquisire competenze e conoscenze in modo rapido, che possono poi essere immediatamente sfruttate per generare flussi di cassa

Infatti, in media le società prese in esame, che hanno concluso dal 2013 al 2022 più di 10 operazioni di M&A, non solo hanno over performato il mercato di riferimento di 307 punti percentuali, ma hanno ottenuto un ritorno anormale (Buy and Hold Abnormal Return) positivo (+7,9%), calcolato come differenza tra il loro ritorno effettivo e il loro “Expected Return” stimato attraverso il modello a cinque fattori di Fama e French.

D'altra parte, in media, le società tech con una bassa operatività nel campo dell'M&A, nonostante abbiano over performato il mercato di riferimento (ciò è dovuto all'alto tasso di crescita dei settori tech nel periodo analizzato), hanno realizzato un BHAR negativo (-11,32%); ciò è indicativo del fatto che tali società, nonostante siano cresciute maggiormente rispetto al mercato europeo, non abbiano mantenuto le aspettative di crescita.

I risultati scaturiti dalla ricerca possono risultare discordanti rispetto a quanto enunciato dalla letteratura precedente sul fenomeno, di cui Laamanen e Keil (Laamanen, T. e Keil, T. , 2008) sono tra gli esponenti più illustri. Tale divergenza in termini di risultati può derivare dal fatto che le caratteristiche del mercato oggetto del lavoro di Laamanen e Keil, ossia il mercato nord-americano degli anni Novanta, sia allo stato attuale cambiato in modo significativo. Come dettagliatamente spiegato nel lavoro dei due ricercatori, i tassi di interesse e la loro variabilità hanno un impatto negativo sulle performance post-acquisizione. Dall'andamento dei tassi di interesse, raffigurato nel grafico sottostante (Immagine 5.1), emerge che nel periodo compreso tra il 1990 e il 2000 i tassi di interesse siano stati caratterizzati da una elevata volatilità. Al contrario, nel periodo preso in considerazione in questo studio, i tassi di interesse sono stati relativamente più stabili e prossimi agli zero punti percentuali, influenzando presumibilmente in modo positivo sulle performance post M&A. Inoltre, come affermano anche Helene L. Colman e Randi

Lunnan (H. L. Colman e R. Lunnan, 2022) bisogna tenere in considerazione che rispetto al lavoro sviluppato da Laamanen e Keil, le abilità e le tecniche di integrazione post-acquisizione si sono evolute, garantendo una riduzione del tempo necessario per lo sviluppo delle sinergie e maggiore performance in termini di rendimenti e creazione di valore.



**Immagine 5.1**

*Curva dei tassi di interesse negli USA dal 1970 al 2024*

*Fonte: Federal Reserve*

## **6. Considerazioni ed implicazioni dell'elaborato**

L'adozione di una strategia di espansione attraverso fusioni ed acquisizioni è in grado, secondo la teoria finanziaria, di generare rendimenti positivi. Questo fenomeno può essere attribuito alla sinergia operativa risultante dall'efficace combinazione delle risorse, al consolidamento delle competenze e alle economie di scala ottenute, che contribuiscono complessivamente all'incremento del valore aziendale ed all'ottenimento di performance finanziarie superiori rispetto alle attese di mercato. Tuttavia, se le società interessate adottassero il consolidamento aziendale come strategia di crescita esterna in modo massiccio, il mercato potrebbe affrontare un aumento della competitività, con conseguente peggioramento delle performance post-acquisizione. Questa situazione potrebbe provocare una sovra-concentrazione nei settori coinvolti, creando un mercato non competitivo in cui le scelte dei consumatori sarebbero limitate in termini di prezzo e alternative disponibili.

Affinché gli strumenti di creazione di valore come fusioni e acquisizioni non diventino dannosi per l'ambiente economico, è imperativo implementare una regolamentazione precisa. Questo è cruciale per evitare che tali operazioni trasformino un mezzo efficace per la creazione di valore in una minaccia per il tessuto economico, i cittadini e il progresso stesso.

Questo studio si propone come spunto per riflessioni e considerazioni ponderate in materia, offrendo una guida pratica ai dirigenti nell'ideazione di strategie di crescita che mirano a massimizzare il valore per gli azionisti, nel rispetto di un mercato competitivo.

Si auspica che questo contributo sia un elemento significativo nella letteratura accademica, stimolando ulteriori analisi e approfondimenti in questo campo dinamico.

## 7. Bibliografia

- Giuliana Airaghi Masina, “Il processo di fusione aziendale”, 2020, Pearson
- Jeffrey T. Hooke, “A practical guide to doing the *deal*”, Wiley, 1997
- Paolo Vitale, “Capital Market and Alternative Investments”, 2022
- Capasso A., Meglio O., “Fusioni e acquisizioni. Teorie, metodi, esperienze”, 2009
- M&A Cycles: Fundamental Drivers and Valuation Impacts”, PWC, 2019
- Anastasia Belyh, “A Historical Analysis of M&A Waves”, 2019
- “M&A in Italia nel 2022: quasi 90 miliardi di euro per oltre 970 operazioni”, Press Italy Release EY, 2023
- M. Snichelotto, A. Pegoraro., “Le Operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo”, Rivista Economica Università di Verona
- Franco Fontana, Matteo Caroli, “Economia e gestione delle Imprese”, 2019
- D'albora, M; Tartaglia E. “M&A Mergers & Acquisitions”, 2011
- J. Rosebaum et al., “Valuation, leveraged buyouts and acquisitions”, Wiley, 2012
- Paolo Vitale, corso “*Equity Markets & Alternative Investments*”, 2021
- Potito, L., “Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese”, G Giappichelli Editore, 2016
- Ludovico Dentoni Litta, “Le finalità aziendali perseguibili con la fusione”, 2012
- Edwin L. Miller Jr, “Mergers and Acquisitions” 2007
- Weber, Y. e Drori, I. (2008), “I collegamenti tra differenze culturali, stati psicologici e prestazioni in fusioni e acquisizioni internazionali”, Progressi in fusioni e acquisizioni, vol. 7, pp. 119-142
- Meglio, O., Il processo di integrazione post-acquisizione. Profilo teorico ed esperienze aziendali, CEDAM, 2004, Padova
- Capasso. A, Meglio. (2010), O Fusioni E Acquisizioni. Teorie, Metodi, Esperienze
- Rossi, E. (1999), La finanza della crescita esterna. Creazione e distruzione di valore nelle acquisizioni aziendali, EGEA, Milano
- Tsoukas, H., & Knudsen, C. (2002). The conduct of strategy research. In A. Pettigrew, H. Thomas, & R. Whittington (Eds.), The handbook of strategy and management (chap. 18, pp. 411-435).
- Datta, Denmark (1991), "Organizational fit and acquisition performance: effects of post-acquisition integration", Strategic Management Journal, vol. 12, no. 4, pp. 281-297.

- Bergh, DD (1997), "Predicting the divestment of unrelated acquisitions: an ex-ante conditions investigative model", *Strategic Management Journal*, vol. 18, no. 9, pp. 715-731.
- Zollo, M., and Singh, H. (2004), "Deliberate learning in corporate acquisitions: post-acquisition strategies and integration capabilities in US bank mergers", *Strategic Management Journal*, vol. 25, pp. 1233-1256.
- Meglio, O. (2002), "Processi di integrazione post-acquisizione e creazione del valore: aspetti economici, sociali e capacità di integrazione", *Finanza Marketing e Produzione*, vol. 1, pp. 39-62
- Walsh, JP (1989), "Fare un affare: negoziazioni di fusioni e acquisizioni e il loro impatto sul turnover del top management dell'azienda target", *Rivista di gestione strategica*, vol. 10 n. 4, pp. 307-322
- Larsson, R., Driver, M., Holmqvist, M. e Sweet, P. (2001), "Career disintegration and reintegration in mergers and acquisitions: managerial skills and intangible motivational factors", *European Management Journal*, vol. 19 n. 6, pp. 609-618
- Weber, Y. (1996), "Corporate cultural adaptation and performance in mergers and acquisitions", *Human Relations*, vol. 49, no. 9, pp. 1181-1202.
- Teerikangas, S., and Very, P. (2006), "The culture-performance relationship in M&A: from yes/no to how", *British Journal of Management*, vol. 17, pp. S31-S48.
- Morosini, P. (1995), "The importance of cultural factors in cross-border acquisitions: An empirical study", *Economics and Management*, vol. 6, pp. 30-41.
- Vaara, E., Tienari, J., and Santti, R. (2003), "The international match: metaphors as vehicles of social identity-building in cross-border mergers", *Human Relations*, vol. 56, no. 4, pp. 419-451.
- Riad, S. (2005), "The power of organizational culture as discursive formation in merger integration", *Organization Studies*, vol. 26, no. 10, pp. 1529-1554.
- Ranft, A. (2006), "Preservation and transfer of knowledge during post-acquisition integration".
- Cassiman, B., Colombo, MG, Garrone, P., and Veuglers, R. (2005), "The impact of mergers and acquisitions on the R&D process: an empirical analysis of the role of technology and market relatedness", *Research Policy*, vol. 34, no. 2, pp. 195-220.
- Puranam, P., and Srikanth, K. (2007), "What they know versus what they do: how acquirers leverage technological acquisitions", *Strategic Management Journal*, vol. 28, no. 8, pp. 805-825.
- Porrini, P. (2004), "Esperienza di alleanza e creazione di valore in alto-tecnologico e basso-acquisizioni tecnologiche", *Giornale di ricerca sulla gestione dell'alta tecnologia*, vol. 15, pp. 267-292

- Miller, DJ (2004), "Firms' technological resources and the performance effects of diversification: a longitudinal study", *Strategic Management Journal*, vol. 25, pp. 1097-1119
- Gerpott, T. (1995), "Integrazione riuscita delle funzioni di ricerca e sviluppo dopo le acquisizioni: uno studio empirico esplorativo", *Gestione della ricerca e sviluppo*, vol. 25 n. 2, pp. 161-178, nel 1995
- Paruchuri, S., Nerkar, A. e Hambrick, DC (2006), "Acquisition Integration and Productivity Losses in the Technical Core: Disruption of Inventors in Acquired Companies", *Organization Science*, vol. 17 n. 5, pp. 545-562
- Birkinshaw, J., Bresman, H. e Håkanson, L. (2000), "Managing the Post-acquisition Integration Process: How the Human Integration and Task Integration Processes Interact to Foster Value Creation", *Journal of Management Studies*, vol. 37 n. 3, pp. 395-425
- "Jack, A.D. (2002), 'Strategic management of mergers and acquisitions in the pharmaceutical sector: development from a resource-based perspective,' *Technological Analysis and Strategic Management*, vol. 14, no. 3, pp. 299-313."
- Ellis, KM, Reus, TH e Lamont, BT (2009), "The effects of procedural and informational justice in the integration of related acquisitions", *Strategic Management Journal*, vol. 30, pp. 137-161
- "Weber, Y. & Tarba, SY (2011), 'Exploring cultural clash in related mergers: post-merger integration in the high-tech industry', *International Journal of Organizational Analysis*, vol. 19 no. 3, pp. 202-222"
- Spedale, S., van Den Bosch, FAJ e Volberda, HW (2007), "Preservation and Dissolution of the Target Firm's Embedded Ties in Acquisitions", *Organization Studies*, vol. 28 n. 8, pp. 1169-1196
- Weber, Y. e Tarba, SY (2011), "Exploring integration approach in related mergers: Post-merger integration in the high-tech industry", *International Journal of Organizational Analysis*, vol. 19 n. 3, pp. 202-22)
- "Puranam, P. & Srikanth, K. (2007), 'What they know versus what they do: how acquirers leverage technological acquisitions', *Strategic Management Journal*, vol. 28 no. 8, pp. 805-825"
- "Grimpe, C. (2007), 'Successful product innovation after corporate acquisitions: the role of research and development', *Journal of Product Innovation Management*, vol. 24 no. 6, pp. 614-628"
- "King, DR, Slotegraaf, R., & Kesner, I. (2008), 'Performance implications of firm resources interactions in R&D-intensive acquisitions', *Organizational Science*, vol. 19 no. 2, pp. 327-340"
- Ernst, H. and Vitt, J., "The influence of corporate acquisitions on the behavior of key researchers," *Research and Development Management*, 2000. Graebner, ME, Eisenhardt, KM e Roundy, "Success and Failure in Technological Acquisitions:

- Lessons for Buyers and Sellers”, *Academy of Management Perspectives*, vol. 24 n. 3, pp. 72-91, 2009
- Schweizer, L. (2005), "Knowledge transfer and R&D in pharmaceutical companies: a case study," *Journal of Engineering and Technology Management*, vol. 25, no. 3, pp. 168-183
  - Schweizer, L. (2005), “Organizational Integration of Acquired Biotechnology Companies in Pharmaceutical Companies: The Need for a Hybrid Approach”, *Academy of Management Review*, vol. 48 n. 6, pp. 1051-1074
  - Hitt, MA, Hoskisson, RE e Kim, H. (1997), “International Diversification: Effects on Innovation and Firm Performance”, *Academy of Management Review*, vol. 40 n. 4, pp. 767-798
  - Bannert, V. e Tschirky, H. (2004), “Integration Planning for Technology-Intensive Acquisitions”, *Research-Technology Management*, vol. 34 n. 5, pp. 481-494
  - Ragozzino, R. (2006), “Effects of High-Tech Firm Valuation in M&A: A Comparison Between New Ventures and Established Firms”, *Journal of High Technology Management Research*, vol. 17 n. 1, pp. 85-96
  - Steensma, HK e Corley, KG (2000), “On the Performance of Technology Sourcing Partnerships: The Interaction Between Partner Interdependence and Technological Attributes”, *Academy of Management Review* , vol. 43 n. 6, pp. 1045-1067
  - Ahuja, G. and Katila, R. (2001), “Technological acquisitions and the innovation performance of acquiring firms: a longitudinal study”, *Strategic Management Journal*, Vol. 22, pp. 197-220
  - Hagedoorn, J. e Duysters, G. (2002), “The Effects of Mergers and Acquisitions on the Technological Performance of Companies in a High-Tech Environment”, *Technological Analysis & Strategic Management*, vol. 14 n. 1, pp. 67-85
  - Gerpott, T. (1995), “Successful Integration of Research and Development Functions After Acquisitions: An Exploratory Empirical Study”, *Research-Technology Management*, vol. 25 n. 2, pp. 161-178
  - Cassiman, B., Colombo, M.G., Garrone, P. and Veuglers, R. (2005), “The impact of mergers and acquisitions on the *R&D* process: an empirical analysis of the role of technological- and market-relatedness”, *Research Policy*, Vol. 34 No. 2, pp. 195-220
  - Laamanen, T. e Keil, T. (2008), “Performance of Serial Acquirers: Towards a Acquisition Program Perspective”, *Strategic Management Journal*, vol. 29 n. 6, pp. 663-672
  - Ragozzino, R. (2006), “Effects of High-Tech Firm Valuation in M&A: A Comparison Between New Ventures and Established Firms”, *Journal of High Technology Management Research* vol. 17 n. 1, pp. 85-96

- Stahl, G.K. and Voight, A. (2008), “Do cultural differences matter in mergers and acquisitions? A tentative model for examination”, *Organization Science*, Vol. 19 No. 1, pp. 160-176
- Weber, Y. and Drori, I. (2008), “The linkages between cultural differences, psychological states, and performance in international mergers and acquisitions”, *Advances in Mergers and Acquisitions*, Vol. 7, pp. 119-142
- "Weber, Y., Tarba, SY, and Reichel, A. (2011), 'Trends in international mergers and acquisitions: nationality of the acquirer and integration approaches,' *International Studies of Management and Organization*, vol. 41, no. 3." Meglio, O. (2004), *Il processo di integrazione post-acquisizione. Profilo teorico ed esperienze aziendali*, CEDAM, Padova
- B. Espen Eckbo, “Handbook of Corporate Finance”, Elsevier, 2007
- N.Zakaria; K. Kamaludin; “Academy of Accounting and Financial Studies Journal”, vol.22, 2018
- Helene L. Colman e Randi Lunnan, “Pulling Together While Falling Apart: A Relational View on Integration in Serial Acquirers”, 2022